

## La fidelidad a la convertibilidad

por Hernán Neyra<sup>1</sup>



### **Introducción**<sup>2</sup>

El atractivo psicológico de fórmulas tan simples como que un dólar equivale a un peso fueron muy fuertes para los argentinos. Y así la clase media se empobreció abrazada a la idea de que podía vivir como la clase media europea.

Hasta el último momento, los argentinos querían que sobreviviera. Y después de muerta, siguen aferrados a ella como a la fuente de pasados momentos mágicos y felices, en los que todo era posible. Si bien es casi folklórico el anhelo argentino de volver atrás, parece importante saber si vale la pena seguir esperando que vuelva, frente a su tumba, llorando porque ya no está.

### **El año clave: 1999**

La elección presidencial traía el fin de los dos mandatos consecutivos del hasta entonces presidente, Carlos Menem (justicialista). Las fórmulas principales, De la Rúa - Alvarez (Alianza UCR - Frepaso) y Duhalde - Ortega (Partido Justicialista), se llevaron el 48% y el 38% de los votos respectivamente. Sus propuestas de campaña eran bien distintas.

El actual presidente, Eduardo Duhalde (asumido tras la caída de De la Rúa y dos interinatos de menos de 10 días) insistía con el cambio de "modelo". Sostenía que la convertibilidad estaba agotada y se llevó el menor porcentaje de votos de la historia del PJ en una elección presidencial.

<sup>1</sup> Licenciado en Economía (UBA) y Master en política económica (IDES)

<sup>2</sup> La obra en esta página es "La fidelidad", de Alfred De Dreux.

De la Rúa, por su parte, se presentaba como el continuador de las políticas de los noventa, pero asegurando eficiencia, decencia y administración. Era cambiar para que nada cambie. Otra de las tantas inconsistencias del discurso político local.

A esas alturas, el déficit público consolidado era del orden de los \$10.000 millones, el déficit de cuenta corriente de más de \$9.000 millones, se habían privatizado casi todas las empresas públicas, se habían hecho reiterados canjes de deuda, se habían firmado e incumplido innumerables acuerdos con el FMI, el desempleo superaba el 20% de la población en edad de trabajar, la concentración de la riqueza había llegado a niveles comparables con el promedio latinoamericano, cuando siempre la Argentina había sido la excepción. La economía llevaba un año y medio de recesión, el déficit comercial rondaba los \$4.000 millones y nuestro país registraba los peores índices comparados en deuda, apertura comercial, desempleo y déficit fiscal.

¿Podía suponerse que esa situación no había sido provocada por la misma convertibilidad? Pero ¿cómo podía atribuírsele a la convertibilidad si nunca nadie entendió qué era?

### ***La convertibilidad en acción***

En marzo de 1991 la Argentina se encaminaba al tercer pico hiperinflacionario en menos de dos años. El régimen de alta inflación inaugurado en 1975<sup>3</sup>, llegaba a su fin en medio de una explosión de precios, cortes en la cadena de pagos y la parálisis del aparato productivo.

Para una situación desesperante, se tomó una medida desesperada: la casi eliminación de la moneda local. La convertibilidad era un retroceso de 200 años en la historia monetaria: era volver a una moneda patrón. El efecto esperado, según se decía, era recuperar la moneda nacional. El efecto obtenido, según lo verificado, fue la adopción del dólar como moneda de cambio y de ahorro, convalidando la situación iniciada en forma masiva en 1989. En aquel entonces, el dólar se buscó como refugio a la inflación galopante. En 1991 no se hizo más que convalidar lo que de hecho se daba: tener dos monedas.

La diferencia entre las dos estaba dada porque los australes (la moneda en aquel entonces) no podían ser emitidos sino contra la existencia de un dólar en el Banco Central. Por esto se confundían las cosas. Había dos cláusulas de "uno a uno". Por una parte estaba la imposibilidad de emitir moneda si no había dólares, y por otro el tipo de cambio que había sido fijado por ley en 10.000 australes (iguales a un peso convertible) equivalente a un dólar. Notablemente, la conjunción de ambas fue atroz. Veamos por qué.

### ***Cómo se terminó con la inflación***

El plan de convertibilidad fue una extraña y heterodoxa jugada de la más exquisita ortodoxia, lo cual desconcertó a muchos. Pero el éxito se debió a causas concurrentes. Veamos.

Hacia 1989 la fórmula Menem - Duhalde había ganado las elecciones con una incongruente promesa: "revolución productiva, salarizado y dólar recontraalto". Es evidente para cualquier economista que las dos variables, salarios altos y tipo de cambio alto, son incompatibles entre sí<sup>4</sup>. Pero para los argentinos todo es posible hasta que verifican por sí que no lo es.

---

<sup>3</sup> "El régimen de alta inflación y el nivel de actividad"; Frenkel, Roberto; Doc. 26, CEDES, Buenos Aires, 1989.

<sup>4</sup> "Teoría y práctica del liberalismo"; Canitrot, Adolfo; EN: Desarrollo Económico 82, IDES, Buenos Aires, 1981.

En la primera etapa de gobierno se optó por el dólar recontraalto. Y la hiperinflación volvió, tan inesperadamente como se había ido unos pocos meses antes. La lógica era: con una alta capacidad ociosa y un tipo de cambio alto, la producción de exportables tiene que despegar. El problema era que se había alcanzado un pico histórico de desempleo (7,7% en mayo de 1989) que era "intolerable", y con la inflación que había alcanzado el 200% mensual en julio de 1989, los salarios estaban deprimidos y el consumo de durables caía, además, por la inestabilidad. Las cláusulas indexatorias no hacían más que propagar la inflación en una típica espiral de precios - salarios. Todos los convenios laborales tenían distintas "cláusulas gatillo" que hacían que la inflación fuera incapaz de bajar frente al mes anterior. Esas mismas cláusulas habían servido durante los 14 años anteriores, asegurando una estabilidad precaria de precios relativos y perpetuando el régimen de alta inflación. De todas formas, como todos tenían comportamientos adaptativos, en términos reales no había grandes variaciones de precios ni salarios.

Hacia 1989 los distintos grupos sociales dejaron de tener comportamientos adaptativos para tenerlos confrontativos. La forma que encontraron varios de ellos de tener más riqueza, fue especular con el dólar. Así, los niveles de inversión bajaron abruptamente, destinando ese dinero a la especulación en dólares. El aumento del dólar era también causa de inflación ya que en una economía subdesarrollada, una importante cantidad de insumos son importados van atados al valor del dólar. Todos los bienes que eran importados o que tenían componentes importados aumentaban de precio reduciendo el valor de los salarios y haciendo más ricos a los que tenían dólares, por lo que mayor era la presión sobre los mercados de cambios. Y los bienes inmuebles, tanto como algunos muebles, pasaron a tener precios en dólares, a pesar de la prohibición legal.

Hacia 1990 se había intentado abrir la economía a las inversiones y productos extranjeros pero no había dado resultado. En 1991, con la asunción de Domingo Cavallo, cuarto ministro de economía<sup>5</sup> de la nueva administración, cambian las reglas de juego. Se sanciona la ley de convertibilidad del austral<sup>6</sup> y aparece la imposibilidad de emisión<sup>7</sup>. Lo que ocurrió fue que por primera vez había un tipo de cambio fijado por ley. Esto lo hacía "intocable", a pesar del show de decretos de necesidad y urgencia firmados hasta el momento modificando leyes. A la vez, desde el gobierno nada se hizo para evitar la inflación inercial de los primeros meses. Así en 1991 tuvimos un 60% de inflación en australes/pesos/dólares, que hizo que la apertura comercial anterior fuera realmente eficaz. La competitividad de la producción nacional quedó arrasada y sufrimos una verdadera avalancha de importaciones. Esto fue lo que terminó con la inflación: si un empresario aumentaba sus precios quedaba fuera del mercado porque no podría competir con la producción extranjera, cada vez más barata. El comportamiento confrontativo terminó sellando la suerte de los actores. Quienes aumentaron sus precios en 1991 terminaron desapareciendo como productores.

Por otra parte, se había confiado en que el Estado no emitiría australes o pesos. El mayor endeudamiento público hacía que entraran dólares, con los que se podían emitir australes o pesos, con lo que podía volver a haber crédito y reavivar el consumo. Así, en lugar de hacer política contracíclica, la autoridad económica se dedicó a sobreexpandir el producto, generando la imagen del "milagro argentino".

Pero el mayor de los logros fue la emisión argentina de dólares. Es asombroso notar que tantos acuerdos se firmaron con el FMI y nunca nadie tuviera nada que objetar al sistema financiero argentino que, se suponía, era el más sólido del mundo. La verdadera ficción argentina fue la de dar crédito en dólares a partir de depósitos en dólares. Como todo el mundo asumía que un peso

---

<sup>5</sup> Ya habían sido Ministros de Carlos Menem, Roig (1989), Rapanelli (1989), González (1990-91)

<sup>6</sup> Ley 23928, Convertibilidad del austral, Boletín Oficial del 30/03/91

<sup>7</sup> El diagnóstico era que la inflación se debía a la emisión de dinero descontrolada. Era erróneo: los ingresos fiscales disminuían al mismo ritmo de la inflación por el efecto Olivera-Tanzi y la política monetaria era pasiva, acompañando a la inflación y a las necesidades del fisco cada vez más deficitario por efecto de la inflación.

era como un dólar, se hicieron depósitos en pesos como si fueran dólares. Y los bancos, ya que se trataba de un simple asiento, entregaban dólares en préstamo como si realmente los hubieran tenido. Y los deudores pagaban en pesos, que eran equivalentes a dólares, por lo que los bancos los contabilizaban como si fueran dólares, ya que un peso era como un dólar. El resultado fue que había más dólares circulando que los efectivamente emitidos, reduciendo las tasas en dólares, facilitando el crédito, potenciando el *boom* de consumo y haciendo que el sistema fuera estructuralmente frágil a pesar de lo que dijeran las publicaciones oficiales. Con la abundancia aparente de dólares, no había muchas razones para suponer que el tipo de cambio no iba a sostenerse por siglos.

Entre las sorpresas del apoyo incondicional a la convertibilidad, se encuentra la indiferencia frente a una cláusula que prohibía la indexación y que nunca fue respetada. Sorprendente actitud argentina frente a la defensa irrestricta del "uno a uno" en todas sus formas mientras ignoraba el resto de la ley. Para proceder a privatizar todo el aparato productivo que estaba en manos del Estado, se procedió a conceder el derecho de indexar según la inflación norteamericana o por la tasa LIBO en otros, a concesionarias de rutas por peaje, eléctricas, distribuidoras de gas, telefónicas, etc. De esta forma, por decreto, se crearon dos status jurídicos: el de los comunes y el de las privatizadas. Esto resultó importante cuando tuvimos deflación, porque en los Estados Unidos seguía habiendo inflación, generando una monumental transferencia de ingresos proveniente de un privilegio prohibido por ley. Lo grosero fue que las tarifas se fijaron con márgenes de ganancias extraordinarios sin ese diferencial de tasas de inflación, por lo que en los últimos años, con deflación doméstica, la transferencia de recursos fue inusitada.

Lo grave es la interacción de todas las variables a la vez. Porque la prohibición de emitir obligó al endeudamiento externo público y privado<sup>8</sup>, a la privatización para hacerse de dólares y a la creación de los argendólares. La inflación inercial de los primeros meses aseguró el éxito futuro por la mayor apertura real por apreciación del tipo de cambio. El tipo de cambio bajo aseguró salarios altos en términos de dólar, lo que favoreció la ilusión de que todo era posible: entrada de capitales, baja inflación y altos sueldos, que eran la misma base de destrucción del sistema.

El tipo de cambio bajo implicaba la desaparición de la industria que no fuera competitiva con el resto del mundo<sup>9</sup>. Así aumentaron las importaciones en un verdadero proceso de sustitución de exportaciones, generando un permanente déficit comercial. Las ramas más dinámicas se transformaron en armadurías, salvo los sectores que habían sido promovidos durante los setenta y ochenta y el producto no dejaba de aumentar según las cifras oficiales<sup>10</sup>. Paralelamente, la destrucción industrial generaba un aumento desmesurado del desempleo. Y los sectores que podían administrar sus precios (banca, seguros, servicios, oligopolios, monopolios y privatizadas) generaban la más fenomenal transferencia de ingresos vista en nuestra historia.

### ***La cuestión del tipo de cambio***

Nada menos que 30 años atrás, un economista argentino hacía una importante distinción que luego parece haber quedado en el olvido<sup>11</sup>. Se trataba de distinguir eficiencia de productividad, a

---

<sup>8</sup> La convertibilidad creó un sistema de dinero pasivo. La cantidad de dinero quedaba determinada por la entrada de dólares. Pero hubo una política definida por mayor endeudamiento para aumentar la monetización de la economía, transformando el sistema en un híbrido de dinero pasivo con intervención activa del Estado.

<sup>9</sup> Ver Canitrot, Adolfo op. cit.

<sup>10</sup> "La estructura productiva argentina a mediados de los noventa"; Schvarzer, Jorge; Doc. 1; CEEED; Universidad de Buenos Aires, Buenos Aires, 1997.

<sup>11</sup> "La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio"; Diamand, Marcelo; EN: Desarrollo Económico 45; IDES; Buenos Aires, 1972.

partir de la relación con el tipo de cambio. Con un tipo de cambio bajo como el generado por la convertibilidad, nuestro país podía ser eficiente en algunas ramas en las que tuviera ventajas naturales como en la producción agropecuaria pampeana, o en combustibles por su propia existencia en nuestro subsuelo. Sin embargo, el tipo de cambio determinaba la desaparición de la productividad de las ramas que no tenían esa ventaja natural, como la industria. Para ser productivos en esas áreas había que introducir saber y técnica. Pero para hacerlo había que establecer una protección para la industria naciente. Porque si el tipo de cambio quedaba determinado por el sector "eficiente" se generaría un desincentivo para la construcción de otros sectores que podrían ser productivos. Esto, hoy en día, se conoce como la "enfermedad holandesa" y ha venido siendo estudiado como una novedad a pesar lo ya escrito.

Esta digresión es importante porque se aducía que el agro pampeano seguía exportando tanto como algunas ramas industriales, lo que parecía confirmar que el tipo de cambio era correcto. Sin embargo la evidencia de cierre de ramas industriales enteras y la sustitución de producción local por productos importados serían señal suficiente como para afirmar que el tipo de cambio no era el apropiado como para albergar industrias que no contaran con algunas ventajas.

Parece conveniente volver a hacer la distinción entre los "uno a uno". Porque ¿qué impedía alterar el tipo de cambio? Nada, salvo una ley que bien podría haber sido modificada estableciendo una nueva paridad "uno a dos" o "uno a tres" o "uno a diez". Sin embargo *la gente percibía que la convertibilidad era ese "uno a uno", que el tipo de cambio era la convertibilidad*. Pero podría haberse mantenido la convertibilidad con otro tipo de cambio ya que la convertibilidad de austral/peso, sólo decía que no se podría emitir sin respaldo en un dólar. Así, se podrían haber emitido dos pesos por dólar, o tres o diez y la regla se hubiera seguido manteniendo porque el Estado no emitiría pesos sin respaldo. Y hubiera sido tan difícil tener una corrida contra el peso como lo era con el tipo de cambio "uno a uno" porque habría tantos pesos emitidos como dólares habría para comprar al tipo de cambio establecido por ley.

### ***La cuestión de la tasa de interés***

Curiosamente, nunca nadie explicó por qué existía una diferencia entre las tasas en pesos y en dólares. Siempre pareció natural e incuestionable incluso para la autoridad monetaria. Sin embargo, el problema de fijar las cosas y pretender que la realidad se amolde a la teoría tiene el inconveniente de que rara vez sucede.

El diferencial en el tipo de cambio (la expectativa de devaluación) tenía que aparecer en algún lado. Y qué mejor para encontrarlo que el campo monetario, que es donde se juegan todas las cuestiones de poder. Si el tipo de cambio es uno, y no es el adecuado, pero a la vez la autoridad monetaria (caja de conversión) asegura proveer todos los dólares necesarios, la expectativa de devaluación debe estar oculta en otra variable. Era en la tasa de interés. Esto es lo que explica la diferencia entre las tasas en pesos y dólares. Había una expectativa de devaluación inocultable, pero había que saber verla<sup>12</sup>.

No debería sorprender, entonces, que tanto en la crisis de principios de 1995 como en la de 2001, las tasas en pesos duplicaran a las tasas en dólares, tanto activas como pasivas. Lo que se jugaba era la expectativa de devaluación del peso.

Tampoco sorprendió a la autoridad monetaria que los bancos no prestaran en pesos, a pesar de que debía ser uno de los pocos sistemas financieros del mundo que tenía excedente de depósitos y no bajaban las tasas de interés. Era racionamiento de crédito porque también se jugaba la

---

<sup>12</sup> Hoy la diferencia entre los tipos de cambio oficial y libre refleja la expectativa de devaluación.

expectativa de devaluación por fuera de la tasa. También en las cantidades los bancos estaban esperando la devaluación.

Pero el peor efecto de la convertibilidad era la imposibilidad de emitir. Si no pueden emitirse pesos para bajar las tasas, es evidente que la actividad caerá<sup>13</sup>. Y se cumple la profecía de devaluación porque la única forma de reactivar es a través de mayor endeudamiento, que genera un mayor peso de los intereses sobre el presupuesto y la necesidad de un mayor recorte presupuestario y más y nuevos impuestos, con la mayor baja en la actividad y menor recaudación.

### ***A modo de conclusión***

El mayor costo del crédito, el endeudamiento externo creciente, el déficit fiscal, la desocupación y la caída en la actividad fueron frutos de la convertibilidad y de su misma lógica de funcionamiento.

A diferencia de la vieja convertibilidad de 1899, en aquél entonces todo se solucionaba con una buena cosecha, según palabras del Ministro de Hacienda en 1901, Avellaneda, en una entrevista concedida a El Diario. Las buenas cosechas de 1903 a 1905 salvaron el régimen. Cien años después, las buenas cosechas no eran capaces, siquiera, de asegurar un saldo comercial favorable para la Argentina y menos aún de salvar a la convertibilidad. El respirador artificial de la nueva convertibilidad era el mayor endeudamiento, con la hipoteca que significaba a futuro.

Los diez años de convertibilidad nos han alejado de la vía del desarrollo; nos han llevado a niveles de pobreza y pauperización de la población más allá de lo tolerable; han diezmado a la industria y nos han dejado una deuda externa que duplica el producto bruto.

Con este legado, no parece valer la pena seguir velando a la convertibilidad. Muerta está y es hora de dejar de llorarla.

Buenos Aires, noviembre de 2002

---

<sup>13</sup> La fama de Alan Greenspan se basa en su "timing" para detectar estancamientos y para impulsar las tasas a la baja o para absorber dinero en épocas de recalentamiento, como medidas preventivas de males mayores.