

UNA LECTURA “AUSTRÍACA” DE LA LEY DE CONVERTIBILIDAD EN LA ARGENTINA*

*Iván Carrino***

Resumen: En 1991 se sancionó en la Argentina la ley de convertibilidad, que fijó el tipo de cambio y obligó a respaldar la base monetaria con las reservas internacionales del Banco Central. El nuevo régimen monetario generó una estabilidad de precios sin precedentes, pero el 6 de enero de 2002 se derogaron los puntos fundamentales de la ley. El propósito de este trabajo es mostrar que el régimen de convertibilidad fue compatible con las propuestas de política monetaria y cambiaria de los más importantes referentes de la tradición austríaca de economía. En este sentido, la convertibilidad no fue un fracaso; su abandono fue consecuencia de una decisión política deliberada resultado de un insostenible manejo de las cuentas fiscales.

Abstract: In 1991 Argentina adopted a convertibility law, which fixed the exchange rate and mandated to back the monetary base with the international reserves of the Central Bank. The new monetary regime generated unprecedented price stability, but in January 6, 2002 the key points of the law were repealed. The purpose of this paper is to show that the convertibility regime was consistent with the proposed monetary and exchange rate policies of the major exponents of the Austrian economic tradition. In this sense, the convertibility law was not a failure; its abandonment followed a deliberate policy of unsustainable management of fiscal accounts.

* Trabajo presentado en el V Congreso Internacional “La Escuela Austríaca en el Siglo XXI,” Universidad Católica Argentina sede Rosario, noviembre de 2014.

** Iván Carrino es Máster en Economía de la Escuela Austríaca. Profesor de ESEADE y Editor del Informe Económico de Inversor Global. Email: icarrino@igdigital.com

En el año 1989 la inflación anual promedio en la Argentina fue de 3079%. Los precios, tomando diciembre de 1989 contra diciembre de 1988, se multiplicaron por 50. El año 1990 no fue mucho mejor, la inflación anual promedio fue del 2314%, aunque si se compara diciembre de 1990 contra diciembre de 1989, los precios “solo” se habían multiplicado por 14.

Los episodios hiperinflacionarios de 1989 y 1990 fueron para nuestro país el corolario de décadas de inflación crónica posteriores a la creación del Banco Central (Cachanosky y Ravier, 2014). A comienzos de 1991 el nuevo gobierno estaba abierto a ideas sobre cómo resolver el problema inflacionario. El entonces Ministro de Relaciones Internacionales, Domingo Cavallo, ya había acercado la propuesta de la Ley de Convertibilidad pero ésta no fue aceptada por quien era entonces Ministro de Economía, Erman González. Sin embargo, luego de una nueva suba de la inflación, en enero de 1991 González fue reemplazado por Cavallo en la cartera económica. Finalmente, el 27 de marzo de 1991 se aprobó la Ley de Convertibilidad.

Como su nombre lo indica, el primer objetivo de la ley fue devolverle la convertibilidad a la moneda nacional. En este sentido, se eliminaban los controles cambiarios y el austral pasaba a ser libremente intercambiable por otras monedas. Además, la ley establecía cómo se llevaría adelante la convertibilidad del austral.

El artículo primero determinó que el tipo de cambio entre el austral y el dólar estadounidense quedaría fijado en 10.000 australes por dólar. Más adelante (en enero de 1992) se introdujo una nueva moneda, el peso, donde cada peso equivaldría a 10.000 australes, por lo que el tipo de cambio entre el peso y el dólar quedó establecido en 1 (\$AR1=U\$1).

En el artículo tercero de la ley se lee: “Las reservas de libre disponibilidad del BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA en oro y divisas extranjeras, serán equivalentes a por lo menos el CIENTO POR CIENTO (100 %) de la base monetaria”. Es decir, que el Banco Central (en adelante, BCRA) quedaba imposibilitado de emitir pesos a menos que la cantidad de divisas extranjeras y oro de sus reservas aumentara. Los pesos en circulación, entonces, estaban encajados al 100%, por lo que, si la ley

se cumplía, ya no deberíamos hablar de “tipo de cambio”, sino de “paridad” (Cachanosky, 1998).

Otro de los puntos de la ley relevantes para nuestro trabajo lo encontramos en el artículo 11, que modifica dos artículos del código civil. Los artículos modificados establecen:

Artículo 617: Si por el acto por el que se ha constituido la obligación, se hubiere estipulado dar moneda que no sea de curso legal en la República, la obligación debe considerarse como de dar sumas de dinero.

Artículo 619: Si la obligación del deudor fuese de entregar una suma de determinada especie o calidad de moneda, cumple la obligación dando la especie designada, el día de su vencimiento.

Lo que estos artículos quieren decir es que, a partir de la ley de convertibilidad, cualquier moneda era válida para hacer contratos en el país. Si la persona B tomaba un préstamo de la persona A por US\$ 1.000, entonces la ley lo obligaba a devolver “sumas de dinero”, lo que es distinto a devolver dinero de curso legal al tipo de cambio “oficial” del momento.

La convertibilidad como caja de conversión. Sus efectos económicos

El sistema monetario emergido de la Ley de convertibilidad del Austral se asemejaba al de una caja de conversión. Si seguimos la descripción de Schuler y Hanke (1993), vemos que existen muchas similitudes entre un sistema y otro. Bajo la convertibilidad, una caja de conversión “mantiene una convertibilidad ilimitada a un tipo de cambio fijo” entre los billetes que emite y el dinero internacional de reserva. El sistema que imperó durante la década de 1991 a 2002 cumplió con este requisito.

Respecto de las reservas, según los autores “una caja de conversión se asegura de tener una reserva adecuada para asegurar que, incluso cuando todos los tenedores de los billetes emitidos por la caja quisieran convertirlos a la moneda (o el *commodity*) de reserva, la caja pueda hacerlo”. La Ley de Convertibilidad establecía que se debían tener reservas de al menos

un 100% de la base monetaria, de manera que se satisfacía este punto. En la práctica, este punto también se satisfizo.

Respecto de la política monetaria: debido a la imposibilidad de incrementar la emisión de pesos sin el correspondiente incremento de los dólares en las reservas, la capacidad del BCRA de hacer política monetaria quedó anulada. De esta forma, la caja de conversión no podía financiar los gastos del gobierno de manera directa, y a éste sólo le quedaban los impuestos y la emisión de deuda en el mercado como forma de financiamiento.

Respecto de las tasas de interés y la inflación, dado que la cantidad de dinero no aumenta discrecionalmente, sino que dependerá de la cantidad de dólares que haya en las reservas, Schuler y Hanke afirman que la inflación y las tasas de interés tenderán a ubicarse en los niveles del país que emita el dinero de reserva. En el primer caso, veremos que la inflación argentina tendió a descender hasta los niveles de los Estados Unidos (durante los últimos seis años de la convertibilidad, la inflación argentina fue menor que la norteamericana). Con la tasa de interés nominal, sin embargo, si bien la misma descendió, no llegó a los niveles de los Estados Unidos.

Si bien la economía responde a mucho más que una sola medida y una sola ley, en los cuadros I y II podemos observar el desempeño de las principales variables de la economía argentina durante el período de vigencia de la ley bajo análisis.

Lo primero que se observa es una reducción de la inflación. La inflación promedio del año 1991 fue del 171,7%, una importante caída desde los niveles de los dos años anteriores. La tendencia a la baja continuó a lo largo de los años, estabilizándose en un promedio de 1,9% desde 1993 en adelante.

La caída de la inflación se dio conjuntamente con una expansión del producto, que pasó de los 204.094 millones de pesos (constantes de 1993) a los 263.997 millones en 2001. La variación para todo el período fue un crecimiento del 29,4%, con un crecimiento promedio del 3,4%. Si se toman los valores hasta 1998, el pico máximo que alcanzó el PBI durante el período, el crecimiento promedio anual sube a 5,4%, mientras que la variación total también sube al 41,2%. También subió el PBI per cápita, que pasó de 6.258 dólares en 1991 a 8.203 dólares en 1998, para luego caer a 7.105 dólares en 2001.

Cuadro I. Datos macroeconómicos y datos fiscales del período 1991-2001

Año	PBI (millones de dólares)*	Var. Anual	PBI per Cápita (dólares)*	Inflación (Promedio)*	Exportaciones**	Importaciones**	Desempleo*
1991	204.094	10,6%	6.258	17,7%	11.978	8.275	6,5%
1992	223.701	9,6%	6.786	24,9%	12.235	14.872	7,0%
1993	236.505	5,7%	7.099	10,6%	13.118	16.784	9,6%
1994	250.308	5,8%	7.434	4,2%	15.839	21.590	11,5%
1995	243.186	-2,8%	7.147	3,4%	20.963	20.122	17,5%
1996	256.626	5,5%	7.462	0,2%	23.811	23.762	17,2%
1997	277.441	8,1%	7.983	0,5%	26.431	30.450	14,9%
1998	288.123	3,8%	8.203	0,9%	26.434	31.377	12,9%
1999	278.369	-3,4%	7.841	-1,1%	23.308	25.508	14,2%
2000	276.173	-0,8%	7.508	-0,2%	26.341	25.280	15,0%
2001	263.997	-4,4%	7.105	-1,1%	26.542	20.319	17,3%

*Datos de Orlando Ferreres, *Doce siglos de economía Argentina 1810-2010*, Buenos Aires: Editorial El Ateneo.

**Datos del INDEC, *Intercambio Comercial Argentino*, disponible en http://www.indec.gov.ar/nivel4_default.asp?id_tema_1=3&id_tema_2=2&id_tema_3=40

Cuadro II. Cuadro de datos fiscales (1991-2001)

Año	Ingreso Total (miles de \$ corrientes)	Gastos Totales	Miles de US\$			Como % del PBI		Deuda pública*
			Resultado Primario	Resultado Financiero	Resultado Financiero	Resultado Financiero	Millones de US\$	
1991	43.988.900	46.351.300	48.900	-2.362.400	-1,42	60.048		
1992	58.020.500	58.957.300	3.528.800	-936.800	-0,45	63.250		
1993	65.525.700	65.558.700	3.349.100	-33.000	-0,01	71.112		
1994	64.529.100	68.820.200	-436.300	-4.291.100	-1,67	81.820		
1995	62.033.700	69.479.600	-2.398.000	-7.445.900	-2,89	88.711		
1996	61.973.600	70.561.700	-3.370.100	-8.588.100	-3,16	99.046		
1997	70.038.700	72.443.600	4.349.900	-2.404.900	-0,82	103.718		
1998	70.600.800	77.829.300	652.700	-7.228.500	-2,42	114.134		
1999	68.649.000	81.423.800	-3.150.300	-12.774.800	-4,51	123.366		
2000	71.565.700	80.947.000	2.156.700	-9.381.300	-3,30	129.750		
2001	63.955.200	82.842.500	-5.263.200	-18.887.300	-7,03	144.266		

*Datos del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas. Estadísticas de Deuda, en http://www.mecon.gob.ar/finanzas/sifman/?page_id=37
 Todos los demás, datos de Ferreres, Op. Cit.

Las exportaciones e importaciones mostraron un crecimiento marcado durante el período. Las primeras crecieron un 122%, mientras que las segundas lo hicieron en un 146%.

El desempleo fue el indicador con peor desempeño. La tasa de desempleo pasó del 6,5% en 1991 al 17,3% en 2001. Incluso si se toma el mejor año de la convertibilidad, 1998, se observa que la tasa de desempleo se había duplicado, al pasar de 6,5% a 12,9%. Cabe señalar que este incremento, según de Pablo (2010) se debió en un 90% al incremento en la tasa de actividad, es decir, al incremento en la proporción de la población total que deseaba trabajar, y no a la caída de la demanda de trabajo.

La convertibilidad y la Escuela Austríaca de Economía

Como describimos más arriba, hubo tres características claves de la ley de convertibilidad: el tipo de cambio fijo, la obligación de mantener reservas por el 100% de la base monetaria, y la libertad de elegir la moneda para hacer contratos. Como veremos a continuación, todos estos puntos son compatibles con las propuestas de política monetaria de los economistas de la Escuela Austríaca.

Tipo de cambio fijo

En “El nacionalismo monetario y la estabilidad internacional”, Hayek (1937) hace un análisis crítico de las ideas que impulsaban los tipos de cambio flexibles. A este sistema, que denomina “nacionalismo monetario”, lo describe como aquel en el cual “la participación de cada país en la oferta mundial del ‘dinero’ no debería dejarse determinar por los mismos principios y los mismos mecanismos por los que se determinan las cantidades relativas de dinero entre las diferentes localidades y regiones de cada país”. En contraposición a este sistema, Hayek propone un sistema monetario verdaderamente internacional, en el que las variaciones en las cantidades de dinero (dinero internacional, como el oro, por ejemplo) de un país a otro

estén determinadas de la misma forma en que se determina la variación de la cantidad de dinero entre un individuo y otro.

Sin embargo, con tipos de cambio flexible, la preocupación de las autoridades monetarias de cada país pasa a ser el nivel de precios interno, con lo que, ante una salida de dinero internacional debida, por ejemplo, a la caída en la demanda de un bien exportado por el país, las autoridades deciden que se debe incrementar la oferta de dinero (nacional) de manera de evitar una deflación. Este sistema distorsiona las señales de precios que emanan del mercado y, en consecuencia, llevan a una mala asignación de recursos que, más tarde o más temprano, debe corregirse:

(...) En un régimen de tipos de cambios fijos la reducción de los precios en la industria afectada por el cambio de la demanda sería inmediata y ahora ese mismo cambio, con tipos de cambio variables, exigirá la elevación de todos los demás precios.

Dos cosas conviene resaltar aquí. De una parte, no puede eludirse la disminución de la ventaja comparativa en la industria afectada por el cambio, y la contracción de su actividad es inevitable. De otro, esa elevación en los precios de los demás bienes tiene carácter definitivamente inflacionario (Hayek, 1996).

Hayek destaca que los que se inclinan por los tipos de cambio flexible a menudo lo hacen porque entienden que, ante un shock externo, al ser rígida a la baja la estructura de salarios de la economía, será inevitable una recesión. Sin embargo, advierte que recurrir a la depreciación cambiaria como forma de mantener los salarios monetarios estables (reduciendo el salario real), sólo puede hacerse mediante la inflación, lo que lleva, como dijimos antes, a una distorsión de precios relativos que asigna mal los recursos y termina dando lugar a una nueva recesión.

Mises fue otro economista austríaco que se mostró a favor de un dinero internacional, en este caso, el patrón oro clásico:

Un sistema monetario con respaldo metálico escapa a las manipulaciones estatales. Los poderes públicos pretenden, desde luego, otorgar curso forzoso a

la moneda que prefieran. Pero entonces la ley de Gresham suele frustrar los designios del gobernante. Los patrones metálicos son por eso una salvaguardia segura contra los intentos de quienes desde el poder pretenden interferir en el funcionamiento del mercado mediante manipulaciones monetarias (Mises, 2007).

Sobre el tipo de cambio flexible, observa Mises que:

Bajo tal sistema, el banco central o el organismo encargado del manejo de las divisas las canjea libremente por los sustitutos monetarios en poder del público por oro o por divisas extranjeras y viceversa. Ahora bien, el tipo aplicado en tales transacciones no es rígido, sino variable. Hay una paridad flexible, como suele decirse. Pero en la práctica esta flexibilidad se ha orientado siempre a la baja (...)

El patrón flexible es un instrumento ideado para provocar inflación. Fue implantado para evitar a las autoridades dificultades técnicas en su actividad inflacionaria” (Mises, 2007)

La principal ventaja que el tipo de cambio fijo tiene sobre el tipo de cambio flexible es, para Mises, su función de control sobre la inflación. Si un banco central expande la cantidad de dinero nacional con un tipo de cambio fijo, la demanda por divisas extranjeras crece y el organismo pierde reservas, lo que lo obliga a detener su expansión. En un sistema tal, entonces, la oferta monetaria es endógena y el banco central no puede manipularla a discreción. Sin embargo, en un sistema de tipos de cambio flexibles, un aumento de la emisión genera que el precio de la divisa suba, lo que, en principio, estimula las exportaciones y reduce las importaciones,¹ algo que los gobernantes ven como una forma de estimular la demanda agregada gracias a las “ganancias de competitividad”. Lo que no ven, sin embargo, es que las medidas son de corto plazo puesto que los precios (en este caso, los costos de producción) terminan ajustando y, cuando eso sucede, la situación de competitividad internacional vuelve a su situación anterior.

En resumen, tanto Mises como Hayek abogaban por un dinero internacional cuya cantidad y distribución no dependiera de la voluntad de los gobiernos y las autoridades monetarias de cada país. En este sentido, si bien no es un sistema ideal,² el tipo de cambio fijo es uno que se le asemeja bastante al deseado por los austríacos.

Las reservas del 100%

Otra particularidad de la ley de convertibilidad fue la de exigirle al BCRA que mantuviera una reserva de dólares de, al menos, el 100% de la base monetaria. Esta condición es compatible con el pensamiento de muchos teóricos de la Escuela Austríaca respecto de cómo debería operar un banco cualquiera.³ M. Rothbard explica que, en un principio, los billetes de banco no eran más que recibos de oro; es decir, un individuo depositaba oro en el banco y, a cambio de éste, recibía un certificado de su depósito que, en simultáneo, era aceptado como medio de cambio en el mercado. Sin embargo, los bancos comenzaron a emitir recibos por un monto superior al oro que poseían en reserva, lo que según el autor no sólo encarna un fraude, sino que además genera una inestabilidad inherente en el sistema financiero. No obstante, este proceso tiene límites dados por dos factores, el reclamo de los depósitos y la desconfianza que puede generar una corrida bancaria:

“Any individual bank has two checks on its creation of money: a call for redemption by non-clients (that is, by clients of other banks, or by those who wish to use standard money), and a crisis of confidence in the bank by its clients causing a ‘run’” (Rothbard, 1974:39).

Esta situación la podemos equiparar a la situación de un banco central que se compromete a mantener un tipo de cambio fijo. Si esto efectivamente sucede, digamos, a la paridad de un peso por un dólar, entonces el peso puede verse como un certificado de tenencia de dólares. De la misma forma que en el banco privado que describe Rothbard, si el banco central emite pesos por encima de la cantidad de dólares que tiene en reserva, entonces puede llegar el momento en que la cantidad de personas que quiere convertir pesos a dólares sea tal que la autoridad monetaria no pueda

cumplir el compromiso asumido. En este sentido, el banco central que opera con una reserva fraccionaria, también es una entidad inherentemente inestable.

En este punto también coincidió Hayek, quien defendió el “llamado plan 100 por cien de Chicago” para el sistema bancario. Pero además de darle este apoyo al sistema bancario de reservas del 100%, también entiende que una solución a los problemas del nacionalismo monetario podría ser “reducir proporcionalmente cada una de las monedas nacionales a las tenencias de oro, de forma que todos los países cubrieran ese coeficiente de reservas al 100 por cien de oro y exigir que de ahora en adelante las variaciones en la circulación nacional respondieran a cambios en la cantidad de oro en el país” (Hayek, 1937).

Es evidente que, si cambiamos “oro” por “dólar”, Hayek podría haber estado refiriéndose a la Ley de Convertibilidad del Austral en la Argentina.

Así como un encaje del 100% sobre los depósitos de un banco evitaría la quiebra del banco derivada de una corrida, lo que la exigencia de tener el 100% de la base monetaria respaldada en dólares evita es que se dé una “crisis de balanza de pagos”. La crisis de balanza de pagos está caracterizada por un sistema donde el banco central debe mantener un tipo de cambio fijo pero, a la vez, puede financiar el déficit fiscal con emisión monetaria. En este sentido, el aumento de la cantidad de pesos en circulación debido al déficit es absorbido por la autoridad mediante la venta de dólares, de manera que la cantidad de dinero (dinero nacional, en este caso, pesos) no cambia. Ahora bien, si las reservas del banco central no representan el 100% de la base monetaria, entonces llega un momento en que la pérdida de reservas puede ser total, lo que hace que el banco central no pueda seguir defendiendo el tipo de cambio asumido, desatándose la crisis que modifica el sistema cambiario y lo sustituye por uno de tipo de cambio flexible. En un sistema como el de la convertibilidad en la Argentina, esta crisis no llevaría a un sistema de tipo de cambio flexible, sino que llevaría a la dolarización de la economía. Sin embargo, de existir una corrida de este tipo, el motivo no sería la monetización del déficit fiscal, puesto que el BCRA no podía realizar esta labor.

Libertad para elegir la moneda

Domingo Cavallo ha explicado que

Una decisión muy importante que adoptamos junto con la introducción del peso convertible, fue la de permitir que el dólar y cualquier moneda extranjera pudieran seguir utilizándose, tanto para las operaciones financieras como comerciales, y que los contratos realizados dentro de la Argentina tuvieran que cumplirse en la moneda en que fueron originariamente pactados. Es decir, que la utilización del peso por parte de los argentinos no resultó de una obligación establecida por el gobierno sino de una elección individual que se basa naturalmente en la confianza (Cavallo, 2014).

En efecto, el artículo 11 de la Ley de Convertibilidad modifica dos artículos clave del Código Civil respecto de la contratación en moneda extranjera. En este sentido, se modifica lo que aceptaba hasta el momento la mayor parte de la doctrina y la jurisprudencia: que si un deudor se obligaba a pagar en moneda extranjera, podía cancelar su obligación entregando moneda nacional de curso legal al tipo de cambio del momento. La nueva redacción del artículo 619 del Código Civil dispuesta por la Ley de Convertibilidad, sin embargo, establecía que: “si la obligación del deudor fuese de entregar una suma de determinada especie o calidad de moneda, cumple la obligación dando la especie designada, el día de su vencimiento”. En la Argentina, durante la vigencia de la Ley de Convertibilidad hubo libertad monetaria para hacer ciertos contratos. La gente era libre de elegir aquella moneda en la que más confiara, el dólar, el peso convertible, e incluso el oro y otras monedas menos utilizadas.⁴

Este artículo de la ley también es compatible con el pensamiento de Hayek, quien cuarenta años después de pronunciarse contra los tipos de cambio flexibles, en *La desnacionalización del dinero* sugiere que la forma más eficaz para terminar con el mal de la inflación es la eliminación del curso forzoso y el paso a un sistema de competencia entre monedas (públicas y privadas). Así, en un marco de libertad de elección, la moneda buena desplazaría a la mala moneda.⁵

Esto es así porque se considera que los individuos elegirán, para hacer sus contratos, una moneda que preserve su valor en el tiempo en lugar de tener que lidiar con los conflictos derivados de la depreciación, uno de ellos siendo el de la necesidad de indexar las deudas de manera de compensar al acreedor frente a un episodio de inflación inesperada.

De la misma forma que la competencia en el mercado de jabones genera productos de buena calidad a precios competitivos, la competencia en el mercado de entes emisores de medios de pago necesariamente llevará a la producción de medios de pago de calidad, es decir, medios de pago que no pierdan su poder de compra en el tiempo y se ajusten a las necesidades de cada mercado. Cabe destacar que, en este mercado de monedas, no sólo podrían competir los bancos centrales, sino también los bancos privados, los productores de metales preciosos, e incluso las nuevas criptomonedas, como el *Bitcoin*, algo que la Ley de Convertibilidad no parece contradecir.

Hayek se opone al curso legal porque “intensifica la incertidumbre de los negocios”, dado que los acreedores pueden, en cualquier momento, recibir como pago algo distinto a lo que libremente acordaron con la otra parte del contrato. Sobre la manera de implementar el sistema, Hayek cita a Lord Farrer, quien considera que si los gobiernos reconocen como válidos los contratos y toman la unidad de cuenta expresada en esos contratos, como la moneda legalmente válida, entonces no hay fundamentos para establecer el curso legal de alguna moneda en particular. En definitiva, lo único que debe hacer el gobierno para consagrar la libertad monetaria es hacer respetar la letra de los contratos privados. La modificación de los artículos 617 y 619 del Código Civil fue un movimiento en esa dirección.

¿Fracasó la convertibilidad?

Hemos visto que la Ley de Convertibilidad impuso en la Argentina un régimen monetario con el objetivo expreso de terminar con la inflación y recuperar la estabilidad. En este sentido, y como se ha observado en los cuadros I y II, el sistema fue exitoso. En paralelo, vimos que las propuestas

de la ley son compatibles con muchos puntos defendidos, a lo largo de la historia, por los más destacados economistas de la escuela austriaca. Ahora bien, si esto fue así: ¿por qué en 2002 se decidió derogar los puntos más importantes de la ley? ¿Por qué si el sistema fue exitoso, se habla del fracaso de la convertibilidad? ¿Se equivocaron los austriacos en su diagnóstico y propuestas?

Lo que popularmente se conoce como “el fracaso de la convertibilidad” es una historia que dice, más o menos, así: en los años ‘90, el “neoliberalismo” fijó el tipo de cambio en un peso por dólar, una paridad ficticia que eliminaba la soberanía monetaria y, además, hacía imposible que la industria nacional compitiera con el mundo. Por otro lado, para conseguir divisas se estimuló el endeudamiento. Ambos factores contribuyeron al aumento del desempleo y al estallido de la crisis a principios de la década del 2000 (Schvarzer, 2002).

La consecuencia inevitable de esta lectura de los hechos es que, si se quiere tener un bajo desempleo y una economía competitiva, debe regresar la soberanía monetaria para, por un lado, estimular la “competitividad” mediante el tipo de cambio alto y, por el otro, tener un recurso fiscal adicional que limite la emisión de deuda pública.

Si esta lectura fuese cierta, sería válido afirmar que los costos de la convertibilidad fueron mayores a sus beneficios. Sin embargo, otros países del mundo (como Hong-Kong, Lituania, y Estonia) han adoptado sistemas como el nuestro sin atravesar una crisis de magnitudes semejantes. En ese sentido, se hace necesaria una explicación alternativa.

Si tomamos los trabajos de Ribas (1999) y Cachanosky (1998) se puede observar que el origen de los problemas no fue el sistema monetario en sí mismo, sino el desajuste fiscal. Ya Allan H. Meltzer había advertido que un sistema de caja de conversión no podía funcionar con un alto déficit fiscal:

The social benefit of lower inflation contributes to welfare, but the loss of revenues must be offset or the budget deficit will increase. This brings us to the second budget problem—the need to close the budget deficit when the currency board is established. Government borrowing cannot be larger than

the amount that can be financed from domestic saving and foreign lending. The use of saving to finance government spending will have consequences for resource use, efficiency, and future living standards. A currency board can operate if these costs are acceptable, but it cannot survive if the budget deficit is too large relative to the available nonmoney financing (Meltzer, 1993:708).⁶

En la misma línea, en un estudio empírico sobre la caja de conversión en Hong Kong, Kwan y Lui (1999) concluyen que, más allá del sistema monetario, ha sido clave el buen comportamiento fiscal del gobierno: “The relative stability in output in Hong Kong to a large extent must have come from the government’s self-discipline in fiscal policy, which is based on two rules: maintaining a balanced budget or small surplus and keeping government size small” (Kwuan y Lui, 1996).

Sobre la apreciación cambiaria que afectó la competitividad de la economía, A. Ribas se explaya y pone el foco en el incremento del gasto público. Dado que el tipo de cambio real es el cociente entre el precio de los bienes transables y el precio de los bienes no transables, el autor argumenta que, como el gasto público afecta principalmente los bienes no transables, el aumento de éste genera una caída del tipo de cambio real toda vez que el precio de los bienes no transables (determinado en el mercado internacional) no sube en la misma proporción:

Es indudable que el gasto público es el bien no transable por antonomasia. El otro bien no transable más importante es el de los salarios algunos de los cuales se encuentran incluidos dentro del gasto público. Un tipo de cambio fijo pone un límite superior a los precios de los bienes transables pues la competencia externa impide que éstos se puedan aumentar. Consecuentemente todo aumento del gasto público y/o de los salarios significa una caída del tipo de cambio real. Esto ejerce una presión sobre los productores de bienes transables cuya sobrevivencia en el mercado depende de sus posibilidades de mejorar la productividad de los factores que están bajo su control (Ribas, 1999).

En la misma línea, aunque en relación con el déficit, puede consultarse el trabajo de C. Rodríguez (1982) que afirma que, si el déficit público se financia con crédito externo, entonces “un aumento del gasto público siempre disminuye el tipo real de cambio. Esto se debe a que, al financiar el nuevo gasto público con crédito externo, no existe una disminución del gasto privado. El efecto neto, por lo tanto, es el de aumentar el nivel de demanda agregada de la economía (...) Como parte del aumento de la demanda agregada cae sobre bienes no comercializados (...) se precio relativo debe aumentar (o sea, el tipo real de cambio debe disminuir)”. En el caso argentino, una de las fuentes de financiamiento del déficit fiscal fue el endeudamiento externo que, dado el régimen de convertibilidad, obligaba al banco central a emitir dinero para comprar las divisas ingresantes en concepto de deuda externa que entraba al país. La suba del gasto público fue, en gran parte financiada con deuda externa que generó una caída del tipo de cambio real.

Durante la década del ‘90, la inflación cayó del 172% anual al 0%. Sin embargo, el aumento del gasto público y el déficit fiscal que habían dado lugar a la inflación en un contexto de nacionalismo monetario no desaparecieron. El gasto público pasó de 46.351 millones de dólares en 1991 a 82.842 millones en 2001, un aumento del 79%. Los ingresos, por su parte, crecieron durante el mismo período un 45%. Así, si bien el resultado primario tuvo años positivos, el resultado fiscal fue siempre negativo y creciente hacia los últimos años de vigencia de la Ley.

Como consecuencia, la deuda pública, que ya era de US\$ 60.048 millones en 1991, se elevó hasta los US\$ 144.200 millones, un 105%, diez años más tarde.

En 2001, Argentina se enfrentaba a una crisis fiscal que había generado una crisis de competitividad. El problema no era el tipo de cambio fijo ni la convertibilidad en su conjunto. Lo único que la convertibilidad impedía en ese momento era salir de la crisis emitiendo moneda, licuando el gasto y reduciendo los salarios reales para estimular la contratación.

Una salida de la crisis sin abandonar el sistema monetario hubiera exigido un sacrificio de parte de los políticos, es decir, una reducción del gasto público y de los impuestos para reactivar la economía (junto a una

mayor desregulación de los mercados, debido al alto desempleo). Sin embargo, la decisión fue otra y es así como se terminó abandonando el tipo de cambio fijo a principios de 2002 y, con él, se extendió el mito del “fracaso de la convertibilidad”.

Conclusión

A la luz de lo estudiado puede concluirse que la Ley de Convertibilidad fue un instrumento exitoso a la hora de terminar con la inflación en la Argentina. Debido al hecho de que imponía una disciplina a las autoridades monetarias que les impedía incrementar la cantidad de dinero a discreción, entendemos que fue una ley que habría sido vista con buenos ojos por muchos de los representantes más importantes del pensamiento de la Escuela austriaca de economía. En este sentido, ahondamos en las razones de su supuesto “fracaso” y encontramos que éste no fue tal, sino que el abandono de la ley y la devaluación fueron la respuesta del gobierno a la crisis de 2001, pero no necesariamente la única respuesta posible ni, desde nuestro punto de vista, la mejor.

NOTAS

- 1 Si se cumple la condición de Marshall-Lerner: para que una devaluación promueva un aumento en la demanda de exportaciones y una disminución en la demanda de importaciones, la suma de las elasticidades de los precios de las exportaciones e importaciones debe ser superior a 1.
- 2 Un dinero ideal en este caso es un dinero totalmente provisto por el mercado, donde la posibilidad de manipulación monetaria virtualmente desaparecería.
- 3 Aunque no de todos. Para la visión opuesta, pueden consultarse los trabajos de George Selgin, *La libertad de emisión de dinero bancario* (Madrid: Unión Editorial, 2011), y de Lawrence White, *Free Banking in Britain: Theory, Experience and Debate 1800-1845* (Londres: Institute of Economic Affairs, 2009).
- 4 De hecho, al día de hoy, estos artículos del Código Civil no han sido modificados (aunque así lo prevé un nuevo proyecto de código civil) y generan debate en un contexto de control de cambios con tipos de cambio múltiples.

- 5 Dada esta nueva aproximación al problema de la inflación, es posible pensar que Hayek entró en contradicción consigo mismo, luego de haberse mostrado a favor del sistema de tipo de cambio fijo en oposición al tipo de cambio flexible. Sin embargo, él mismo aclara: “En segundo lugar, había considerado necesarios los tipos de cambio fijos por la misma razón por la que ahora defiende un mercado totalmente libre para todo tipo de monedas: la de que había que imponer una necesaria disciplina o restricción a las instituciones que emiten dinero. Ni yo, ni aparentemente nadie, pensó entonces en la disciplina, mucho más efectiva, que operaría si se privara a los suministradores de dinero del poder de resguardar el suyo de la rivalidad de *monedas competidoras*” (cursivas en el original).
- 6 Otra advertencia de Meltzer es la relativa a la flexibilidad de los mercados laborales, pero por cuestiones de espacio prescindiremos de tratar este tema en este trabajo.

REFERENCIAS

- Cachanosky, Juan Carlos, “La Convertibilidad de Argentina,” *Revista del Centro de Estudios Económicos y Sociales de Guatemala*, No. 847, noviembre 1998.
- Cachanosky, Nicolás y Ravier, Adrián (2014), “Una propuesta de reforma monetaria para la Argentina: Dolarización flexible y banca libre”. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2392667
- Cavallo, Domingo Felipe (2014), *Camino a la estabilidad*, Buenos Aires: Editorial Sudamericana.
- Ferrerres, Orlando (2010), *Dos Siglos de Economía Argentina 1810-2010*, Buenos Aires: Editorial El Ateneo.
- Gertchev, Nikolay, “The Case against Currency Boards,” *The Quarterly Journal of Austrian Economics* Vol. 5, No. 4 (Winter 2002): 57-75.
- Hanke, Steve, y Kurt Schuler (1993), “Currency Boards and Currency Convertibility”, *Cato Journal*, Vol. 12, No. 3.
- Hanke, Steve. Friedman, “Float or Fix?,” *Cato Journal*, Vol. 28, No. 2 (Primavera/Verano 2008).
- Hayek, Friedrich (1996), *El nacionalismo monetario y la estabilidad internacional*, Madrid: Ediciones Aosta.
- Hayek, Friedrich (1996), *La desnacionalización del dinero*, Barcelona: Ediciones Folio.
- Hayek, Friedrich von (1976), “Choice in Currency, A Way to Stop Inflation”, Londres: The Institute of Economic Affairs.

- Huerta de Soto, Jesús (2012), “En Defensa del Euro. Un enfoque austríaco”. URL: <http://www.jesushuertadesoto.com>.
- Indec, *Intercambio Comercial Argentino*. URL: http://www.indec.gov.ar/nivel4_default.asp?id_tema_1=3&id_tema_2=2&id_tema_3=40
- Kwan, Yum K., y Lui, Francis T. (1999), “Hong Kong’s Currency Board and Changing Monetary Regimes”, en Takatoshi Ito y Anne O. Krueger (comp.), *Changes in Exchange Rates in Rapidly Developing Countries: Theory, Practice, and Policy Issues* (NBER-EASE volume 7), 403 – 436. URL: <http://www.nber.org/chapters/c8627.pdf>
- Lord Farrer (1898), *Studies in Currency*, Londres.
- Meltzer, Allan H., “The Benefits and Costs of Currency Boards”, *Cato Journal*, Vol. 12, No. 3 (Winter 1993), 707-710. URL: <http://repository.cmu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1850&context=tepper>
- Ministerio de Economía y Finanzas Públicas de la Argentina, *Estadísticas de Deuda*. URL: http://www.mecon.gov.ar/finanzas/sfinan/?page_id=37
- Mises, Ludwig von (2007), *La acción humana*, 8ª Edición, Madrid: Unión Editorial.
- Pablo, Juan Carlos de (2010), *200 años de economía argentina*, Buenos Aires: Ediciones B.
- Poder Ejecutivo Nación Argentina, *Ley N° 23.928 convertibilidad del austral*, Marzo 27 de 1991. URL: <http://infoleg.mecon.gov.ar/infolegInternet/anexos/0-4999/328/norma.htm>
- Ribas, Armando (1999), “Crisis bancarias y convertibilidad: los sistemas financieros ante los problemas de la globalización”, ADEBA, Buenos Aires.
- Rodríguez, Carlos Alfredo (1982), “Gasto Público, Déficit y Tipo Real de Cambio: Un Análisis de sus Interrelaciones de Largo Plazo”, *Latin American Journal of Economics* (anteriormente *Cuadernos de Economía*), Instituto de Economía de la Pontificia Universidad Católica de Chile., vol. 19(57), 203-216.
- Rothbard, Murray (1974[1962]), “The Case For a 100 Percent Gold Dollar”, Washington, DC: Libertarian Review. URL: <https://mises.org/library/case-100-percent-gold-dollar-0>
- Schvarzer, Jorge (2002), “El Fracaso Histórico de la Convertibilidad. Argentina en la década del 90”. URL: http://www.jorgeschvarzer.com.ar/info/pdf_web/2002/el-fracaso-historico-de-la-convertibilidad.pdf
- Selgin, George (2011), *La libertad de emisión de dinero bancario*, Madrid: Unión Editorial.
- White, Lawrence (2009), “Free Banking in Britain: Theory, Experience and Debate 1800-1845”, Londres: Institute of Economic Affairs.

