

CAPITULO III

CAUSAS DE LA CRISIS ARGENTINA.

3.1 ¿Qué Sucedió en Argentina?

“La crisis monetaria y la depresión económica que achacan a Argentina han sido el producto de las malas políticas de su gobierno—no de los bancos, especuladores, el Fondo Monetario Internacional (a pesar de los malos consejos que ha dado), ni otros chivos expiatorios. Los gobiernos de De la Rúa, Ménem y Duhalde han cometido varios errores colosales, a saber, “¹

- . • aumentar las tasas impositivas
- . • congelar depósitos bancarios
- . • devaluar el peso, y
- . • obligar a convertir los depósitos bancarios y contratos en dólares a pesos (“pesificación”)

Bajo estos dos gobiernos, toda propiedad es sujeta potencial de control gubernamental o confiscación. Hay pocas razones para que alguien produzca, ahorre o invierta en Argentina. El país está regresando a un modelo económico fallido que ocasionó muchos problemas en los años ochenta y que se tuvo que descartar desde 1989 hasta 1991.

Para arreglar la moneda y la economía argentinas se requiere revertir esos errores colosales y regresar a políticas que respeten la propiedad privada y que estimulen el ahorro, la inversión y la iniciativa privada, generadores del crecimiento económico. Los principales pasos necesarios a corto plazo son:

¹ Kurt Schuler es economista titular del Comité de Economía del Congreso de Estados Unidos. Los puntos de vista detallados seguidamente son personales y no necesariamente los del comité. El siguiente es un extracto del Cato Policy Analysis N° 445 *Fixing Argentina*, publicado el 16 de julio del 2002.

- en la medida de lo posible, revertir el daño causado por la pesificación de los depósitos;
- reconstruir el sistema financiero; y
- reducir drásticamente las tasas impositivas.

3.1.1 La Incapacidad para Comprender la Crisis de Argentina

Argentina fue, en algún momento, uno de los países más ricos del mundo. Una y otra vez, sin embargo, su población ha escogido, o al menos tolerado, a líderes que no tienen idea de cómo se crea y preserva la riqueza. La crisis de la moneda y la depresión económica argentina son el resultado de esa desastrosa incapacidad de comprensión.

Esta incapacidad se extiende más allá de Argentina. El Fondo Monetario Internacional y el G-7 han dado malos consejos o han sido incapaces de dar buenos consejos. Antes de que se pusiera a flotar al peso se dio a conocer que el FMI estaba recomendando o la fluctuación del peso o la dolarización (eliminar el peso y hacer del dólar de los Estados Unidos la moneda nacional de Argentina). El FMI dio tal recomendación como si ambas opciones fueran igualmente buenas, aunque bajo el sistema de Banca Central el peso se había depreciado en relación con el dólar en una proporción de cerca de **10.000.000.000.000**. En una conferencia de prensa el 11 de enero del 2002, cuando se le preguntó a Anne Krueger, Primera Subdirectora Gerente del FMI, acerca de la dolarización, ésta dijo: “De acuerdo con mi parecer, en este momento no es posible desde un punto de vista técnico.”² En realidad, la dolarización siempre es técnicamente posible a alguna tasa de cambio. John Taylor, subsecretario de Asuntos Internacionales ante el Tesoro de los Estados Unidos, admitió ante una audiencia en un comité del Congreso que él pensó que dolarizar hubiera sido mejor que el congelamiento de depósitos impuesto por el Gobierno de De la Rúa en diciembre del 2001, pero que no había comunicado su opinión al gobierno de Argentina. Los argentinos

² Anne O. Krueger “Transcript of a Press Briefing (Teleconference) on Argentina” www.imf.org/external/np/tr/2002/tr020111.htm, Enero 11, 2002.

deberían estar conscientes de que están prácticamente solos; a juzgar por sus declaraciones públicas, la rama ejecutiva del Gobierno de los Estados Unidos no está preparada para ofrecer ayuda sustancial a través de préstamos, un tratado de libre comercio, compartir el señoreaje (ganancia) de la emisión del dólar si Argentina llegase a dolarizar; ni siquiera sugerencias útiles.³

La incapacidad de comprensión se extiende a los más prominentes economistas extranjeros que han escrito sobre Argentina. Sus consejos constituyen mala praxis profesional. Obsesionados por la política monetaria, pocos notaron los efectos devastadores de las altas tasas impositivas argentinas, las cuales desestimularon la producción y estimularon la evasión fiscal. Erróneamente culparon a la antigua tasa de conversión 1:1 del peso con el dólar de la mayoría de problemas económicos argentinos. La mayoría recomendó la flotación del peso, y unos pocos propusieron combinar la devaluación con la conversión obligatoria de los depósitos bancarios en dólares a pesos (“pesificación”). Hicieron caso omiso de la inmensa destrucción de derechos de propiedad que implicaba seguir su consejo. Un criterio para poner a prueba el consejo de un economista es si lo aplicaría en su propia casa. Ningún economista extranjero se ha ofrecido a convertir sus propios dólares a pesos a la tasa tan desfavorable impuesta sobre los depositantes bancarios argentinos.

El gobierno de Argentina, el FMI, el G-7, y la mayoría de economistas no han ofrecido más que una dieta de cenizas. Los críticos de las políticas actuales tienen que proponer otras opciones, no limitarse a quejas sobre las políticas existentes. Nadie ha ofrecido un conjunto de políticas alternativas que sea tanto comprensivo como beneficioso, aunque unos cuantos economistas han hecho análisis y sugerencias valiosas con respecto a ciertos tópicos en particular,

³ Sobre consejos, ver John B. Taylor, testimonio extemporáneo ante el Subcomité de Política Monetaria Internacional y Comercio del Comité sobre Servicios Financieros. Audiencia sobre el desplome económico de Argentina—Causas y remedios, 6 de febrero del 2002; sobre la renuencia a compartir el señoreaje, ver el testimonio de Taylor ante el Comité Económico del Congreso de los Estados Unidos, Audiencia sobre la Reforma del FMI y el Banco Mundial, 14 de febrero, 2002.

algunos de los cuales se han incorporado al presente documento.⁴ El gobierno de Argentina y la mayoría de los economistas se oponen a las ideas propuestas hechas aquí, en particular a la dolarización, pero el fracaso de las políticas actuales está debilitando la resistencia. El gobierno del Presidente Duhalde continuó marchando con determinación en dirección equivocada.

⁴ Dentro de Argentina, ellos incluyen a Martin Krause, Pedro Pou y Gabriel Rubinstein. Ver el sitio de Internet de Rubinstein www.econline.com.ar, y su libro “Dolarización: Argentina en la Aldea Global” (Buenos Aires: Nuevohacer Grupo Editor Latinoamericano, 1999). Afuera de Argentina, incluyen a Charles Calomiris, Guillermo Calvo y hasta cierto punto, Adam Lerrick y Allan Meltzer. Aparte del trabajo mío y de Steve Hanke, aparentemente la única alternativa integral a las políticas del gobierno ha sido el Plan Fénix, propuesto en septiembre del 2001 y actualizado en abril del 2002 por economistas de la Universidad de Buenos Aires cuyas ideas difieren en mucho de las propuestas aquí presentadas; ver www.econ.uba.ar/www/destacados/fenix.htm.

3.2 ¿Qué Provocó la Crisis?

Las tablas 1 y 2 muestran los hechos básicos de la economía Argentina y de su crisis económica.⁵

Tabla 1 Principales Indicadores Económicos de Argentina, 1996-2001

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
PIB (miles de millones de pesos)	272	292	298	283	284	271
Crecimiento real del PIB por persona (%)	4.2	6.3	0.8	-6.5	0	-7
Inflación (precios al consumidor, %)	0.2	0.5	0.9	-1.2	-0.9	-1.1
Inflación (precios al productor, %)	3.7	-1.1	-3.3	-4.1	-3.7	-5.6
Tasa de desempleo (Octubre, %)	17.3	13.7	12.4	13.8	14.7	18.3
Exportaciones de bienes miles de millones de USD	23.8	26.4	26.44	23.3	26.3	26.7
Importaciones de bienes (CIF, miles de millones US\$)	23.8	30.5	31.4	25.5	25.4	20.3
Saldo de cuenta corriente (miles de millones US\$)	-6.9	-12	-14.6	-12	-8.9	-4.4
Base monetaria (Diciembre, miles de millones de pesos)	14.1	15	16.4	16.5	15.1	16.9
Reservas internacionales netas, diciembre (miles de millones US\$)	13.5	16.9	20.8	22.8	21.9	14.8
Depósitos bancarios en dólares, Diciembre, miles de millones	25.9	32.4	34.4	33.7	31.9	18.6
Depósitos bancarios en dólares, Diciembre, miles de millones	28.3	36.9	42.5	47.2	51.9	47.6
Tasa promedio en el mercado de dinero, pesos (%)	6.23	6.63	6.81	6.99	8.15	24.9
Tasa promedio en el mercado de dinero, US\$ (%)	5.91	6.39	6.55	6.07	7.53	12.8
Tasa promedio de préstamos, pesos (%)	10.51	9.24	10.64	11.04	11.1	28.6
Tasa promedio de préstamos, US\$(%)	9.12	7.84	8.95	9.07	9.67	17.5
Ingresos federales provenientes de impuestos y otras fuentes (miles de millones de pesos)	47.7	55.4	56.7	58.5	56.6	51.1
Gasto federal e ingresos compartidos (miles de millones de pesos)	52.9	59.6	60.6	65.6	63.2	59
Total de gasto gubernamental (miles de millones de pesos)	83.2	88.9	92.6	96.7	96	94.5
Deuda gubernamental bruta (miles de millones US\$, fin de periodo)	97	101	109	118	128	141 ^a
Premio por riesgo país (fin de periodo, %)	4.94	4.61	7.07	5.33	7.73	43.72

Fuentes: Ministerio de Economía, Secretaría de Finanzas, Subsecretaría de Financiamiento, "Main Macroeconomic Indicators," www.mecon.gov.ar/download/financiamiento/newinf.xls; Banco Central de la República Argentina, *Información Monetaria y Financiera Mensual*, www.bcra.gov.ar; Fondo Monetario Internacional, *International Monetary Statistics*; Ministerio de Economía, Secretaría de Política Económica, "Información Económica," www2.mecon.gov.ar/infoeco/apendice6.xls (Gasto total del gobierno); y J.P.Morgan Emerging Markets Bond Index Plus (Premio por riesgo país).

Notas: CIF = costo, seguro y flete. Las cantidades en dólares o pesos están en unidades corrientes (cantidades nominales)

⁵ Argentina tiene una fuerte economía informal que no está incluida en las estadísticas oficiales, pero se tiene la seguridad de que las estadísticas oficiales reflejan con precisión la mayoría de las tendencias en la economía, aunque no sea en *magnitudes* precisas.

para el año en cuestión, sin haber sido ajustadas por la inflación). Las reservas extranjeras netas corresponden al Banco Central. Curiosamente, no pareciera haber cifras estandarizadas del ingreso total del gobierno.

(a) Septiembre

Tabla 2 Cronología de eventos económicos importantes en Argentina desde 1999 hasta 2002

10 de diciembre, 1999	Fernando De la Rúa sucede a Carlos Menem como Presidente. La economía está en recesión desde septiembre de 1998. El premio por riesgo país es 6.10 puntos porcentuales.
1 de enero, 2000	Empieza a regir el paquete de aumento de tasas impositivas. Los ingresos tributarios serán menores de lo previsto.
18 de diciembre	El FMI presta \$40.000 millones en un paquete de ayuda.
Marzo, 2001	El Ministro de Economía, José Luis Machinea renuncia el 2 de marzo. Ricardo López Murphy es nombrado el 4 de marzo; renuncia el 19. Domingo Cavallo es nombrado el 20 de marzo, revela un plan para gravar las transacciones financieras y aumentar los aranceles el 21 de marzo.
17 de abril	Cavallo introduce un proyecto de ley para vincular al peso con el euro y el dólar (promulgado el 25 de junio).
25 de abril	De la Rúa sustituye a Pedro Pou con Roque MacCarone como presidente del BCRA.
3 de junio	Sustitución de deuda de \$29.500 millones.
15 de junio	Cavallo anuncia una tasa de cambio preferencial para los exportadores (que inicia el 19 de junio).
11-26 de julio	Reducción en la valoración del crédito de Argentina. El riesgo país está sobre los 13 puntos porcentuales.
30 de julio	El Congreso aprueba la ley "déficit cero."
21 de agosto- 7 de septiembre	El FMI aumenta el préstamo puente (stand-by) de \$14.000 a \$22.000 millones.
1 de noviembre	Nuevas medidas, incluyendo una sustitución de deuda para la mayor parte de los \$132.000 millones de deuda pública.
30 de noviembre	Las ofertas para participar en la porción local de la sustitución de deuda exceden los \$50.000 millones de dólares. Las tasas de interés nocturnas en pesos llegan a un promedio de 689% debido al miedo de la devaluación. Estampida bancaria.
Diciembre	Cavallo anuncia restricciones sobre los retiros de depósitos y las transferencias al exterior el 1 de diciembre (efectivo el 3 de diciembre). El FMI anuncia el 5 de diciembre que no va a desembolsar \$1.300 millones en ayuda para Argentina este mes; el premio al riesgo país excede los 40 puntos porcentuales. El Banco Central impone altos requerimientos de reservas sobre los nuevos depósitos el 7 de diciembre para desestimular los cambios de depósitos dentro del sistema bancario. Huelga general el 13 de diciembre. Disturbios y saqueos. Cavallo renuncia el 19 de diciembre. De la Rúa renuncia el 20 de diciembre. Tres presidentes provisionales (Ramón Puerta, Adolfo Rodríguez Saá y Eduardo Camaño) del 20 de Diciembre al 1 de enero. Saá declara moratoria en el pago de la deuda externa el 23 de diciembre.
1 de enero, 2002	Eduardo Duhalde, electo por el Congreso, es juramentado para que finalice el período de De la Rúa.
6 de enero	Ley de Emergencia Pública y Reforma al Régimen de Tasa de Cambio.
9 de enero	El peso se devalúa a 1.4 por dólar para ciertas transacciones, y se pone a fluctuar

	para las demás. Pesificación de los depósitos bancarios a 1.4 pesos por dólar (préstamos a 1.00).
11 de febrero	El mercado de divisas se abre plenamente; el peso cae a alrededor de 2 por dólar.
25 de marzo	El precio de venta del dólar en transacciones al por menor se acerca a 4 pesos por un dólar antes de rebotar.
22-25 de abril	Feriado en los bancos. El ministro de Economía Jorge Remes Lenicov renuncia el 23 de abril. El Congreso aprueba una ley reforzando la base legal del congelamiento de depósitos el 25 de abril.

Fuente: Reportes de prensa. La Nacion, fechas múltiples.

La visión convencional de la crisis de Argentina que se desarrolló en el 2001 fue que:

- El sistema monetario de Argentina, localmente conocido como “convertibilidad,” era una caja de conversión.
- La tasa de conversión del peso de 1 por dólar hizo que el peso se sobrevalorara continuamente y
- como resultado, las exportaciones de Argentina sufrieron, desencadenando la recesión y la moratoria en los pagos.

De acuerdo con esta visión convencional, la manera de poner fin a la recesión era permitir que el peso flotara. Sin embargo, los argentinos tenían muchos de sus depósitos y préstamos bancarios en dólares precisamente porque tenían miedo de que, de permitirse la fluctuación, se desencadenaría una severa depreciación, por lo que la visión convencional recomendaba la “pesificación.”⁶

⁶ Economistas, dentro de Estados Unidos, que apoyan la visión convencional se encuentran Olivier Blanchard (Massachusetts Institute of Technology), “Argentina’s Symbols Crash against Reality,” *Nation* (Bangkok, 17 de diciembre, 2001); Michael Bordo y Ricardo Chang (Rutgers University), “Throw Away the Dollar Peg,” *Financial Times*, 7 de junio del 2001, p. 21; Martin Feldstein (Harvard University), “Argentina’s Fall—Lessons from the Latest Financial Crisis,” *Foreign Affairs*, Marzo-Abril 2002, pp. 8-14; Ricardo Hausmann (Harvard University’s Kennedy School of Government), “A Way Out for Argentina,” *Financial Times*, 30 de octubre, 2001, p. 23; Paul Krugman (Princeton University) “Crying with Argentina” *New York Times*, 1 de enero, 2002, p. A21; Allan Meltzer (Carnegie Mellon University), Comentarios en la conferencia del American Enterprise Institute “Who Lost Argentina?” Washington, 5 de febrero del 2002; Michael Mussa (Institute for International Economics), “Fantasy in Argentina,” *Financial Times*, 11 de noviembre, 2001, p.23; Michael Mussa, “Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy,” Artículo para el Institute for International Economics, 25 de marzo, 2002, www.iie.com/papers/mussa0302-1.htm; Nouriel Roubini (New York University) “Should Argentina Dollarize or Float? The Pros and Cons of Alternative Exchange Rate Regimes and Their

El gobierno siguió ese consejo. Los argentinos ya han saboreado su amargo fruto, incluyendo una rápida devaluación del peso. Es esencial entender por qué estaba tan equivocada la visión convencional para obtener un diagnóstico apropiado para ponerle fin a la crisis.⁷

3.2.1 Errores de la Visión Convencional

La “convertibilidad” no era una caja de conversión ortodoxa. Pocos analistas de cajas de conversiones han distinguido entre cajas ortodoxas y no ortodoxas.⁸ Como lo he enfatizado en escritos realizados con Steve Hanke que datan de 1991, el sistema de convertibilidad nunca fue una caja de conversión ortodoxa.⁹ Más bien era un sistema similar a la caja de conversión, que dejaba al banco central intacto (Banco Central de la República de Argentina o BCRA) con poderes

Implications for Domestic and Foreign Debt Restructuring/Reduction,” 2 de diciembre del 2001, www.stern.nyu.edu/globalmacro; Martin Uribe (University of Pennsylvania), citado en Jenalia Moreno, “Free Floating of Currency Cheered,” *Houston Chronicle*, 12 de febrero del 2002, sección de negocios, p.6; Thomas D. Willett (Claremont Graduate University) “Crying for Argentina,” *Milken Institute Review*, 2do trimestre 2002, pp. 50-59, www.milkeninstitute.org/poe.cfm?point=pub03; John Williamson (Institute for International Economics), citado por Bill Hieronymous, “IIE’s John Williamson Comments on Argentina’s Financial Crisis,” comunicado de prensa de Bloomberg, 31 de diciembre del 2001. Aun Jeffrey Sachs (entonces de Harvard University), quien ha apoyado la dolarización en Argentina, ha afirmado que el peso estaba sobrevalorado y que la flotación podría tener beneficios, ver “A Crash Foretold,” *Time International* (Latin America), 14 de enero del 2002, p.17. Un ejemplo de cómo el gobierno ha hecho eco de la visión convencional es el artículo de Eduardo Duhalde “Rebuilding Argentina,” *Washington Post*, 22 de abril, 2002, p.A19.

Cato Institute • www.elcato.org

⁷ Steve H. Hanke hizo comentarios sobre la crisis de Argentina conforme se desarrollaba en una serie de artículos, algunos de los cuales están disponibles en www.cato.org/current/argentina/index.html y www.forbes.com/hanke.

⁸ Entre los que han sido incapaces de hacer la distinción se encuentran Eduardo Luis Curia, “Los años noventa y el currency board: del éxtasis a la frustración”, en *La Economía Argentina Hoy*, ed. Marcelo Ramón Lascano (Buenos Aires: Editorial El Ateneo, 2001), pp.141-59; Paul Krugman, “A Cross of Dollars,” *New York Times*, 7 de noviembre del 2001; Nouriel Roubini, “The Case against Currency Boards: Debunking 10 Myths about the Benefits of Currency Boards,” 1998, www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/CurrencyBoardsRoubini.html; y la mayoría de las publicaciones del personal del FMI, tales como Tomás J. T. Baliño y Charles Enoch, eds. *Currency Board Arrangements: Issues and Experiences*, FMI Occasional Paper 151 (Washington: International Monetary Fund, 1997).

⁹ Steve H. Hanke y Kurt Schuler. *¿Banco Central o Caja de Conversión?* (Buenos Aires: Fundación República, 1991); idem, “Argentina Should Abolish its Central Bank”, *Wall Street Journal*, 25 de octubre de 1991, p. A15; idem (con Lars Jonung), *Russian Currency and Finance: A Currency Board Approach to Reform* (London: Routledge, 1993), pp.72-77; idem, *Currency Boards for Developing Countries: A Handbook* (San Francisco: Centro Internacional para el Crecimiento Económico, 1994) pp.47-51; e idem, “A Monetary Constitution for Argentina: Rules for Dollarization,” *Cato Journal* 18, no.3 (Invierno de 1999); 405-19, www.cato.org/pubs/journal/cj18n3/cj18n3-11.pdf.

discrecionales importantes. Una caja de conversión ortodoxa tiene tres características principales que la definen:

1. Una tasa de cambio fijo con una moneda ancla
2. Convertibilidad plena a la moneda ancla a esa tasa de cambio y
3. Reservas equivalentes al 100% o ligeramente superiores de sus pasivos monetarios, mantenidas exclusivamente en activos extranjeros.

Esas tres características combinadas implican que una caja de conversión ortodoxa no deja espacio para medidas discrecionales en política monetaria. El sistema de convertibilidad ha carecido, en ciertos momentos, de una, dos o tres de esas características:

Tasa de Cambio: La tasa de cambio de 1 peso por dólar se mantuvo desde Abril de 1991 hasta Enero de 2002. Sin embargo, Domingo Cavallo, al convertirse en ministro de Economía y Finanzas en Marzo del 2001, anunció un plan para pasar del dólar como única moneda vínculo a una canasta compuesta en un 50% por el dólar y en un 50% por el euro. La ley que puso en marcha dicho plan fue aprobada en Junio. La disposición de Cavallo de manipular la tasa de cambio que se usaba como ancla hizo que la gente se preguntara si otras características del sistema de convertibilidad también estaban inseguras. Las tasas de interés interbancarias en pesos inmediatamente se duplicaron y nunca volvieron a sus niveles anteriores por un periodo sostenido.¹⁰

Plena convertibilidad: Cuando se introdujo la convertibilidad del sistema en abril de 1991, casi no había controles de cambio, y los que existían fueron eliminados posteriormente. La tasa de cambio era una tasa única. El 19 de junio del 2001 el gobierno empezó a ofrecer una tasa de cambio preferencial a los exportadores—

¹⁰ Ley 25.445, modificando la ley 23.928 (La Ley de Convertibilidad); y Banco Central de la República de Argentina, www.bcra.gov.ar/pdfs/estadistica/bai2001.xlw. Se puede encontrar información sobre las leyes económicas argentinas en Infoleg, un servicio del Ministerio de Economía,

un tipo de discriminación que es opuesto al espíritu de la caja de conversión ortodoxa. El 1° de diciembre de 2001 el gobierno anunció el congelamiento de los depósitos bancarios (corralito).¹¹

Reservas: La Ley de Convertibilidad, la cual estableció el sistema de convertibilidad, estipulaba que el banco central debería mantener reservas extranjeras totalmente disponibles de al menos el 100% de sus pasivos monetarios pero permitía al banco central incluir bonos en divisas del gobierno argentino como parte de las mismas, pudiendo representar como máximo una tercera parte del total de esas reservas. Los bonos no eran reservas “puras.” No existía una proporción máxima de reservas. En el transcurso del 2001, la proporción de las reservas extranjeras puras con respecto a los pasivos extranjeros del banco central varió del 193% el 23 de febrero al 82% al final de año.¹² En un sistema de caja de conversión convencional, las reservas deberían haberse mantenido constantemente cercanas al 100%.

3.3 Presuntas Causas de la Crisis

Sobrevaloración: El peso no estaba sobrevaluado continuamente. Hay tres sentidos en los cuales una moneda puede estar sobrevaluada. En el sentido más preciso y fácilmente observable, una tasa de cambio fija o supuestamente fija está sobrevalorada si, a esa tasa, la demanda para vender la divisa sobrepasa la disponibilidad del banco central de comprar la divisa. En la medida en que el banco central de Argentina actuó como una caja de conversión ortodoxa y sostuvo reservas extranjeras iguales a sus pasivos monetarios, la sobrevaluación en este sentido no podía ocurrir, porque el peso era simplemente una especie de antesala para el dólar. En ocasiones durante la vigencia del sistema de convertibilidad, el banco central sostuvo reservas extranjeras puras (esto es, sin contar los bonos del gobierno argentino) por debajo del 100%, pero posteriormente las rewertió al

¹¹ Decreto 803/2001; y Decreto 1570/2001.

¹² Banco Central de la República Argentina, www.bcra.gov.ar/pdfs/estadistica/bas2001.xlw, columna F dividida por columna J.

100% o más con excepción del final: la proporción cayó por debajo del 100% el 30 de noviembre del 2001 y se mantuvo por debajo de ese porcentaje hasta que se devaluó el peso en enero del 2002.

Otro sentido en el que se puede hablar de que una moneda esté sobrevalorada es preciso en teoría pero más difícil de determinar en la práctica. En este sentido, una moneda está sobrevalorada si se desvía de un ideal de “dinero neutral” y hace que los precios caigan exclusivamente debido a una oferta de dinero y crédito menor a la óptima, y no porque haya una menor demanda de los bienes en sí mismos. Desde 1991 hasta parte del 2001, al seguir una política monetaria que muchos observadores consideraron demasiado estricta, el sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos pudo haber creado este tipo de sobrevaloración del dólar y, por extensión, del peso. Sin embargo, ¿hubiera el Banco Central de Argentina cometido menos errores que la Reserva Federal en el largo plazo? La abundante experiencia indica que no.

En un último sentido, más ambiguo, se dice que una moneda está sobrevalorada si, expresado en una moneda en común, algún indicador de precios ha aumentado en un país más que en otro y durante cierto período. Al hacer tales medidas, el período usado como base y la manera en que se realizan los cálculos son importantes. Los precios al consumidor en Argentina crecieron cerca de 30 puntos porcentuales más de lo que lo hicieron en Estados Unidos desde marzo de 1991 (justo antes de que empezara el sistema de convertibilidad) hasta el inicio del 2001. Sin embargo, los precios al consumidor en San Francisco también se elevaron en 15 puntos porcentuales más que en Honolulu en el mismo período, y nadie ha propuesto que San Francisco debería emitir su propia moneda y devaluarla con respecto al dólar. Desde mediados de 1992 en adelante, la inflación acumulada en los precios al consumidor fue menor en Argentina que en los Estados Unidos. Una encuesta de precios en 58 de las ciudades más grandes del mundo en el 2000 descubrió que para una canasta de 111 bienes y servicios, ponderados por hábitos de consumo típicos—incluyendo tres categorías de

alquiler de renta, Buenos Aires ocupó el lugar 22.¹³ El lugar de Buenos Aires, en el segundo tercio de las ciudades encuestadas, correspondió a grosso modo con los estimados del producto interno bruto per cápita de Argentina en esa época. El índice Big Mac de *The Economist*, que compara los precios de las hamburguesas de McDonald's alrededor del mundo, indicó que el peso estaba subvaluado en 2% con respecto al dólar a principios del 2001.

Los precios al productor son más relevantes que los del consumidor como indicadores de competitividad de las exportaciones. Usando Marzo del 1991 como base, la inflación acumulada de Argentina menos la inflación acumulada en los Estados Unidos alcanzó su punto máximo de casi 15 puntos porcentuales a mediados de 1996. Cayó por debajo de 2 puntos porcentuales alrededor de Febrero de 1999; desde Diciembre del 2000 hasta el final del sistema de convertibilidad, fue negativo, indicando que el peso estaba subvalorado con respecto al dólar.¹⁴ Y aunque los modelos que estiman las tasas de cambio de equilibrio deben ser vistos con escepticismo, un cuidadoso estudio reciente ha estimado que desde 1993 hasta 1999 (el periodo para el cual el estudio hizo los cálculos) el peso ha estado siempre dentro del 6% de la llamada tasa de cambio real de equilibrio fundamental.¹⁵ Finalmente, el FMI calculó que la llamada tasa de cambio efectiva real multilateral basada en el costo de unidad trabajo había estado cayendo en general desde 1993, indicando un aumento en la competitividad.

¹³ UBS Suiza, "Prices and Earnings around the Globe: An International Comparison of Purchasing Power." 2000, p. 6, en la pagina www.ubs.com/e/index/about/research/economicresearch.new-dialog.0007.Upload5.pdf/p100e1o.pdf.

¹⁴ Para índices de precios de Estados Unidos, ver U.S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics, <http://data.bls.gov/cgi-bin/surveymost?bls>. El índice de precios al productor es el índice de bienes terminados sin ajustar. Para índices de precio al consumidor en ciudades particulares de los Estados Unidos, ver <http://data.bls.gov/labjava/outside.jsp?surey=cu>. Para índices de precios de Argentina, ver Instituto Nacional de Estadística y Censos, www.indec.mecon.gov.ar/DEFAULT.HTM. El índice de precios al consumidor es para el gran área de Buenos Aires. Una manera de argumentar que el peso estaba sobrevalorado es decir que el gobierno escogió una mala tasa de cambio al inicio, pero aquellos que creen en el asunto de la sobrevaloración dicen que el peso solo se sobrevaloró después.

¹⁵ Kalin Hristov, Banco Nacional Búlgaro, "FEER and Currency Boards: Evidence from the 90's," documento presentado en el Centro de Estudios de Banca Central (Bank of England) Conferencia sobre Tasas de Cambio, 26 de noviembre del 2001, p.25; y Fondo Monetario Internacional, *Third Review under the Stand-By Arrangement...* Junio 2001, p.10 www.imf.org/external/pubsft/scv/2001/cr0190.pdf.

Se ha sugerido que el financiamiento externo de la deuda del gobierno de Argentina creó una gran entrada de capital que empujó los precios considerablemente más de lo que hubiera sido de otra forma. Eso puede ser cierto, pero no quiere decir que el peso se sobrevaloró constantemente en ninguno de los dos sentidos precisos mencionados anteriormente. La causa de los altos precios y los remedios apropiados (corte de gastos o moratoria en la deuda) son ambos un asunto separado de la tasa de cambio. Los críticos de la tasa de cambio rígida del peso con el dólar confundieron los altos costos y el problema en las finanzas gubernamentales con una sobrevaloración. El peso ahora está subvaluado según la mayoría de las medidas, pero Argentina sigue siendo un país de altos costos para producir muchos bienes porque carece de un sistema legal eficiente, un sistema de impuestos que estimule la empresa y el cumplimiento de regulaciones, leyes de trabajo flexibles y otras instituciones que están fuera de la esfera de la política monetaria.¹⁶ Las violaciones masivas a los derechos de propiedad que el gobierno de Duhalde ha cometido han aumentado esos costos.

Decir que el peso no estuvo sobrevalorado continuamente bajo el sistema de convertibilidad no quiere decir que es posible regresar a la vieja tasa de 1 peso por dólar. Desafortunadamente, las políticas del gobierno de Duhalde han destruido la riqueza a gran escala y han empezado a causar inflación, por lo que cada día el marco institucional y la estructura de precios en la economía se alejan más de lo que eran en el 2001. Regresar a la vieja tasa de cambio requeriría una deflación que revirtiera la inflación actual, remediando un error con otro.

Exportaciones: La solidez del peso no aplastó las exportaciones. El sistema de convertibilidad y otras reformas del gobierno de Menem llevaron a cambios profundos y con frecuencia dolorosos en la economía de Argentina al adaptarla a

¹⁶ Para comparaciones de Argentina con otros países, ver Simeon Djankov et al., "The Regulation of Entry", National Bureau of Economic Research working paper 7892, septiembre del 2000, p. 36, www.nber.org; James Gwartney y Robert Lawson con Charles Skipton y Walter Park, *Economic Freedom of the World Report 2001* (Vancouver: Fraser Institute, 2001) www.fraserinstitute.ca/publications/books/efw2001; y Gerald P. O'Driscoll Jr., Kim R. Holmes y Mary Anastasia O'Grady, *2002 Index of Economic Freedom* (Washington: Heritage Foundation, 2002), www.heritage.org/index/2002; Ver también World Economic Forum, *Global Competitiveness Report* (New York: Oxford University Press, 2001); los puestos de los países están disponibles en www.weforum.org/pdf/gcr/OverallCompetitivenessRankings.pdf.

una mayor apertura al mundo externo. Las importaciones crecieron rápidamente, siendo en su mayor parte utilizadas para el consumo o para servicios tales como la modernización del anticuado sistema de teléfonos. El patrón de Argentina era tener déficit comerciales durante expansiones económicas y superávit comerciales durante recesiones. Las exportaciones de bienes aumentaron cada año bajo el sistema de convertibilidad (1992 a 2001) excepto en 1999, cuando Brasil, el mayor socio comercial de Argentina, sufrió una crisis monetaria. Las exportaciones en el 2001 apenas excedieron las del 2000, pero eso fue porque el congelamiento de los depósitos bancarios en diciembre del 2001 mató al comercio en general. El sector de exportaciones fue uno de los pocos aspectos brillantes de la economía argentina. La afirmación de que las exportaciones de Argentina cayeron después de 1999 o que el déficit comercial de Argentina aumentó en los últimos años no se basan en un examen de las estadísticas que se encuentran fácilmente disponibles.¹⁷

El crecimiento en las exportaciones no está limitado a materias primas; las exportaciones de bienes manufacturados también aumentaron durante el año 2000. Tampoco parece que la devaluación de la moneda de Brasil en Enero del 1999 haya hecho que las exportaciones de Argentina hayan perdido competitividad de forma permanente. Las exportaciones a Brasil, incluyendo aquellas de bienes manufacturados, aumentaron en el 2000 con respecto a 1999. La devaluación de Brasil fue un hecho desafortunado para los exportadores de Argentina, pero la experiencia del peso flotante sugiere que devaluar el peso para seguir siendo “competitivo” con el real brasileño en 1999 hubiera empeorado las cosas para la economía como un todo.

Viendo más allá del comercio de bienes dentro de la cuenta corriente, la cual

¹⁷ En un artículo que data de Marzo del 2001, Martin Feldstein, uno de los economistas más reconocidos en Estados Unidos, escribe que Argentina tiene un “creciente déficit comercial,” mientras que de hecho tuvo superávit comercial en el 2000 y 2001. Martin Feldstein, “Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and Management,” National Bureau of Economic Research working paper 8837, marzo del 2002, p.8, www.nber.org. Para estadísticas, ver Instituto Nacional de Estadística y Censos, en la pagina www.indec.mecon.gov.ar/DEFAULT.HTM.

también incluye el comercio de servicios, los ingresos de inversión y las transferencias tales como los envíos de dinero de los trabajadores, Argentina tuvo un déficit cada año del sistema de convertibilidad. El mayor factor detrás del déficit fue el pago de intereses a inversionistas extranjeros. Un déficit persistente en la cuenta corriente no es inherentemente malo, ni indica necesariamente una moneda sobrevalorada o el peligro de una crisis de divisas, especialmente para un país que tenga convertibilidad en la cuenta de capitales (tal como Argentina durante la mayor parte de la vigencia del sistema de convertibilidad). Estados Unidos ha tenido un déficit de cuenta corriente todos los años desde 1982, con excepción del año de recesión 1991; también ha tenido déficit en la balanza comercial todos los años desde 1976.

3.4 Las Verdaderas Causas de la Crisis

La deuda de Menem: Como hemos visto, la explicación convencional de la crisis no pasa la prueba empírica. La principal causa de la crisis no fue el tipo de cambio sino el mal manejo de las finanzas gubernamentales, en particular la deuda del gobierno (no “la deuda externa” en general). El problema empezó durante la presidencia de Carlos Menem. Después de poner en vigencia reformas ambiciosas y generalmente beneficiosas durante su primera administración, Menem desperdició la mayor parte de su segundo gobierno tratando de conseguir apoyo para una segunda reelección inconstitucional. Hubo reformas significativas, pero Menem evitó atacar los grandes problemas como leyes laborales rígidas, la ineficiencia de las organizaciones obligatorias del cuidado de la salud, y el exceso de trabajadores en las burocracias gubernamentales. Argentina tuvo suerte de tener a Menem durante su primer período y una pequeña parte de su segundo. A pesar de que hay problemas que se pueden rastrear hasta su presidencia, dado el desempeño de sus predecesores y sucesores, es difícil imaginar un mejor desempeño de los otros políticos que tuvieron posibilidades reales de ser electos presidentes. Sin embargo, si Menem hubiese tenido éxito en su empresa de ser electo una tercera vez, la democracia en Argentina hubiera sufrido un fuerte golpe.

En el gobierno de Menem, Argentina sufrió dos perturbaciones externas desfavorables: la crisis monetaria del Este Asiático (la cual disminuyó la inversión en mercados emergentes en general) y la devaluación de la moneda de Brasil. Además, según algunas medidas, la política monetaria del Sistema de la Reserva Federal fue muy estricta desde 1999 hasta algún momento del 2001. Sin embargo, es importante poner en perspectiva estas perturbaciones externas. El comercio de Argentina con Brasil (importaciones más exportaciones de bienes, divididos entre 2) fue menos del 2.5% del PIB hasta la reciente devaluación del peso, y el comercio total de bienes ha estado por mucho tiempo por debajo del 10% del PIB. Con respecto a la política monetaria de la Reserva Federal, es dudoso que a Argentina le hubiera ido mejor bajo un sistema de tipo de cambio flotante, tal como el que ahora tiene. Hubo factores internos que fueron mucho más importantes que los externos en la creación de la crisis argentina.

Menem le legó al presidente Fernando de la Rúa una deuda gubernamental en aumento. En los primeros años de la presidencia de Menem, el crecimiento económico e ingresos provenientes de la privatización (una sola vez) mantuvieron balanceado o casi balanceado al presupuesto federal. Desde 1994, el presupuesto federal ha estado en un déficit continuo, aún en años de buen crecimiento económico. Año tras año la deuda ha aumentado, y la deuda más los intereses crecieron mucho más rápido que la economía. A finales de 1994, la deuda bruta del gobierno federal era de cerca de \$70.000 millones—no muy por encima de su nivel de cinco años antes, cuando Menem llegó a la presidencia. El PIB creció rápidamente y fue de \$257.000 millones. Al tercer trimestre del 2001, la deuda era el doble de grande, de \$141.000 millones, mientras que el PIB era de \$271.000 millones—solo 5% mayor que el de 1994 en términos nominales y menor en términos reales por persona.¹⁸

Los aumentos en los impuestos durante el gobierno de De la Rúa: El

¹⁸ Estadísticas del Ministerio de Economía, Secretaría de Finanzas, “Main Macroeconomic Indicators,” www.mecon.gov.ar/download/financiamiento/newinf.xls. El gobierno federal recientemente ha asumido la responsabilidad de parte de la deuda de las provincias.

presidente De la Rúa no creó el problema de la deuda, pero su gobierno respondió incorrectamente al mismo cuando decretó tres grandes aumentos impositivos. El primero, que tuvo vigencia a partir de Enero del 2000, aumentó las tasas de impuesto al ingreso para personas que ganaban más de 30,000 pesos por año; hizo gravables las prestaciones de jubilación superiores a 24,000 pesos al año; y aumentó el impuesto a la riqueza (impuesto a los activos), a las bebidas, a los automóviles y el impuesto especial al tabaco. La denominada Ley de Competitividad impuso un gravamen a las transacciones financieras, el cual entró en vigencia a principios de Abril del 2001. La tasa se estableció inicialmente en un 0.25% y posteriormente fue elevada al 0.4%. En Agosto del 2001, el gobierno aumentó el impuesto a las transacciones financieras por decreto al máximo legal del 0.6% por ciento, en el cual aún se encuentra.¹⁹ (El gobierno también recortó gastos, pero los intentos del ministro de Economía, Ricardo López Murphy, de hacer recortes drásticos en Marzo del 2001 le valieron la salida del gabinete en tan sólo 2 semanas).

Los aumentos en los impuestos sofocaron a la economía que estaba en recuperación. El impuesto a las transacciones financieras tiene una tasa mucho más alta de lo que es evidente a primera vista porque es un impuesto con efecto “cascada.” En otras palabras, como el impuesto se impone sobre el valor bruto y no sobre el valor agregado en cada etapa de la producción, se puede someter el mismo bien a este impuesto varias veces en su trayectoria de la producción a la venta.²⁰ Conforme la economía se reducía debido a la alta carga impositiva, el

¹⁹ Ley 25.239; Ley 25.413 (Ley de Competitividad); Decreto 380/2001 y Decreto 969/2001. La otra ley clave de este período es la ley 25.453 (Ley de Déficit Fiscal Cero).

²⁰ Para desestimular la evasión del impuesto a las transacciones financiera, se decretó que todos los pagos por encima de los 1.000 pesos tenían que hacerse a través del sistema bancario para ser reconocidos como legales. Para entender la naturaleza de “cascada” del impuesto a las transacciones financieras, supongamos que una misma compañía corte árboles, sea la dueña del aserradero que los convierte en papeles, imprima periódicos, los vaya a dejar a los puestos de venta en su propia flota de camiones de entrega, y sea dueña de los puestos de venta. Puede manejar todas las transacciones financieras en sus propios libros, sin recurrir al sistema bancario, así que no paga impuestos a las transacciones financieras. Si hay una compañía independiente que maneja cada etapa de la producción, entonces es probable que cada compañía haga y reciba pagos a través del sistema financiero en una cadena de pagos que corresponde a las etapas de la producción. El monto total de pago por los troncos habrá sido sometido al impuesto cinco veces, una por cada etapa de la cadena de pago.

gobierno tenía mayor dificultad en encontrar financiamiento para su deuda, porque los prestamistas potenciales temían una eventual moratoria.

La interferencia de Cavallo con el peso: A pesar de los problemas con la deuda gubernamental, el peso y el sistema bancario se mantuvieron bastante sólidos hasta marzo del 2001, cuando Domingo Cavallo fue nombrado ministro de Economía y Finanzas. Cavallo había expresado anteriormente la opinión de que el peso debería eventualmente flotar, y aparentemente, él consideraba que el cambio del dólar como moneda ancla del peso al uso de una canasta, mitad dólar mitad euros, representaba un paso en esa dirección. Las tasas de interés interbancario en pesos inmediatamente se duplicaron. Se dio inicio a una estampida silenciosa de los bancos cuando los depositantes que desconfiaban del gobierno sacaron su dinero. Otra mala señal para la estabilidad a largo plazo del peso fue que en abril, Pedro Pou, el presidente de mente independiente del banco central, quien prefería la dolarización a la devaluación, fue destituido bajo cierto pretexto, a favor del más flexible, Roque Maccarone.

En junio del 2001 el sistema de convertibilidad original estaba definitivamente acabado. El Congreso aprobó cambiar la tasa de cambio vínculo en el momento en que el euro se apreciara a 1 por dólar. Y, lo que es más importante, Cavallo anunció una tasa preferencial de cambio para exportaciones—una tasa de cambio dual. Esto es contrario tanto a la intención del sistema original de convertibilidad como a la de la caja de conversión ortodoxa. Las medidas de Cavallo muestran que el gobierno estaba muy dispuesto a manipular el sistema de convertibilidad. En episodios previos, cuando la confianza en el peso se había debilitado, el gobierno había respondido, algunas veces después de un retraso agonizante, reafirmando el vínculo con el dólar y el compromiso de mantener una única tasa de cambio. Al quitar esas piedras fundamentales del sistema de convertibilidad, Cavallo dejó el edificio tambaleante.

El congelamiento de los depósitos bancarios impuesto el 1 de diciembre, en

respuesta a los retiros masivos del 30 de noviembre, fue el golpe final. Los argentinos recordaron cómo la alta inflación durante congelamientos similares en 1982 (con Cavallo como ingeniero) y 1989 les habían robado el valor real de sus ahorros. Cavallo y De la Rúa renunciaron ante las protestas generalizadas.

La destrucción por parte de Duhalde de los derechos de propiedad: El interregno de tres presidentes entre De la Rúa y Duhalde fue notorio principalmente por la moratoria de la deuda externa declarada por el entonces presidente Adolfo Rodríguez Saá el 23 de diciembre de 2001. Para entonces, la moratoria era inevitable, dada la desorganización del gobierno. Sin embargo, el gobierno pudo haber aislado sus propios problemas financieros del resto de la economía.²¹ En vez de eso, el presidente Duhalde escogió el camino de la contaminación. Su idea principal de política económica ha sido sacar al dólar del sistema financiero. La Ley de Emergencia Pública y la Reforma del Régimen de Tipo de Cambio, aprobada el 6 de enero del 2002, y las medidas que el gobierno ha anunciado desde entonces han provocado una destrucción masiva de los derechos de propiedad.²² Las medidas incluyen las siguientes:

- Devaluación del peso a 1.4 por dólar y posteriormente una tasa de cambio flotante.
- Pesificación obligatoria de depósitos bancarios en dólares a una tasa de 1.4 pesos por dólar y de los préstamos en dólares a 1 peso por dólar.
- Pesificación forzada de contratos en dólares a un peso por dólar.
- Incautación de las reservas en dólares de los bancos.

²¹ Muchos economistas creen que cuando un gobierno se encuentra con problemas financieros, la moneda se debe depreciar. Ésta ha sido la práctica general de muchos gobiernos a nivel nacional, pero obviamente no lo es para niveles inferiores del gobierno, porque ellos no emiten su propia moneda. De igual forma, tampoco es inevitable para los gobiernos nacionales depreciar su moneda en vez de declarar una moratoria en la deuda o reorganizar de alguna otra forma sus finanzas.

- Controles de cambio (restricciones en la compra de dólares y otras divisas extranjeras).
- Nuevos impuestos y regulaciones, introducidos de una manera no coordinada y sometidos a una revisión diaria.

Además, el presidente Duhalde y su primer ministro de Economía, Jorge Remes Lenicov, intentaron sin éxito obtener el apoyo del Congreso de Argentina para la conversión obligatoria de muchos depósitos bancarios a bonos gubernamentales. Remes Lenicov renunció el 23 de abril después de que quedó claro que el Congreso no iba a aprobar la propuesta, al menos no en su forma original y no en ese momento.

A pesar del intento del gobierno de eliminar el dólar, los dólares son más buscados y la tasa de cambio del peso con el dólar es un foco de mayor atención que en ningún momento desde 1991, antes de que el sistema de convertibilidad se estableciera.

En Marzo del 2002 dió inicio una ola de moratorias o problemas de liquidez en algunas de las mayores compañías argentinas. Entre las compañías afectadas se encuentran Metrogas, Telecom Argentina, Aguas Argentinas y los bancos Banco Galicia y Scotiabank Quilmes. El resultado será la renacionalización oficial o no oficial de los servicios básicos, del sistema financiero, y quizás de otros sectores de la economía. Las políticas del gobierno de Duhalde están haciendo que Argentina regrese al modelo económico fallido que provocó tantos problemas en los ochenta y que tuvo que ser descartado entre 1989 y 1991. Lo que se necesita ahora es restablecer los derechos a la propiedad privada y protegerlos de un gobierno que valora poco su importancia para la creación y el mantenimiento de la riqueza.

²² Ley 25.561; ver también Decreto 71/2002 y Ministerio de Economía, Resolución 6/2002. Entre otras cosas, la Ley 25.561 suspendió hasta diciembre del 2003 la Ley 25.466, la cual se suponía que garantizaba la seguridad de los depósitos.