

**¿QUE HABRIA PASADO SI EN 1999 SE
HUBIERA INSTRUMENTADO UN
PROGRAMA INTEGRAL PARA SALIR
ORDENADAMENTE DE LA
CONVERTIBILIDAD?**

Rodolfo Santangelo

Director de M&S Consultores

QUE HABRIA PASADO SI EN 1999 SE HUBIERA INSTRUMENTADO UN PROGRAMA INTEGRAL PARA SALIR ORDENADAMENTE DE LA CONVERTIBILIDAD?

“Mi relato será fiel a la realidad o en todo caso, a mi recuerdo personal de la realidad, lo cual es lo mismo” en Ulrica, El Libro de Arena. Jorge Luis Borges

1. Introducción

Este documento está inspirado en dos fuentes complementarias. En su metodología sigue los ejercicios de historia contrafáctica que conjeturan qué habría pasado en determinadas circunstancias de la historia si, en vez de algún acontecimiento, hubiera ocurrido algo diferente. Son ejercicios que combinan una gran dosis de imaginación cercana a la literatura de ficción y simultáneamente un riguroso entendimiento de los procesos históricos. La segunda fuente es económica y son los innumerables trabajos académicos y prácticos que 80 años después siguen saliendo sobre la gran crisis económica que azotó a EE.UU. en 1930 y que marcó a fuego a una generación entera. El debate riguroso y despolitizado sobre la crisis del 30 no tiene en Argentina un correlato en un profundo diagnóstico de las causas que generaron la crisis terminal de 2001-02. Salvo contadas excepciones, los análisis sobre dicho episodio están politizados al extremo. Para los adherentes ideológicos del modelo político y económico implementado desde 2002, la crisis fue una consecuencia inevitable del modelo neoliberal de la década del 90.

En Argentina, Rosendo Fraga (1) publicó un muy interesante libro de historia contrafáctica que imagina qué podría haber pasado a lo largo de la historia política argentina. Lo más llamativo es que, en su opinión, algunos episodios muy importantes y dolorosos de la historia argentina podrían haber sucedido de otra manera si algunas decisiones casi ignoradas de la historia hubieran sido diferentes. Eligiendo el último de sus ejemplos, la guerra de las Malvinas, uno de los episodios históricos más relevantes de los últimos cincuenta años, podría haber sido evitado “simplemente” si dos años antes el General Viola hubiera designado a J. Vaquero y no a L. Galtieri como Comandante en Jefe. La primera impresión puede ser calificar

el análisis de simplista cuando en realidad el ejercicio de conjetura realza la influencia que tienen decisiones menores, circunstanciales aunque no fortuitas, en el devenir de la historia.

Este trabajo imaginará un escenario político y económico que podría haber ocurrido en Argentina durante la primera década del siglo XXI si en 1999, último año de gestión de Menem, se hubiera diseñado un programa económico integral para permitir una salida ordenada del régimen macroeconómico de la convertibilidad y simultáneamente mantener la organización económica de mercado instaurada durante esa década.

La elección de 1999 como año base no es caprichosa. Fue justamente el momento en que cambió el contexto internacional, se hizo muy adverso e hizo inviable el programa macroeconómico. No se elige un año anterior porque hasta entonces, los resultados eran satisfactorios. El régimen basado en la convertibilidad fue apropiado para pasar de la hiperinflación a la estabilidad entre 1991 y 1994, para reorganizar la economía sobre reglas estables, para aguantar la crisis financiera de 1995 y para permitir la reactivación y el salto de inversiones entre 1996 y 1998. Pero fue un muy mal marco de política económica para el nuevo contexto internacional que hubo entre fin de 1998 y 2002. Por motivos estrictamente económicos, también se podría haber elegido algún momento de 2000. Pero políticamente hubiera resultado más difícil que un nuevo gobierno y un nuevo equipo económico, hubieran tenido el poder, apoyo y credibilidad para hacerlo de manera exitosa. Por eso 1999 es el año elegido para el cambio de régimen macroeconómico, manteniendo las bases organizacionales.

Se conjetura, en primer lugar, un escenario político diferente que podría haber habido si se hubiera evitado la crisis socio económica de 2001-02 partiendo del supuesto que lo que efectivamente ocurrió (presidencias de Duhalde, Kirchner y C. Fernández) fueron consecuencia directa de la impronta social que causó la crisis.

En segundo lugar se presenta un programa tentativo de reforma integral del régimen de la convertibilidad que, en nuestra opinión y tras lo que aprendimos en la última década, podría haber evitado el colapso de 2001 y 2002 y dado lugar a otra performance socio económica. Lamentablemente, el aprendizaje fue tardío y la realidad fue diferente.

2. Lo que pudo suceder (políticamente).

Es el 10 de diciembre de 2003. El Dr. Fernando de la Rúa termina su mandato presidencial. Han sido cuatro años arduos. Políticamente, el país ha avanzado en la institucionalización. El Congreso ha recuperado un papel relevante, aprobando los pocos

Decretos de Necesidad y Urgencia emitidos. La corrupción ha sido reducida y los funcionarios descubiertos en sobornos están siendo enjuiciados y prontos a ir a la cárcel. La Justicia ha recuperado su independencia y la composición de la Corte Suprema ha mejorado en credibilidad con la incorporación de juristas de reputación. En política exterior, Argentina se alineó al mundo occidental en el combate al terrorismo.

Económicamente ha sido un período duro, de estancamiento, alto desempleo y escasez de recursos. La situación social fue complicada. Pero el país ganó en credibilidad local e internacional al haber evitado una crisis financiera terminal. Haber evitado el default de la deuda pública y una crisis bancaria y externa de magnitud permitió no solo ganar en reputación sino evitar una crisis social que hubiera hipotecado a toda una generación.

De la Rúa termina su mandato con más respeto que apoyo popular. El Partido Justicialista vuelve a imponerse en las elecciones que eligen al Senador Carlos Reutemann como nuevo primer mandatario. Le toca un período económicamente más fácil. En el sector agrícola maduran un conjunto de inversiones que generarían la mayor revolución tecnológica del sector en un siglo. La soja es el producto estrella que permitirá el salto exportador sin afectar el consumo interno. Un contexto internacional muy bueno para Latino América permite al país encolumnarse junto a Brasil como los grandes captadores de inversiones internacionales. El país vuelve a crecer fuertemente y la tasa de inversión alcanza récords históricos. A pesar de una aceptable popularidad, Reutemann decide seguir el ejemplo chileno y no presentarse a las elecciones de 2007. Queda instaurado como principio político de facto las administraciones por un solo mandato.

Tal hecho es aprovechado por el Gobernador de Santa Cruz Néstor Kirchner quien rápidamente capta la disconformidad de los sectores que no recibieron los beneficios del crecimiento. Un desempleo aun alto, un salario real rezagado frente a la rentabilidad empresaria, fundamentalmente de los sectores agrícolas del interior y muchos empleados públicos y jubilados que sufrieron la muy austera política fiscal generan cierto descontento social que es capitalizado por el ala progresista del PJ.

Kirchner derrota en la segunda vuelta al candidato del radicalismo pero debe gobernar entre 2007 y 2011 con minoría en ambas Cámaras del Congreso. Esto lo obliga a una permanente política de negociación con la oposición a la cual no estaba acostumbrado en su experiencia en Santa Cruz. Sin embargo, su olfato político le dice que es el único camino para garantizar la gobernabilidad. Su primera decisión es elevar los bajos derechos de exportación a

los sectores agrícolas y petroleros que rigieron durante la anterior administración hasta un 20%. La protesta del sector no genera apoyo porque se promete que con dichos fondos se mejorará la situación social y aumentará la inversión pública.

Kirchner entiende que su mejor negocio político es mantener la organización económica de mercado y propiedad privada que instauró Menem y mantuvieron De la Rúa y Reutemann. Al fuerte proceso de inversión, Kirchner pretende sumarle una expansión moderada del consumo. Su compromiso con la inflación baja es innegociable. Los fondos privados de pensión (AFJP) se transforman en un aliado importante de la estrategia oficial al proveer financiamiento a la inversión cuando a fin de 2008 y 2009 estalla la mayor crisis financiera internacional desde 1930. El país logra sortear la crisis muy dignamente al igual que Chile, Brasil y todos los países de Sudamérica excepción hecha de Venezuela. La recesión es corta y moderada y 2010 y 2011 son años de fuerte reactivación y crecimiento. La popularidad del Presidente es alta pues le ha añadido a la modernización económica una impronta social faltante. La credibilidad internacional también es importante. La política exterior ha priorizado la relación con los países del Mercosur y la relación con Estados Unidos es buena al haber sido el país un buen dique frente a las aspiraciones del presidente de Venezuela. Las organizaciones de derechos humanos tienen sentimientos encontrados pues, como ocurrió en otros países, sólo algunos altos jefes militares fueron enjuiciados por delitos de lesa humanidad al igual que algunos altos jefes guerrilleros.

A mediados de 2011 el país ha entrado en un nuevo proceso electoral. El Presidente sigue el ejemplo de sus antecesores y no se presenta a la reelección. Las encuestas de opinión muestran un país muy equilibrado con tres fuerzas políticas que aspiran a triunfar en las elecciones de octubre. La Senadora Cristina Fernández de Kirchner recibe un tercio de las intenciones de votos, principalmente en las provincias medianas y chicas del noroeste del país y el conurbano bonaerense. El Dr. Ricardo Alfonsín, candidato de la Coalición Cívica y Social, es apoyado por un 25% de la población, gran parte de la clase media de las grandes ciudades y del interior. Y el Ing. Mauricio Macri, Jefe de la Ciudad de Buenos Aires y candidato del Partido Republicano con apoyo en la Capital Federal y las clases medias altas del interior del país recibe otro 25%. No se sabe quién ganará la casi segura segunda vuelta.

Sin embargo, los empresarios e inversores miran casi con desdén al resultado de las elecciones pues todos prometen mantener la misma organización económica y el régimen macroeconómico basado en el trípode de superávit fiscal, tipo de cambio flotante y metas de inflación baja. Todos miran al Banco Central, Institución que lleva veinte años de

independencia operacional cumpliendo el mandato dual que le asignó el Congreso de la Nación. Quieren saber si tendrá éxito o no en graduar el boom de ingreso de capitales que experimenta el país y que amenaza hacer caer el tipo de cambio casi a los mismos valores que tiene en Brasil, lo que preocupa a algunos sectores industriales.

3. Lo que pudo suceder (en política y economía)

Noviembre de 1998. El Presidente Menem vuelve de una gira internacional donde fue invitado en la reunión anual del Fondo Monetario Internacional y puesto como ejemplo de las reformas que un país debe hacer. Sin embargo, sus sentimientos no son buenos. Su propuesta de dolarización unilateral de la economía ha recibido rechazos contundentes por parte de habituales aliados de Argentina. El Presidente de la Reserva Federal A. Greenspan es particularmente crítico. Dice que una dolarización sólo podría funcionar si fuera una propuesta conjunta de muchos países del continente, encabezados por EE.UU., Canadá y Brasil. Una unión monetaria americana requeriría décadas de preparación como en Europa. Incluso muestra cierto escepticismo sobre el próximo nacimiento del euro, moneda que sólo se recibirá de tal cuando pueda superar una crisis bancaria y de endeudamiento

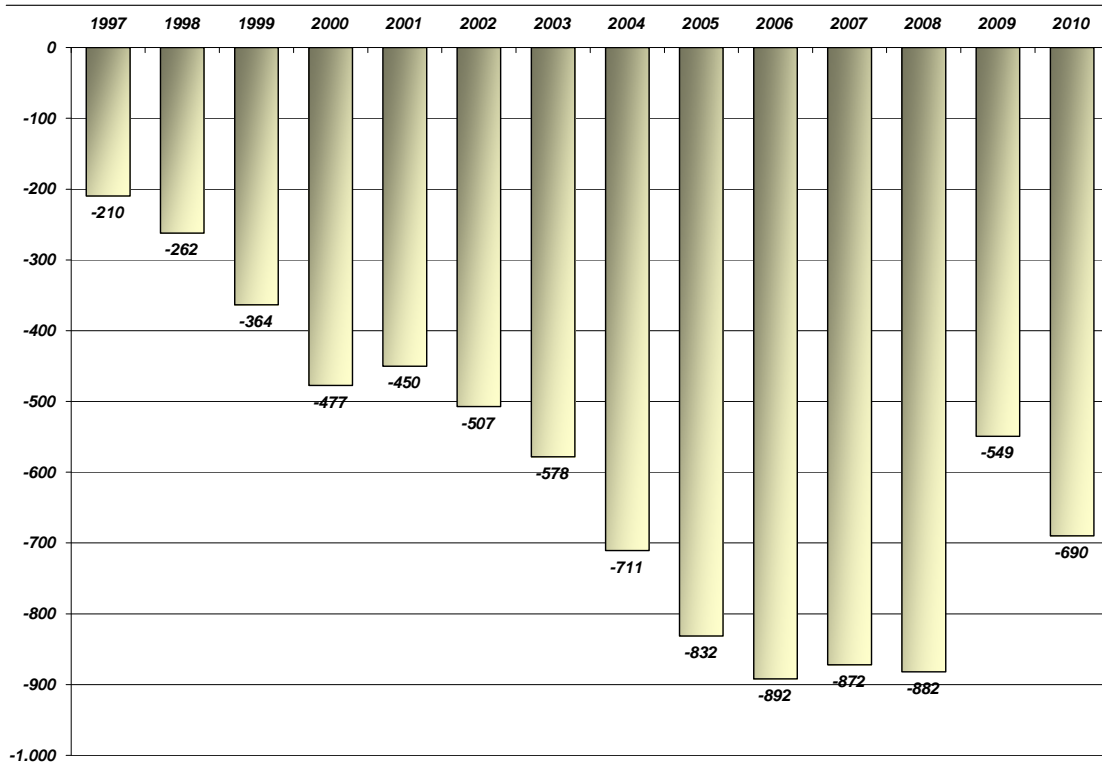
No es sólo que la dolarización recibe rechazos. Se le informa que la economía mundial está entrando en un período muy diferente. La última crisis de Rusia está generando una aversión generalizada al riesgo y un brusco reflujo de capitales desde las economías emergentes hacia EE.UU., considerado el país más seguro del mundo. Se viene un período de mucha fortaleza del dólar, contra el euro, las monedas emergentes y los precios de las materias primas. Además se augura que el próximo país por devaluar su moneda será Brasil, lo que producirá un impacto sobre el país mucho más grave de lo ocurrido con las devaluaciones de monedas asiáticas (ver cuadro 1).

CUADRO 1: LA FORTALEZA DEL DÓLAR Y LA DEBILIDAD DE LAS MATERIAS PRIMAS

	1997	1998	1999	2000 (e)	2001 (p)	2002 (p)	2003 (p)
Dólar / Euro	1,13	1,12	1,07	0,90	0,90	0,95	1,15
Real / Dólar	1,08	1,16	1,81	1,85	2,25	2,90	3,00
Petróleo (US\$ / barril)	20	15	20	30	25	25	30
Soja (US\$ / tonelada)	280	225	175	180	170	190	230

En opinión de los expertos internacionales, los próximos años estarán caracterizados por un gran aumento del déficit de balanza comercial de Estados Unidos que requerirá inexorablemente que la mayoría de los restantes países del mundo pasen a tener superávit comercial. Ningún país emergente podrá darse el lujo de tener déficit comercial en este contexto internacional (ver gráfico 1).

GRÁFICO 1: EL DÉFICIT COMERCIAL DE EE.UU.



Ante este nuevo escenario adverso, Argentina más que pensar en la dolarización debería pensar en una salida ordenada de la convertibilidad. Greenspan aconseja a Argentina consultar a un poco conocido académico de la Universidad de Princeton, Ben Bernanke quien está convirtiéndose en el mayor experto en procesos deflacionarios. Los costos y los riesgos de la deflación ya son conocidos en la literatura económica desde la década del 30. Pero en la práctica los procesos deflacionarios están olvidados, tanto a nivel académico como práctico desde que la preocupación es el control de la inflación.

Casi en soledad, Bernanke está estudiando el caso japonés que lleva nueve años tratando salir de la crisis pero no logra derrotar ni a la recesión ni a la deflación. Su tesis es que los procesos deflacionarios son tanto o más costosos que los inflacionarios y requieren terapias excepcionales. Las políticas fiscales y monetarias deben ser agresivamente diseñadas para

evitar la deflación pues la consecuencia inevitable son contracciones económicas largas, con desempleo e insolvencia del sistema financiero (2).

El equipo económico argentino rechaza el planteo. Está orgulloso de la resiliencia que ha mostrado la economía a las crisis en Asia. Cree que los que aconsejan reemplazar la convertibilidad no entienden las características propias de la Argentina. Sostiene que si Brasil es forzado a devaluar, lo único que logrará será acelerar la inflación, generar inestabilidad en los mercados financieros y profundizar la recesión. En cualquier caso, la recomendación para Argentina es profundizar el ajuste fiscal, conseguir financiamiento externo, proteger al sistema bancario y apostar al cambio de expectativas.

Menem duda ante las opiniones contrapuestas. Como solución de compromiso, decide instruir al equipo económico para preparar un plan contingente para salir ordenadamente de la convertibilidad que debe quedar en la máxima reserva. No será aplicado mientras Brasil no devalúe. Incluso, si la evolución de Brasil muestra que la devaluación termina fracasando y generando más problemas el programa será archivado y nunca se reconocerá siquiera su preparación.

Desde fines de 1995 la economía brasileña viene jugando un papel creciente sobre Argentina. La reactivación económica impulsa las exportaciones argentinas contribuyendo a salir de la recesión causada por el efecto tequila. El Real está fuertemente sobrevaluado y contribuye fuertemente a compensar la excesiva fortaleza del peso contra el dólar.

El 13 de enero de 1999 Brasil es forzado a devaluar el Real. Los primeros dos meses parecen darle la razón al equipo económico argentino. La crisis es muy fuerte y muestra los costos de modificar el tipo de cambio forzado por las circunstancias y no con un plan integral preparado de antemano. Sin embargo, a partir de marzo o abril la economía brasileña empieza a enderezarse. La designación de A. Fraga como Presidente del Banco Central ayuda a cambiar las expectativas. El régimen de metas de inflación se convierte en el ancla de las expectativas y queda claro que el tipo de cambio ajustado por inflación en Brasil queda en valores más altos, afectando la competitividad contra el peso.

Un tipo de cambio desfavorable contra Brasil, precios de materias primas muy bajas, un valor internacional del dólar muy fuerte y un fuerte recorte de los flujos de capitales generarán presiones deflacionarias y recesivas que harán insostenible al régimen de convertibilidad. De mantenerse la convertibilidad en semejante contexto internacional adverso se producirán efectos muy nocivos. El análisis de Bernanke se centra en la duración de este nuevo ciclo

internacional adverso. Si este contexto de dólar firm y materias primas bajas durara solamente un año y empezara a revertirse hacia 2000, el análisis costo beneficio recomendaba mantener la convertibilidad. Pero si el shock negativo se mantuviera por un par de años más hasta 2002 o 2003, la pérdida de confianza y riesgo de crisis local será inevitable.

Las simulaciones hechas por Bernanke anticipan, de mantenerse el régimen de la convertibilidad bajo el escenario internacional adverso, una caída del PBI del 3% para 1999 y, en el mejor de los casos, un año de estancamiento para 2000, independientemente de quien gane las elecciones y cuánta credibilidad genere. Los números fiscales no mejorarían por más contención del gasto público que se haga. La confianza de los mercados de deuda pública, medida por la tasa de riesgo país, y del sistema financiero, medida por el comportamiento de los depositantes podría ser mantenida por uno o a lo sumo dos años. Pero sería muy probable que hacia fin de 2000 o 2001, el riesgo de default percibido por los inversores con su impacto negativo sobre el sistema financiero y la confianza en la convertibilidad sería creciente (ver cuadro 2).

CUADRO 2: SIMULACIÓN 1999-2002

	1999	2000	2001	2002
Crecimiento real del PBI (%)	-3,4	-0,8	-4,4	-10,9
PBI per capita (1998=100)	95,6	93,8	88,8	78,4
Inversión / PBI (%)	19,1	17,9	15,8	11,3
Producción industrial (%)	-6,4	-0,2	-7,5	-10,1
Tasa de desempleo (% fdp)	13,8	14,7	18,3	17,8
Inflación minorista (%)	-1,8	-0,7	-1,5	41,0
Inflación mayorista (%)	1,2	2,4	-5,3	118,0
Tipo de cambio nominal - AR\$/US\$	1,0	1,0	1,0	3,2
Tipo de cambio real - Dic. '98 =100	102	107	111	282
Exportaciones - US\$ MM	23,3	26,4	26,6	25,7
Importaciones - US\$ MM	25,5	25,2	20,3	9,0
Balanza comercial - US\$ MM	-2,2	1,2	6,3	16,7
Reservas internacionales - US\$ MM	26,4	25,1	14,5	10,5
Resultado primario fiscal (% PBI)	0,3	1,0	0,1	0,7
Resultado financiero (% PBI)	-2,6	-2,4	-3,7	-1,5
Deuda pública - US\$ MM	121,9	128,0	144,5	137,3

Finalmente, la simulación concluye que hacia 2001 o más tardar 2002 el país perdería la confianza del depositante, la fuga de capitales sería insostenible y las consecuencias sobre el sistema bancario y el crédito público serían incalculables. El PBI podría caer entre 10 y 15% adicional entre 2001 y 2002, el desempleo ir por arriba del 20% y el humor social cambiar

fuertemente. La opinión pública atribuiría la crisis a la década del 90 en general y habría una presión política y social para cambiar el modelo hacia mayor populismo e intervención estatal. Una crisis deflacionaria y contractiva tendría tanto efecto político y social como lo tuvo la hiperinflación de 1989, sólo que en vez de inducir a la población a apoyar una organización económica de mercado, haría exactamente lo contrario.

El 21 de marzo de 1999, Menem llama a una reunión de emergencia en Olivos a los dos máximos pre candidatos presidenciales, E. Duhalde y F. de la Rúa, acompañados por sus posibles Ministros de Economía J. Remes Lenicov y J.L. Machinea. La sorpresa es total, nadie esperaba ser convocado en apoyo a un programa de salida ordenada de la convertibilidad. Menem expone el proyecto de ley que será enviado al Congreso para su aprobación e implementación a partir del 1 de abril. En el octavo cumpleaños de la convertibilidad, Poder Ejecutivo y Legislativo acuerdan reemplazarla por un régimen superador. La discusión es ardua y ambos pre candidatos presidenciales pretender sacar rédito político del tema pero al final prima la cordura. Todos entienden que es lo mejor para cualquier gobierno, tanto saliente como entrante y sobretodo para el país.

Una vez comprometido el apoyo en el Congreso, son citados los gobernadores de provincias, los principales empresarios y sindicalistas, representantes del agro, la industria, la banca y empresas privatizadas. Los banqueros expresan su oposición porque dicen que con el altísimo grado de dolarización, los costos patrimoniales de una suba del tipo de cambio pueden ser altísimos. Sin embargo, la decisión ya está tomada y habrá que ponerse a trabajar.

El proyecto de ley es simultáneamente general y amplio. Autoriza al Poder Ejecutivo la implementación de fuertes medidas que incluyen una nueva política cambiaria que reemplaza el uno a uno que ha regido por ocho años, medidas para fortalecer el sistema financiero teniendo en cuenta el alto grado de dolarización, una propuesta de reestructuración ordenada de la deuda pública para bajar el peso de los servicios en el Presupuesto, la adopción de un régimen de metas de inflación, un programa fiscal de aumento de ingresos y contención de gastos para lograr al cabo de tres años un superávit primario de 3% del PBI, la autorización para negociar con Organismos Internacionales un paquete de apoyo que ayude a “blindar financieramente” el país, un acuerdo con las empresas de servicios públicos para desdolarizar parcialmente las tarifas sin afectar los programas de inversión y “toda otra medida” que ayude a evitar una crisis económica y social que podría ser la peor del siglo.

Las Instituciones del Estado recuperarán un rol activo en la administración de la política económica, coordinando las estrategias fiscales, cambiarias y monetarias. Será un sistema de “reglas flexibles y discrecionalidad acotada”, un punto intermedio entre las reglas rígidas que dejaban sin instrumentos al Estado y la discrecionalidad total parecida a la arbitrariedad y la ausencia de reglas.

Simultáneamente, el espectro político asume como una política de Estado mantener la organización económica de mercado, precios libres, propiedad privada e intervención estatal racional basada en reglas que todos se comprometen a respetar.

4. Lo que pudo suceder (en la macroeconomía):

a) el tipo de cambio

Es el 1 de abril de 1999. El Congreso ha aprobado la ley. Argentina pasa a un régimen de tipo de cambio fluctuante que será determinado mayoritariamente por la oferta y la demanda privada. En un período de transición, el Banco Central establece un sistema transitorio de bandas móviles. Inicialmente, el Banco Central ofrecerá divisas si el tipo de cambio tiende a ubicarse por encima de 1,70 y comprará si tiende a ubicarse por debajo de 1,40. Los primeros dos meses son complicados y el Banco Central debe intervenir vendiendo. Pero a partir de junio, el tipo de cambio se estabiliza entre 1,50 y 1,70 con pocas intervenciones del Banco Central. La tasa de interés en pesos es atractiva y aparecen inversores que apuestan a favor del peso. La demanda de dinero transaccional es estable, la demanda de divisas de importadores cae por la recesión y algunas exportaciones empiezan a ser rentables.

El Banco Central amplía la banda de fluctuación cambiaria y decide que intervendrá solo en situaciones excepcionales. 2000 y 2001 son dos años de relativa estabilidad cambiaria, con tendencia creciente. El tipo de cambio fluctúa entre \$ 1,90 y 2,20 por dos años consecutivos. 2002 vuelve a ser un año complicado en el mercado cambiario. El origen es Brasil donde el posible triunfo de Lula en las elecciones aumentan la incertidumbre. El Banco Central debe vender divisas en varias oportunidades para evitar que el tipo de cambio supere los 3 pesos por dólar. Hay semanas en que lo supera pero el sistema cambiario resiste este shock. Son prácticamente dos años seguidos, desde mediados de 2002 hasta mediados de 2004 en que el tipo de cambio fluctúa en valores levemente superiores a \$ 3 por dólar. El sector exportador recibe estímulos y las importaciones se ven afectadas por el encarecimiento, lo cual contribuye al incipiente proceso de reactivación que empieza a vislumbrarse.

Con mejora del escenario económico, buenos números fiscales y tasas de interés atractivas el tipo de cambio pierde atractivo como inversión y empieza una tendencia declinante. A fin de 2004, por primera vez perfora el piso de 3 pesos pero el Banco Central no interviene para sostenerlo. En 2005, perfora el piso de 2,50, se estabiliza luego en 2,30 por dos o tres años más (ver gráfico 2).

En 2007, las apuestas son en qué momento el tipo de cambio puede perforar el piso de 2 pesos, valor en el que no se ubica desde 2001. el Banco Central recibe presiones de los sectores empresarios para que se comprometa a ponerle un piso pero este muestra su independencia al ratificar su régimen de metas de inflación y tipo de cambio flotante con intervenciones esporádicas.

GRÁFICO 2: TIPO DE CAMBIO NOMINAL



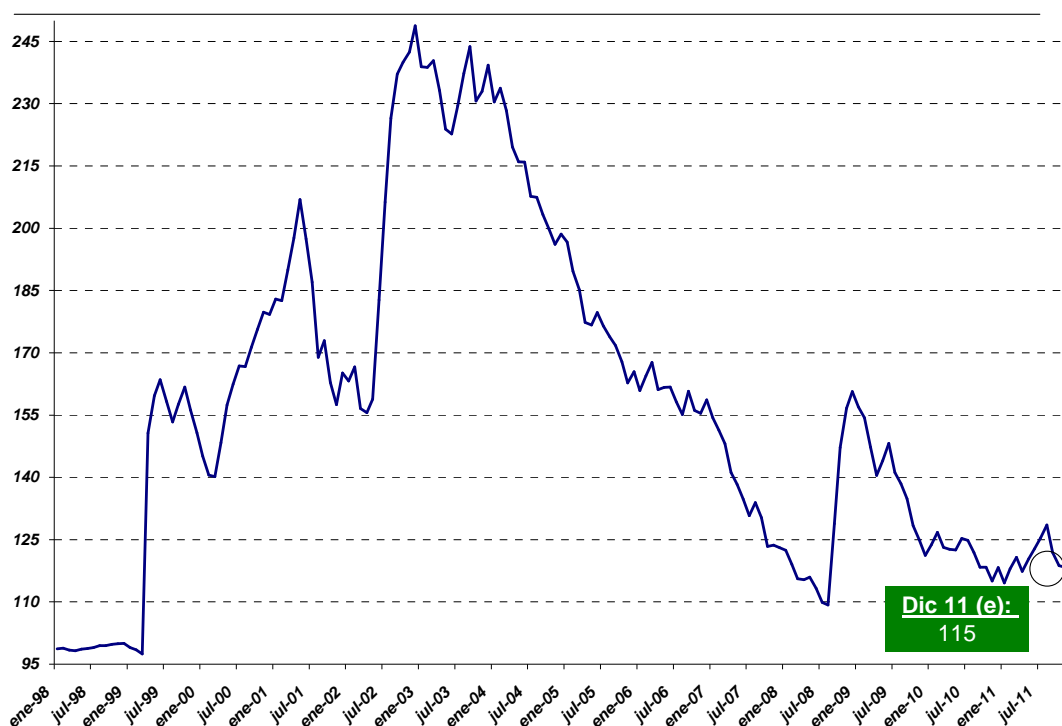
Tal régimen es una vez más testeado cuando en 2008 estalla la mayor crisis financiera internacional. El tipo de cambio sube hasta 2,40, con el Banco Central vendiendo esporádicamente divisas pero sin cambiar el régimen. Durante parte de 2009 el tipo de cambio se ubica alrededor de \$ 2,30/2,40.

Cuando la economía se reactiva rápidamente en 2010 y 2011 el tipo de cambio vuelve a tener presión descendente. La incertidumbre electoral de 2011 no influye en el mercado cambiario, el dólar ha dejado de ser el refugio del público minorista y, por el contrario, el fuerte

influjo de capitales sedientos de oportunidades de inversión vuelve a generar fuerte oferta de divisas. El Banco Central impone regulaciones a la entrada de capitales para frenar la tendencia a la apreciación del peso. Hay semanas en que igualmente el tipo de cambio quiebra el piso de 2 pesos aunque vuelve a subir cuando los mercados mundiales sufren incertidumbre por la deuda soberana de algunos países europeos. Ajustado por inflación, el tipo de cambio real ha vuelto a valores cercanos a los previos al cambio de régimen en 1999, como ocurrió en casi todos los países latinoamericanos (ver gráfico 3).

GRÁFICO 3: TIPO DE CAMBIO REAL

Índice base 1998=100



Argentina ha perdido el miedo a flotar. El Banco Central ha instaurado un régimen de flotación cambiaria con intervenciones para acumular reservas, donde a veces sube y a veces baja, a veces es rentable para los exportadores y a veces genera sensación de atraso cambiario. Cuando esto ocurre todos entienden que es consecuencia de las reglas de juego implementadas en 1999 y perfeccionadas en el tiempo. El sistema ya lleva más de once años y funciona establemente. En el neto el Banco Central ha acumulado reservas que le rinden muy baja tasa de interés. Debe hacer esfuerzos para proteger su patrimonio y que no se haga negativo porque las tasas de interés en pesos, positivas en términos reales, le generan un costo en sus pasivos que emite para esterilizar el aluvión de divisas.

b) el sistema financiero.

Durante la vigencia de la convertibilidad, Argentina ha venido temiendo el impacto de una eventual devaluación sobre la solvencia patrimonial del sistema financiero. El grado de dolarización de activos y pasivos, de préstamos y depósitos es muy elevado. Hay conciencia de una asimetría peligrosa. Mientras los depositantes tienen dólares la mayoría de los deudores no tienen ingresos en moneda extranjera para honrar sus pasivos en dólares.

Tras el cambio del régimen cambiario que aumenta el tipo de cambio un 50% es inexorable un plan para mantener la confianza y solvencia del sistema financiero. El mayor problema es la transición. Habrá que actuar sobre ambos lados de la hoja de balance, activos y pasivos en dólares. Ningún cambio se hace sobre depósitos y préstamos pactados en pesos.

El primer tema son los activos dolarizados de los bancos que han otorgado préstamos a empresas y personas, muchas de las cuales reciben flujos en pesos. Un régimen caso por caso sería muy engorroso y abierto a discrecionalidad. Se implementa una solución general de emergencia.

El Estado emite un Bono de Consolidación Patrimonial del Sistema Financiero, en dólares a diez años a tasa de interés variable por el equivalente al 25% del stock total de préstamos en dólares. Los bancos reciben ese bono a cambio de otorgar una quita equivalente a las empresas e individuos deudores. La reducción del monto de la deuda en dólares en un 25% no significa una licuación medida en pesos constantes, pues el tipo de cambio sube más que la inflación. Los deudores reciben la quita sólo si honran puntualmente los vencimientos por intereses pactados.

Se establece un plazo mínimo de dos años en el cual las entidades financieras no podrán exigir la cancelación del capital adeudado aun cuando madure dentro de ese período (el deudor puede cancelar parcial o totalmente si así lo desea).

Respecto a los depositantes, la solución es más complicada. Se resiste la presión de pesificarlos coercitivamente. Se toman varias decisiones. Los dueños de depósitos de montos grandes (mayores a u\$s 10 M.) no pueden retirar el capital del sistema financiero por un plazo de cuatro años, pudiendo cobrar y retirar los intereses anualmente. A los depositantes de tamaño mediano se les abre la opción por un menú que incluye la disponibilidad por todo el monto del depósito sólo si aceptan voluntariamente la pesificación del capital al tipo de cambio previo a la devaluación y su indexación a la tasa de inflación; alternatively de optar por

mantener el capital en dólares deben aceptar su renovación automática a un plazo mínimo de dos años; la tercera opción es un canje voluntario del depósito contra un título público en dólares (y donde el gobierno hace un “clearing” de su posición contra el propio banco). A los depósitos pequeños se les honra íntegramente el contraro original en moneda y plazo aunque se hace una campaña masiva recomendando el “patriotismo” de dejarlo en el sistema.

La idea madre es que simultáneamente que se preserva la solvencia del sistema se evite un problema de liquidez causado por una corrida de depósitos en dólares que pongan presión sobre el sistema cambiario y en última instancia contra las reservas del BCRA.

Aun tras esta agresiva y novedosa intervención gubernamental el sistema financiero sufre algunos problemas y tensiones. La irregularidad de la cartera de préstamos sube sobretodo en aquellos sectores que ven reducidos sus ingresos en dólares. El plan de pesificación voluntaria de préstamos y depósitos tiene apenas éxito parcial, dado las altas tasas de interés. El Banco Central debe actuar con un esquema de prueba y error para mantener la capitalización del sistema en valores adecuados, que la cartera de préstamos no se deteriore y que la confianza del depositante no se pierda. Conflictivo es el año 2002 cuando el tipo de cambio sube por encima de tres pesos y se vuelven a reavivar tensiones que parecían superadas. Igualmente la situación es manejada por un muy profesional Banco Central.

A partir de 2003-04 el sistema inicia un proceso de remonetización donde en los nuevos flujos opera mayoritaria en moneda local. Las nuevas operaciones en dólares son desalentadas pues ya no es posible prestar en moneda extranjera a personas y empresas que no generan divisas. Solo con el tiempo esta restricción se irá levantando parcialmente y a cambio de fuertes requisitos de capital, liquidez y plazos.

En 2011-12, el sistema financiero está robusto, operando mayoritariamente en moneda local. El ahorrista recibe tasas de interés positivas en términos reales y el ahorro es una alternativa para el ciudadano argentino. La demanda de crédito está genuinamente distribuida entre el Estado quien financia sus vencimientos de deuda con crédito de los bancos, empresas que necesitan financiar parte de sus proyectos de inversión y consumidores que deben ser cuidadosos al tomar créditos pues no existen los aumentos salvadores de salarios que licúen sus deudas. Igualmente nadie añora un sistema bancario como el venezolano que funciona con tasas de interés negativas, incentivos artificiales al endeudamiento y la fuga de capitales.

c) la reestructuración de la deuda pública

La deuda pública en 1998 asciende a 47% del PBI. No es un nivel exageradamente elevado. Sin embargo, la tasa de interés es alta y creciente y los servicios de la deuda pública pesan cada vez en el Presupuesto. Las amortizaciones de la deuda se hacen cada vez más difíciles de refinanciar.

A partir de 1999, el aumento del tipo de cambio, la recesión y el costo del rescate al sistema bancario empeoran la situación patrimonial del Estado. Las proyecciones hechas por la comisión de sostenibilidad de la deuda pública muestran que para 2001 el ratio deuda pública/PBI alcanzaría el 68% y para 2002 llegaría al 80%. En tal situación y en un contexto macroeconómico recesivo, se haría imposible la refinanciación de la misma de acuerdo a los patrones tradicionales.

Basados en estas proyecciones, el gobierno y la oposición coinciden en que algo hay que hacer pero que un default unilateral sería un desastre para la credibilidad del Estado y el país. En sesión especial, el Congreso aplaude la decisión de honrar el crédito público.

Se arma un programa de reestructuración ordenada de la deuda pública. Lo más difícil es cómo convencer a una gran mayoría de tenedores de bonos a ingresar a un canje voluntariamente sin que aparezcan quienes quieran quedarse afuera y cobrar ("free riders"). Se busca y obtiene un paquete de financiamiento de Organismos Internacionales, Banco Mundial y BID que aportan inicialmente u\$s 10 mil M. y prometen futuros desembolsos condicionados a reformas estructurales y metas macroeconómicas. No hay un destino único para dichos fondos. El gobierno puede fortalecer su posición de reservas, recapitalizar el sistema bancario y también usar parte de esos fondos para un pago en efectivo de parte de la deuda a refinanciar. Simultáneamente se arma un fondo Fiduciario para auxiliar a las empresas privadas con fuerte endeudamiento en moneda extranjera en la refinanciación de los mismos, bajo parámetros parecidos a los de la Nación.

El diagnóstico es que el problema es de liquidez y de solvencia. La idea central del menú es no obtener quitas sobre el capital nominal de la deuda. Se prioriza reducir las tasas de interés que paga el gobierno que en promedio le cuestan hasta un 10% anual en dólares a la mitad. Se diseñan distintos tipos de bonos a plazos medios y largos, con tasas inicialmente bajas y luego crecientes.

Las calificadoras de riesgo sostienen que esta propuesta significa un default selectivo y rebajan la calificación de la deuda a riesgo especulativo. Sin embargo el apoyo de gobiernos,

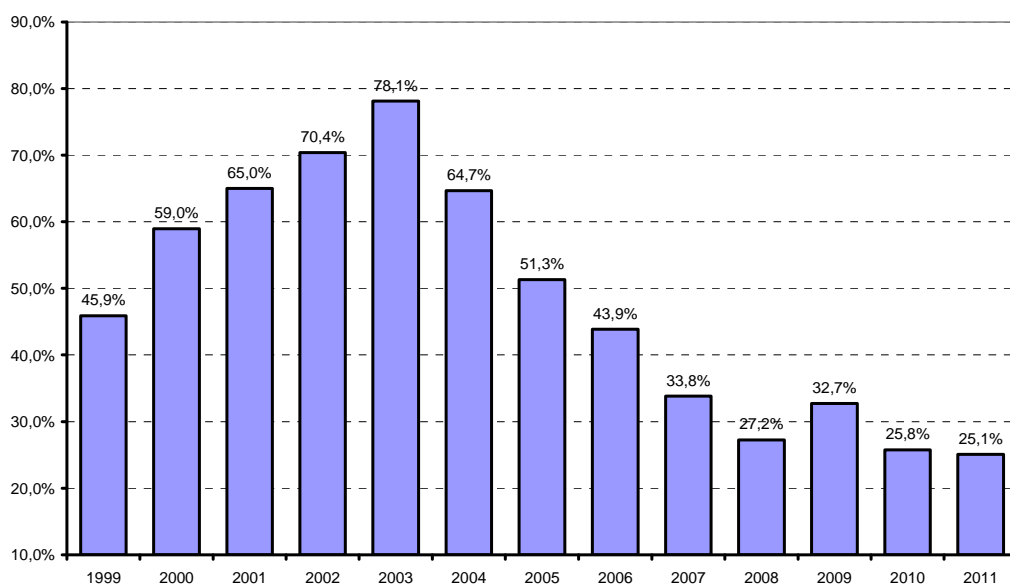
organismos e inversores internacionales reduce la relevancia de esta rebaja. La negociación es larga y mientras tanto el gobierno sigue honrando los títulos. El tiempo urge porque hace falta reducir el peso fiscal de la deuda pública.

Finalmente a mediados de 2000 se informa que un 75% de los acreedores ha aceptado la propuesta de canje. La situación con el restante 25% es confusa porque el gobierno no quiere ni seguir pagando puntualmente (para no perjudicar a quienes aceptaron el canje) ni tampoco declarar un default unilateral. Se crean instrumentos transitorios para ganar tiempo y al cabo de dos años se logra la adhesión de otro 20%. Algunos acreedores puntuales logran cobrar y otros no, la situación es confusa pero hacia 2003 la situación parece normalizada.

A partir de 2004, el gobierno vuelve a los mercados internacionales de deuda para financiar una parte del capital de deuda que empieza a amortizar. A partir de 2005, el gobierno empieza a tomar deuda en el mercado interno y en moneda local que usa para adquirir divisas y amortizar deuda en moneda extranjera.

En 2011-12 el país ha logrado reducir el peso fiscal de la deuda. Al igual que Uruguay (3) lo ha logrado sin default ni quitas. No se ha perdido la credibilidad local e internacional en la deuda pública. El stock de deuda que llegó a alcanzar 80% del PBI en 2003 se ubica en menos de 30% del PBI, proceso al cual se denomina de desendeudamiento. Los servicios de la deuda pública no superan 2% del PBI y se pagan con superávit primario genuino. El Banco Central no provee financiamiento al Tesoro y su balance sigue mostrando solvencia patrimonial. Las amortizaciones de deuda están razonablemente refinanciadas a mediano plazo (ver gráfico 4).

GRÁFICO 4: DEUDA PÚBLICA (en % del PBI)



El país ha vuelto a los mercados de capitales y comienza a repagar los créditos obtenidos de Organismos Internacionales y los bonos emitidos para recapitalizar entidades financieras. Desde 2005 el riesgo país explicado por la sobre tasa que paga un título público argentino es apenas un punto porcentual mayor que el brasileño, spreads que oscila entre medio y dos puntos porcentuales en los siguientes cinco años.

d) la política fiscal.

Desde 1995, la política fiscal sufre la pérdida de los recursos previsionales transferidos al sistema privado de capitalización y el aumento de los intereses de la deuda pública. El resultado fiscal primario ha sido cero y los ingresos por privatizaciones han terminado. 1999 es un año malo para iniciar un ajuste fiscal pero no hay otro remedio. El gobierno se compromete a subir impuestos y controlar gastos de manera de obtener un superávit primario de 1% del PBI en 2000 hasta alcanzar 3% en 2003, con finanzas provinciales equilibradas.

La primera medida es instaurar derechos a las exportaciones agrícolas y petroleras del 10% y del 4% para los restantes productos. A un tipo de cambio de 1,60 y costos relativamente estables, los sectores exportadores pueden afrontar dicho costo a pesar de la recesión. Para el presupuesto de 2000, se establece un impuesto a los créditos y débitos bancarios de 0,3%, con pocas excepciones y un impuesto del 1,5% para los retiros en efectivo del sistema bancario que

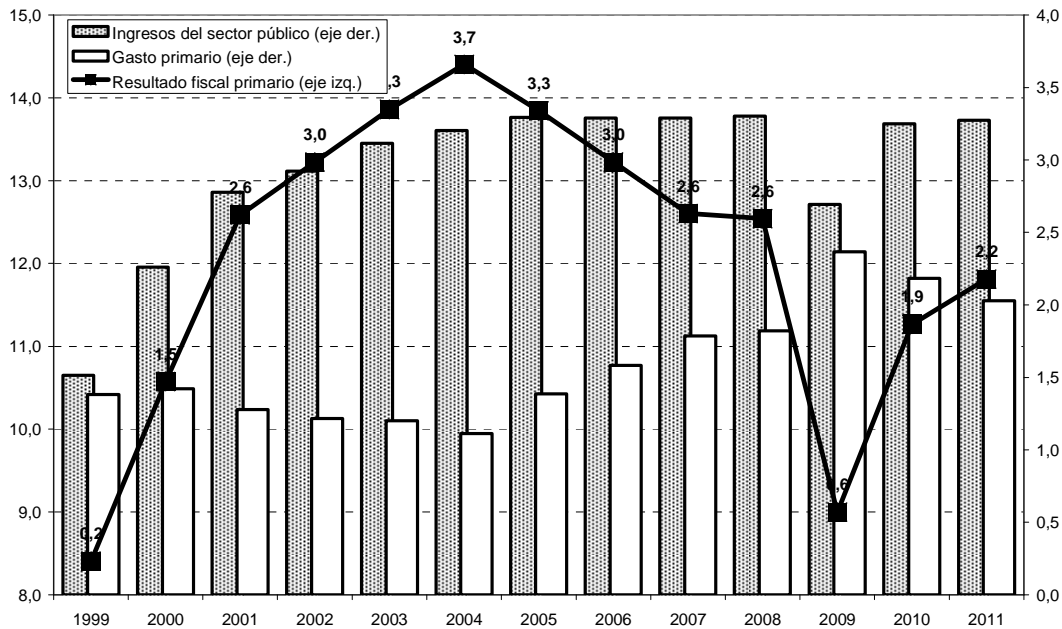
excedan los \$ 20 mil por mes. Las rebajas de aportes patronales que regían desde 1996 son eliminadas.

A pesar de que 1999 y 2000 son años recesivos, el aumento de los precios internos cercanos al 10% anual permite mejorar los ingresos fiscales en 12% nominal por año. Fuertes medidas de contención de gastos públicos hacen que estos crezcan menos del 5% anual, cayendo en términos reales. El gobierno hace esfuerzo por explicar que es mucho menos doloroso subir poco el gasto nominal con inflación al 10% que bajar salarios y jubilaciones en términos nominales cuando hay deflación. No tiene mucho éxito en convencer a jubilados y empleados públicos y se suceden quejas y huelgas. El sector construcción se queja de que la obra pública está paralizada Pero la firmeza de los gobiernos saliente y entrante permite mantener el gasto público bajo control.

Las metas fiscales se cumplen apenas parcialmente y por lo tanto no puede cumplirse la promesa de reducir los derechos de exportación. Apenas se autoriza a computar parte de los mismos como pago a cuenta del impuesto a las ganancias. Recién a partir de 2003 la reactivación permite cumplir la meta de superávit primario de 3% del PBI, con algún aumento del gasto público que distiende algo la situación social (ver gráfico 5).

Cuando los precios internacionales de productos de exportación suben, el gobierno resiste la tentación de aumentar el gasto público y crea el Fondo de Estabilización de la Soja. El gobierno que asume en 2007 aumenta los derechos de exportación a la soja al 20% ante la queja de los productores que si bien no sufren aumentos de costos sí sufren la caída del tipo de cambio. Se suspende el ajuste por inflación en los balances de las empresas lo que eleva en uno o dos puntos la tasas implícita del impuesto a las ganancias. El gasto público empieza a subir más rápidamente que la suma del crecimiento más la inflación a un ritmo del 15% anual.

GRÁFICO 5: EVOLUCIÓN DE LAS CUENTAS FISCALES



Los ingresos adicionales por retenciones serán sacados del Presupuesto y ahorrados en un Fondo. Con la revolución que se produce en los años siguientes en exportaciones sojeras, Argentina logra acumular un interesante monto ahorrado que sólo es usado durante la recesión de 2009

Sólo 2009 es un año de déficit fiscal como consecuencia de la recesión internacional y el aumento de gastos con fines sociales. Pero en Argentina ya hace un par de años que las cuentas fiscales se calculan no sobre base caja sino sobre bases estructurales. El gobierno está autorizado, por ley y por los inversores, gastar de más en años malos recesivos porque previamente ha ahorrado y gastado menos en años de crecimiento.

La situación se revierte y en 2011 las finanzas públicas vuelven a estar saneadas. La candidata Cristina Fernández emula a Dilma Roussef Presidenta de Brasil y anuncia que, de ganar, implementará en 2012 un programa de ajuste fiscal para garantizar la solvencia fiscal. El candidato de centro derecha Macri emula al Presidente Piñera y dice que es hora de aumentar el gasto público en infraestructura pues el país necesita autopistas, puertos y viviendas. Sin embargo, hace años que la política fiscal está más influida por las leyes y las instituciones que por los deseos y anuncios de los Presidentes.

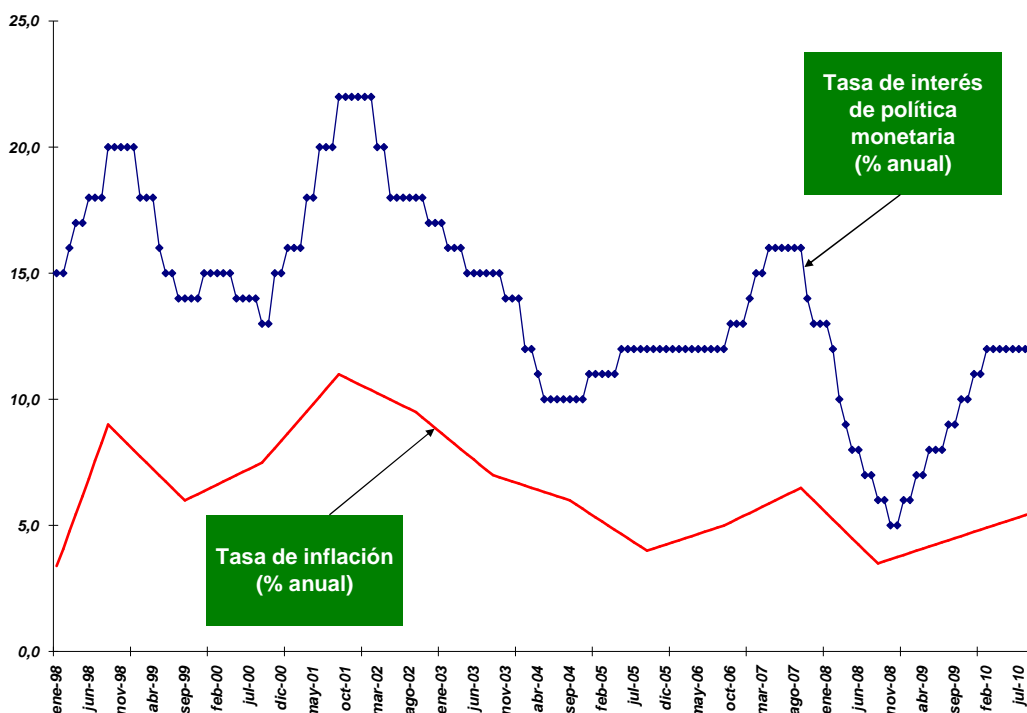
e) el régimen de metas de inflación

Junto con la ley omnibus, el Congreso modifica la Carta Orgánica del Banco Central. Se ratifica su status de Institución que recibe un mandato del Congreso y que cuenta con autonomía operacional para alcanzar dichos objetivos, en coordinación con otras Instituciones del Estado. El Congreso delega en el Banco Central la misión legal de obtener una tasa de inflación positiva, baja y declinante. Es un mandato dual pues simultáneamente debe evitar tanto la inflación como la deflación y suavizar los ciclos económicos para que la economía no opere con capacidad ociosa y alto desempleo.

Durante el segundo semestre de 1999 el Banco Central tiene una ardua tarea. Debe administrar un mercado cambiario que está volátil, un sistema financiero afectado por el aumento del tipo de cambio y establecer la regla de funcionamiento de un sistema de metas de inflación. El “inflation targeting” es un sistema exitoso en el mundo y en la región. El Banco Central de Brasil, interesado en la estabilidad de la economía argentina, colabora enviando a un miembro de su staff A. Tombini, cerebro del sistema implementado en su país (4). Propone un régimen que mire al futuro (“forward looking”) y establecer metas realistas pero exigentes. La clave es que la tasa de inflación no supere en los primeros años 10% anual. A partir de 2001 el compromiso con la meta de inflación es más contundente pero paradójicamente 2002 es un año donde el Banco Central no puede cumplir con su objetivo y la tasa de inflación anual vuelve a orillar 10% anual (ver gráfico 6).

La tasa de interés es el instrumento intermedio elegido. Hay meses en que se ubica en 20% pero cuando finalmente parecía que podía volver al 10% anual debe ser subida nuevamente. El sector empresario protesta cuando la tasa de interés es positiva y el tipo de cambio está cayendo.

GRÁFICO 6: INFLACIÓN Y TASA DE INTERÉS



En el segundo semestre de 1999 y 2000 la tasa de inflación amenaza con superar el 10% anual. Sin embargo el Banco Central tiene éxito en controlar las expectativas inflacionarias. En 2001 y 2002 la tasa de inflación cae al 6% anual pero vuelve a subir en 2003 con el deslizamiento del tipo de cambio y la incipiente reactivación de la economía. Pero a partir de 2004 se demuestra que es compatible obtener una tasa de crecimiento satisfactoria con un objetivo de inflación de un dígito anual. Hacia 2007-08 con la economía operando cerca del máximo potencial y el pleno empleo, el Banco Central debe subir la tasa de interés a valores positivos en términos reales para contener las presiones. Pero la crisis financiera internacional obliga a revertir la política monetaria a un estado expansivo en 2009.

En 2011-12 el régimen de metas de inflación ha logrado una década de inflación positiva, baja y estable, con éxito eliminando tanto el riesgo de inflación como deflación. Las tasas de interés han sido positivas en términos reales pero sin alcanzar niveles perjudiciales para los tomadores de crédito. El tipo de cambio flotante, con momentos de tipo de cambio alto y creciente y otros en que ocurre lo contrario, ha mostrado su compatibilidad con la meta de inflación. El peso está recuperando sus funciones de medio de cambio, reserva de valor y unidad de cuenta.

f) la reformulación de contratos de servicios públicos privatizados

Durante la década del 90 Argentina ha privatizado empresas de servicios públicos. Un elemento central ha sido la dolarización de las tarifas, elemento central para atraer inversores extranjeros y alentar la inversión. Es una política consistente con el régimen de convertibilidad. El problema aparece en 1999 cuando, manteniendo la organización económica basada en la propiedad privada y los mercados competitivos, se decide cambiar el régimen cambiario.

Hay un dilema. Mantener las tarifas dolarizadas implicará un gran costo para los usuarios, empresas y consumidores que no tendrán sus ingresos ajustados por el tipo de cambio. El otro extremo sería pesificar compulsivamente los contratos, lo cual implicaría ruptura unilateral de contratos, conflictividad judicial y desaliento a la inversión.

Se opta por un régimen mixto. Los entes de regulación trabajan profesionalmente tanto con los concesionarios como con asociaciones de consumidores y empresas demandantes. La fórmula polinómica incluye un componente dolarizado ligado al costo del capital invertido y los futuros requerimientos de inversión. Hay un componente ligado a los costos internos, laborales y bienes locales donde la tarifa se determinará en pesos.

La negociación no es fácil pero al cabo de tres años casi todos los contratos han sido renegociados. La recesión inicial reduce los requerimientos de inversión, lo cual ayuda a ganar tiempo. Hacia 2003, el país ha logrado consensuar un modelo equilibrado con tarifas públicas en valores parecidos a los países vecinos, esquemas de subsidios puntuales para usuarios de muy bajos ingresos y un pequeño esquema de subsidios cruzados para atender a las Pymes intensivas en uso de energía. Las empresas vuelven a invertir. Algunos grupos locales entran en el negocio de la energía que se convierte en uno de los más competitivos de la región.

g) Crecimiento, inversión, consumo y comercio exterior

Entre 1999 y 2002, el PBI apenas se mantiene estancado con casi cero de crecimiento. El sector industrial sufre un poco más y la tasa de desempleo alcanza 16% en 2000 y se mantiene apenas por debajo de la misma en los años siguientes. El superávit comercial es bajo y las reservas internacionales se estancan. Las cuentas fiscales reflejan un superávit primario logrado con mucho esfuerzo, dado el estancamiento económico, y no alcanza para evitar que incluyendo los servicios (reducidos) de la deuda pública haya déficit fiscal financiero (ver cuadro 3).

CUADRO 3: RECESIÓN SIN CRISIS

	1999	2000	2001	2002
Crecimiento real del PBI (%)	-0,4	0,3	1,0	0,6
PBI per capita (1998=100)	98,5	97,8	97,9	97,7
Inversión / PBI (%)	20,5	19,5	19,0	18,0
Producción industrial (%)	-3,0	0,5	-5,0	-3,0
Tasa de desempleo (% fdp)	15,0	16,0	15,3	15,5
Inflación minorista (%)	9,0	6,0	7,5	11,0
Inflación mayorista (%)	15,0	10,0	8,5	13,0
Tipo de cambio nominal - AR\$/US\$	1,60	1,95	1,90	3,10
Tipo de cambio real - Dic. '98 =100	151	179	165	249
Exportaciones - US\$ MM	26,0	27,0	28,0	30,0
Importaciones - US\$ MM	26,0	27,0	26,0	25,5
Balanza comercial - US\$ MM	0,0	0,0	2,0	4,5
Reservas internacionales - US\$ MM	24,5	24,0	24,2	24,6
Resultado primario fiscal (% PBI)	0,2	1,5	2,6	3,0
Resultado financiero (% PBI)	-3,1	-2,4	-0,4	0,8
Deuda pública - (% PBI)	45,9	59,0	65,0	70,4

Es un período muy duro pero sin crisis terminal. Argentina se suma al club de los países latinoamericanos que muestran que en períodos duros se estancan pero no quiebran las reglas de juego. Los esfuerzos políticos de De la Rúa por convencer a la sociedad de que de haberse aplicado otra política que incluyera default, maxi devaluación e inflación, los costos de actividad hubieran sido peores no tienen éxito.

Hacia mediados de 2003, la recesión ha tocado fondo y se inicia un proceso de recuperación económica, primero cíclica y luego más duradera (ver cuadro 4). La economía crecerá en los siguientes cuatro años a un promedio del 4% anual y la tasa de desempleo logra bajar del 10% en 2005.

El sector agrícola inicia lo que sería el salto tecnológico más importante de los últimos cien años, encabezado por la soja. Mejoras genéticas, sistema de siembra directa, uso de herbicidas y fertilizantes mejoran fuertemente los rindes. Zonas del centro norte del país desérticas se transforman en fértiles expandiendo la frontera agrícola. La cosecha de soja se quintuplica en menos de quince años. Los precios internacionales agrícolas mejoran inicialmente y se tornan francamente muy favorables a partir de 2008, lo cual compensa la caída del tipo de cambio y la imposición de derechos a la exportación.

CUADRO 4: LA ETAPA DE LA RECUPERACIÓN

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Crecimiento real del PBI (%)	5,0	4,5	3,5	4,0	4,0	5,5	-1,0	6,0	5,5
PBI per capita (1998=100)	101,7	105,3	108,1	111,4	114,9	120,2	118,0	124,0	129,5
Inversión / PBI (%)	18,5	18,8	19,0	19,4	21,0	21,6	20,5	22,0	23,0
Producción industrial (%)	4,5	6,5	4,0	5,8	6,3	4,3	-1,0	6,5	5,0
Tasa de desempleo (% fdp)	14,4	13,2	11,5	10,5	9,0	8,7	9,7	8,3	7,8
Inflación minorista (%)	9,5	7,0	6,0	4,0	5,0	6,5	3,5	4,5	5,5
Inflación mayorista (%)	6,3	12,7	2,3	4,5	9,1	10,3	-2,5	8,7	7,9
Tipo de cambio nominal - AR\$/US\$	3,2	2,8	2,4	2,3	1,8	2,5	1,9	1,9	2,0
Tipo de cambio real - Dic. '98 =100	239	199	165	159	123	161	121	118	115
Exportaciones - US\$ MM	31,0	36,0	40,0	45,0	55,0	70,0	55,0	66,0	76,0
Importaciones - US\$ MM	27,0	29,5	35,0	42,0	57,0	68,0	59,0	67,0	76,0
Balanza comercial - US\$ MM	4,0	6,5	5,0	3,0	-2,0	2,0	-4,0	-1,0	0,0
Reservas internacionales - US\$ MM	25,0	33,0	40,0	47,0	57,0	68,0	64,0	68,0	76,0
Resultado primario fiscal (% PBI)	3,3	3,7	3,3	3,0	2,6	2,6	0,6	1,9	2,2
Resultado financiero (% PBI)	1,3	1,3	0,6	0,1	0,3	1,1	-0,8	0,9	1,2
Deuda pública - (% PBI)	78,1	64,7	51,3	43,9	33,8	27,2	32,7	25,8	25,1

El sector industrial recupera rentabilidad en los años de tipo de cambio alto pero invierte en procesos reductores de costos para cuando el tipo de cambio vuelva a valores inferiores más normales. Consumo e inversión crecen de manera equilibrada, al igual que exportaciones e importaciones. Se verifica superávit comercial como en casi todos los países de la región. El sistema de cambio flotante no impide la intervención del Banco Central que acumula reservas internacionales.

En 2011, el PBI per cápita es 45% superior al de 1999, las exportaciones están por alcanzar los u\$s 80 mil M., la inversión se ubica en 23% del PBI, con muy buena performance de la inversión privada y una inversión pública que todavía está rezagada por las restricciones que impone la política fiscal. El desempleo se ubica por debajo del 10%, con aumento del empleo privado y más rezagado en el sector público.

5. ¿Pudo haber ocurrido?

Este escrito conjetura qué podría haber pasado en la historia política, económica y social de Argentina si en 1999 se hubiera implementado una salida ordenada de la convertibilidad. A la luz de lo efectivamente ocurrido y aprendido en la siguiente década, este escenario hubiera sido perfectamente posible. Sin embargo, es más difícil contestar la pregunta si, con la información y situación que se verificaba en 1999, esto hubiera sido posible. Aquí la respuesta es más incierta. Desde el punto de vista político, Argentina ha mostrado una histórica incapacidad para efectuar

cambios de regímenes y políticas exitosas que requieren cambios preventivos antes de que los problemas sean evidentes. Los gobernantes suelen entusiasmarse con políticas que bajo ciertas condiciones dan réditos y resultados pero no tienen vocación ni capacidad para anticipar problemas que terminan generando costos mayores que los que se quiere evitar.

Desde el punto de vista económico propiamente dicho, también la respuesta es incierta. Internacionalmente, el programa económico argentino era visto con simpatía. No había claras recomendaciones para cambiar. El Fondo Monetario no iba más allá de sus tradicionales recomendaciones de fortalecer la política fiscal y la prudencia financiera. Los mercados de capitales no estaban preparados para reformulaciones integrales sobretodo en materia de deuda pública.

Macroeconómicamente los costos recesivos y patrimoniales de los procesos deflacionarios no eran tan evidentes y recién empezaron a ser reevaluados en EE.UU. con posterioridad a 2001. Localmente, los grupos de pensamiento económicos nunca lograron (logramos) hacer una evaluación integral y equilibrada de la situación. Los distintos equipos económicos que hasta 2001, estuvieron a cargo de administrar la convertibilidad ponían alternativamente énfasis en temas puntuales sin llegar a un análisis integral. A veces se privilegió el fortalecimiento fiscal y financiero, a veces la necesidad de mejorar la competitividad y bajar el peso de la deuda pública. Pero nunca se logró elaborar una propuesta integral que abarcara simultáneamente los problemas de competitividad, fiscal, endeudamiento, solvencia del sistema financiero y reformulación de contratos. El autor de esta nota escribió en 2000 un documento explicando todos los problemas y desafíos que generaba el mantenimiento de la convertibilidad pero no se animó a proponer modificaciones importantes, dado los desafíos que los cambios generaban (5).

Cuando se releen notas escritas incluso en 2001 por muchos de los que actualmente dicen que en su momento se opusieron al sistema de convertibilidad, se llega a la conclusión de que la profesión toda estuvo en deuda respecto a la situación de entonces. Por el contrario, todos aquellos que se opusieron desde el inicio a las reformas económicas de la década no sólo equivocaron timing de sus propuestas sino que nunca lograron articular una propuesta que no significaran el retorno al populismo, las intervenciones gubernamentales discrecionales o inflación.

Obviamente sí había propuestas para cambiar el sistema económico pero del tipo de las que hubieran significado el retorno de la inflación, la intervención discrecional del Estado, la falta de reglas de juego y todo lo que significó posteriormente el regreso del populismo.

Lamentablemente, nunca hubo una propuesta integral que intentara el mantenimiento de la organización económica adoptada en la década, similar a la que mantuvieron casi todos países exitosos de la región, simultáneamente con reformas al régimen macroeconómico que tuviera en cuenta el nuevo contexto internacional y mantuviera los principios de estabilidad monetaria y solvencia fiscal.

En apéndice, se presentan una serie de gráficos que muestran la evolución a lo largo del tiempo de variables claves bajo el escenario “conjetura” y su comparación bajo lo que efectivamente ocurrió en la realidad. Son simulaciones hechas a partir del sentido común y no pretenden entrar en discusión de decimales específicos. No queremos distraernos en los detalles sino enfatizar el tema principal del documento. La crisis terminal de 2001 y 2002 que se incubó entre 1999 y 2000 no fue una consecuencia del “modelo neoliberal” de la década del 90 (visión populista) ni tampoco porque las reformas de mercado se quedaron a mitad de camino, el gasto público era demasiado alto y/o porque faltó una mayor flexibilización laboral (visión liberal organizacional).

El eje central expuesto en este documento es que el régimen macroeconómico construido alrededor de la convertibilidad bimonetaria (apropiado hasta 1998) quedó desairado ante el nuevo contexto internacional que rigió post crisis de Rusia en 1998. La necesidad de entrar en un ajuste deflacionario era imposible de ser exitosa, aun cuando se hubieran implementado más eficientemente algunos de los intentos que ocurrieron en el camino. La deflación exitosa era imposible porque hubiera coexistido con insolvencia del sistema financiero, alto riesgo de la deuda pública, recesión con desempleo y déficit fiscal.

La solución hubiera requerido un programa integral que abordara simultáneamente la cuestión de la competitividad y tipo de cambio real, la situación fiscal y endeudamiento público y privado, la problemática de un sistema bancario altamente dolarizado.

Las propuestas presentadas en este documento contrafáctico han sido hechas desde un pragmatismo moderado que no da lugar a dogmatismos exagerados. En nuestra opinión, una política económica similar a la propuesta hubiera evitado la crisis financiera y económica de 2001 y 2002. Esos años hubieran sido muy duros y complicados pero sin caer en la mayor crisis económica y social de la historia. Como contrapartida y como lógica consecuencia de los anterior, la recuperación posterior hubiera sido mucho más moderada que la que hubo en la realidad. Esta reducción de la volatilidad hubiera sido condición necesaria y suficiente como para que el proceso político argentino hubiera sido más parecido al que vivieron Brasil, Chile y

Uruguay que al que efectivamente vivió y sigue viviendo Argentina. Lamentablemente, será imposible de corroborar en la práctica y queda simplemente como un ejercicio intelectual cercano a la literatura de ficción, salvo que otra crisis nos obligue a aprender lecciones de la historia.

Referencias

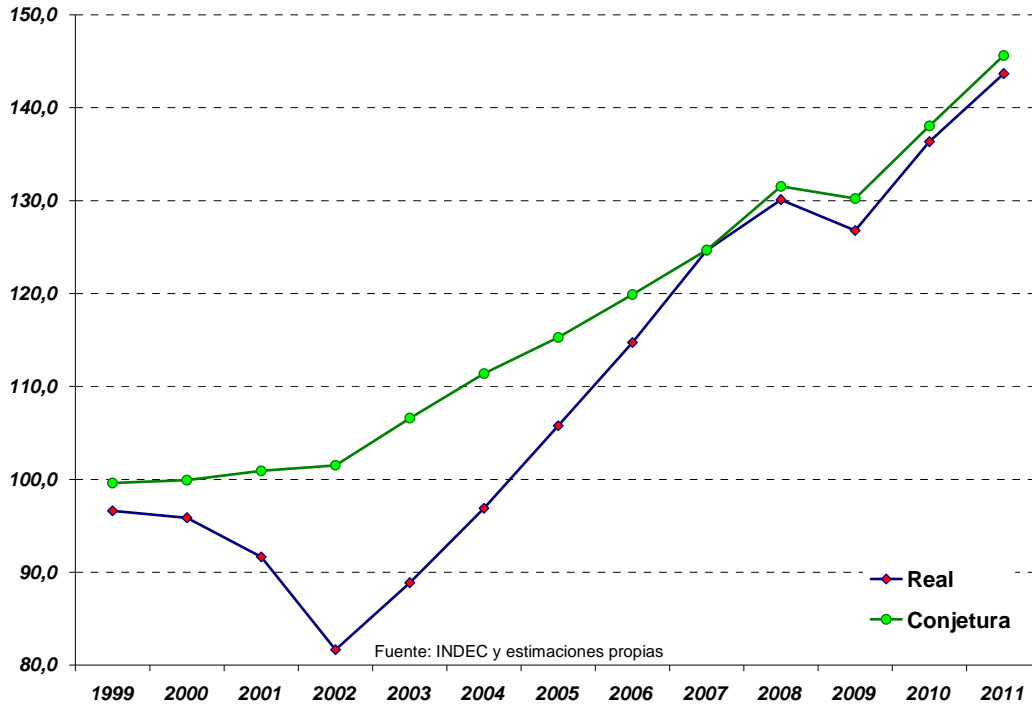
- (1) Fraga, Rosendo. “¿Qué hubiera pasado si ...? Historia argentina contrafáctica”. Ed. Vergara, 2008.
- (2) Bernanke, Ben. “Some thoughts on monetary policy in Japan”, May 31, 2003, en www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches
- (3) Banco Central del Uruguay, www.bcu.uy/estadísticas , ver Indicadores de Finanzas Pública
- (4) Tombini, Alexandre y otros. “Implementing inflation targeting in Brazil”. Banco Central do Brasil, 1999.
- (5) Santangelo, Rodolfo. “A diez años de la convertibilidad: ¿gracias por los servicios prestados o feliz próxima década”? en Asociación Argentina de Economía Política, Jornadas de 2000, Córdoba.

APÉNDICE

REALIDAD vs CONJETURA

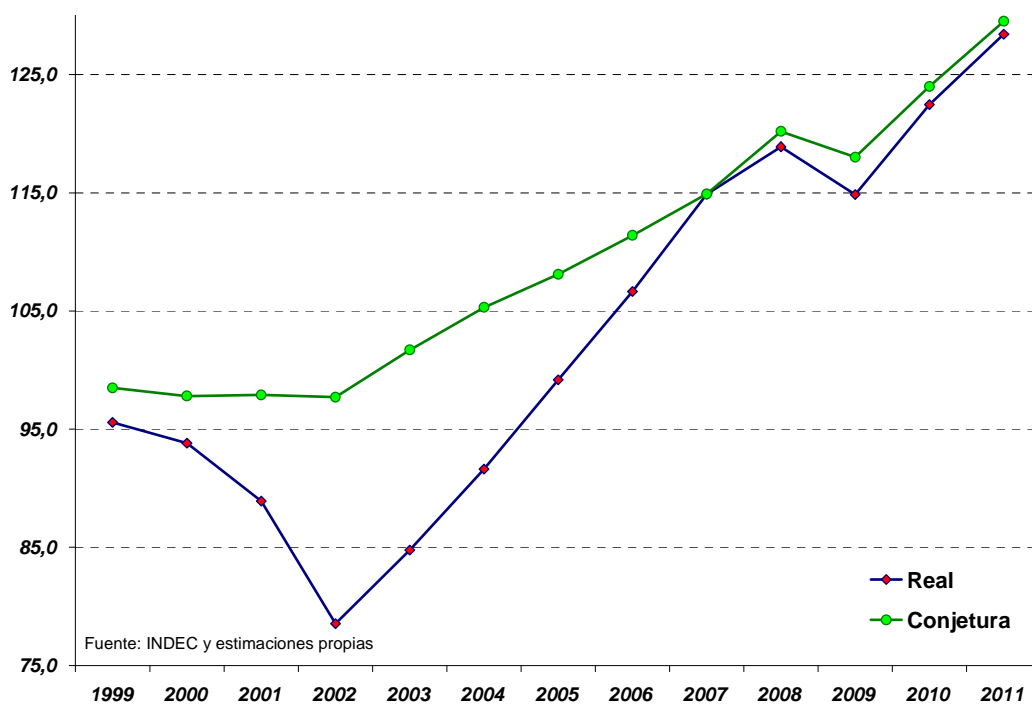
PBI

índice base 1998=100



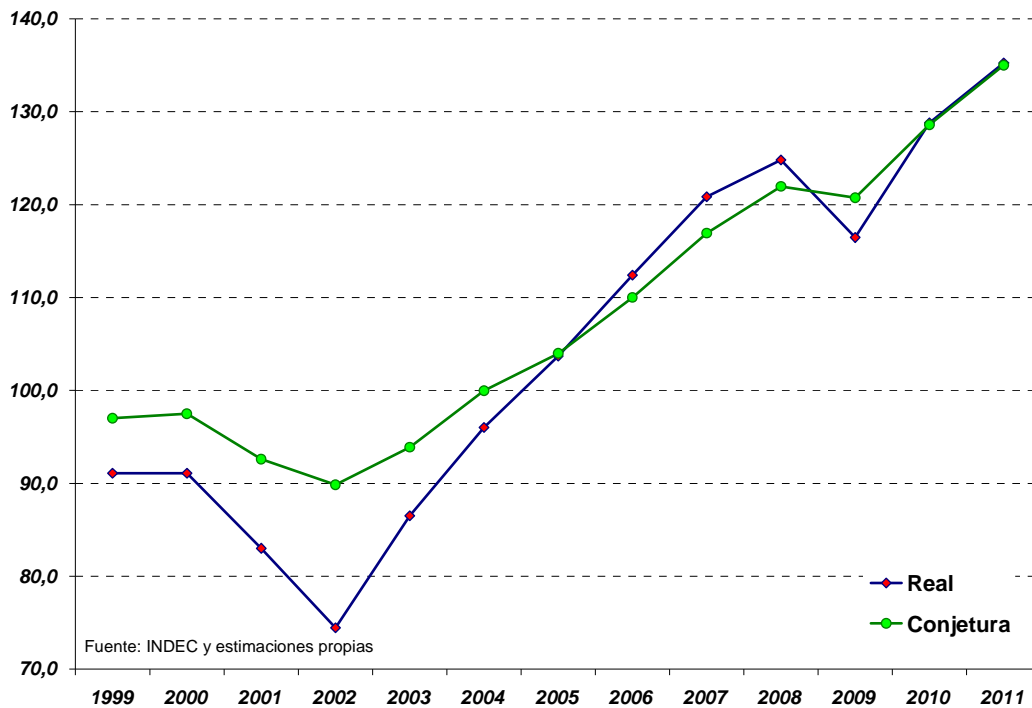
PBI PER CÁPITA

índice base 1998=100



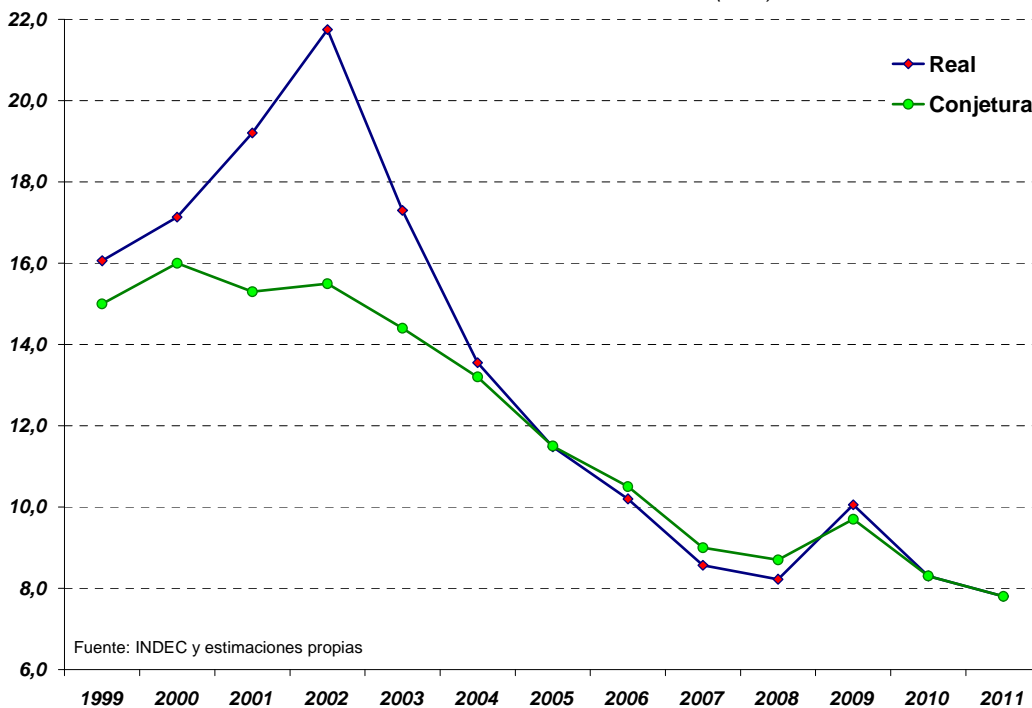
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

índice base 1998=100



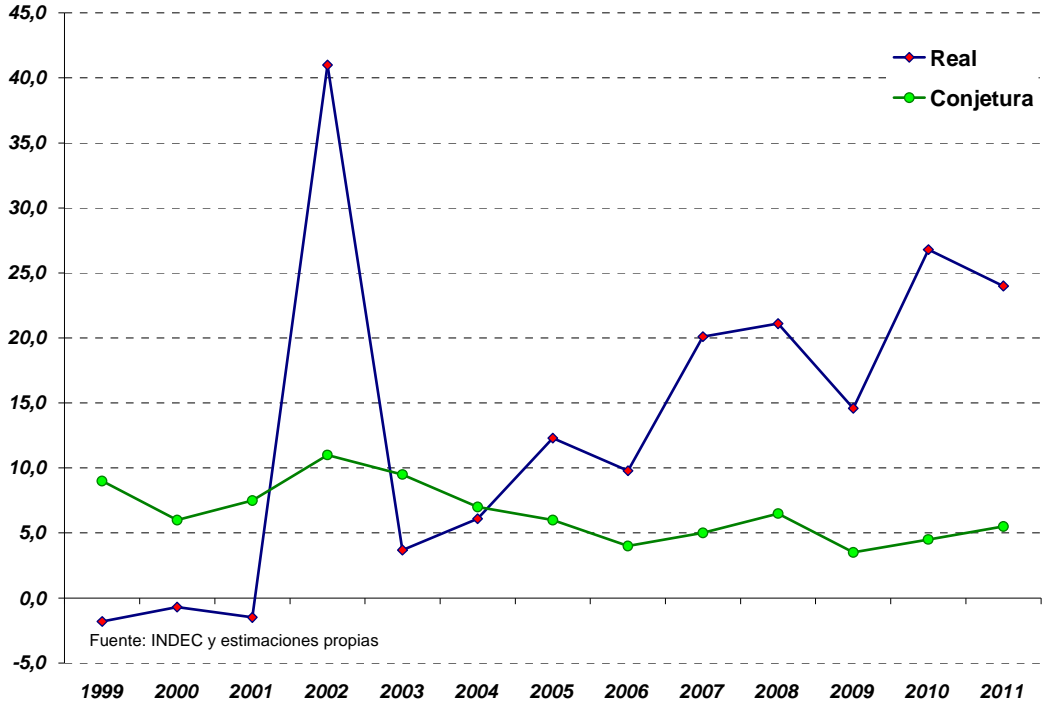
DESEMPLEO

% de la Población Económicamente Activa (PEA)



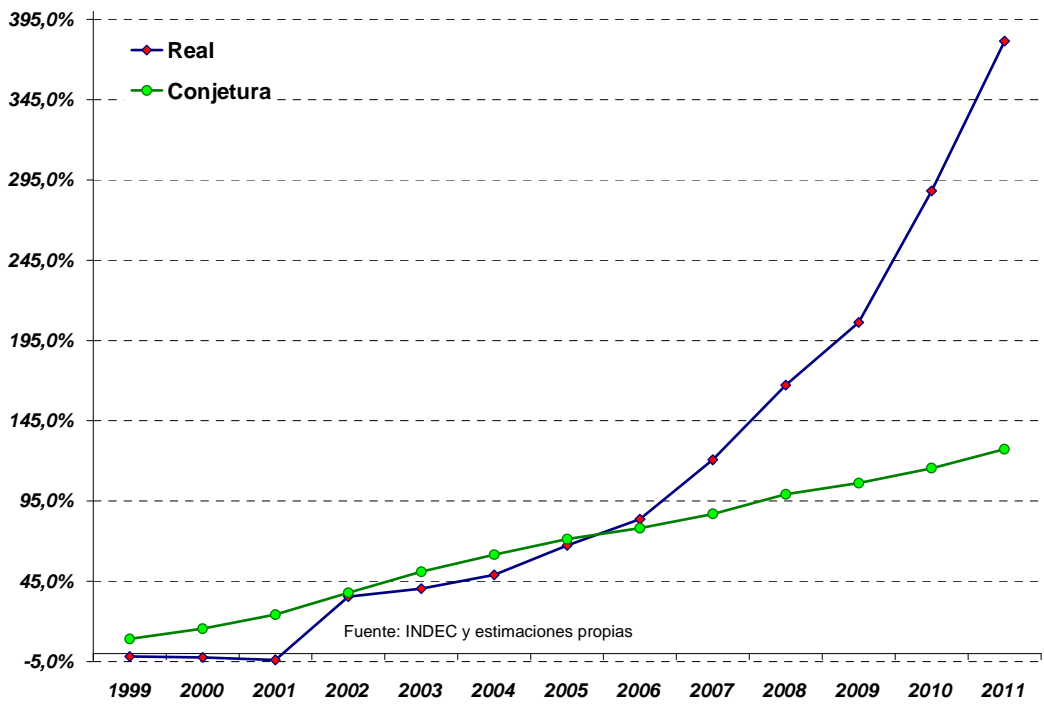
INFLACIÓN

% anual



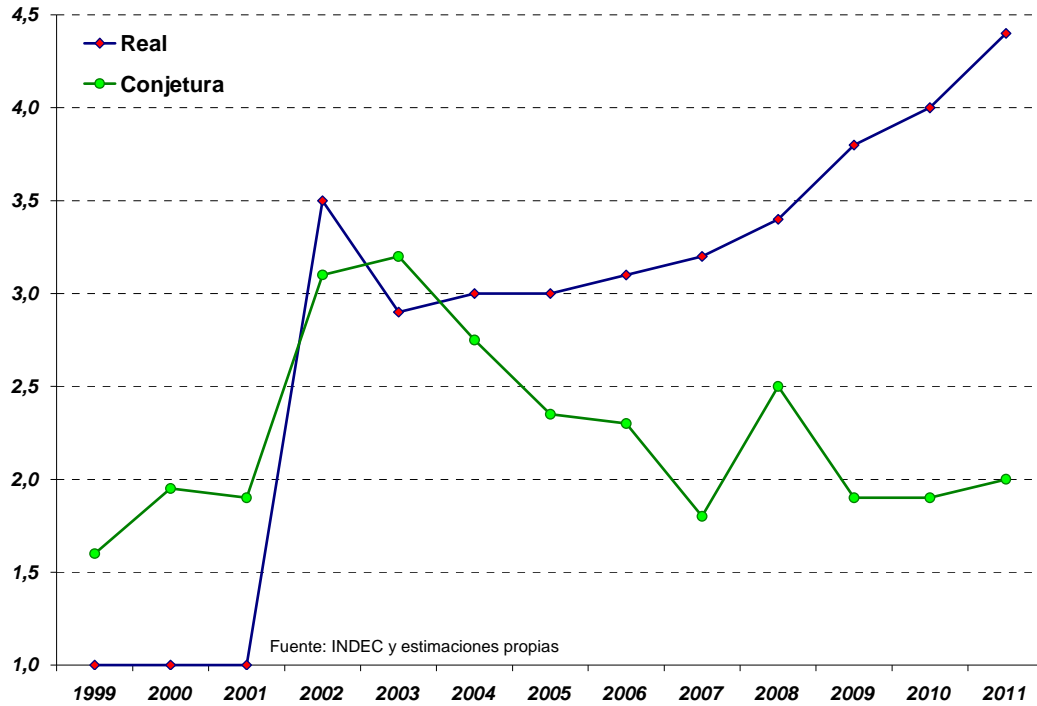
INFLACIÓN

% acumulada



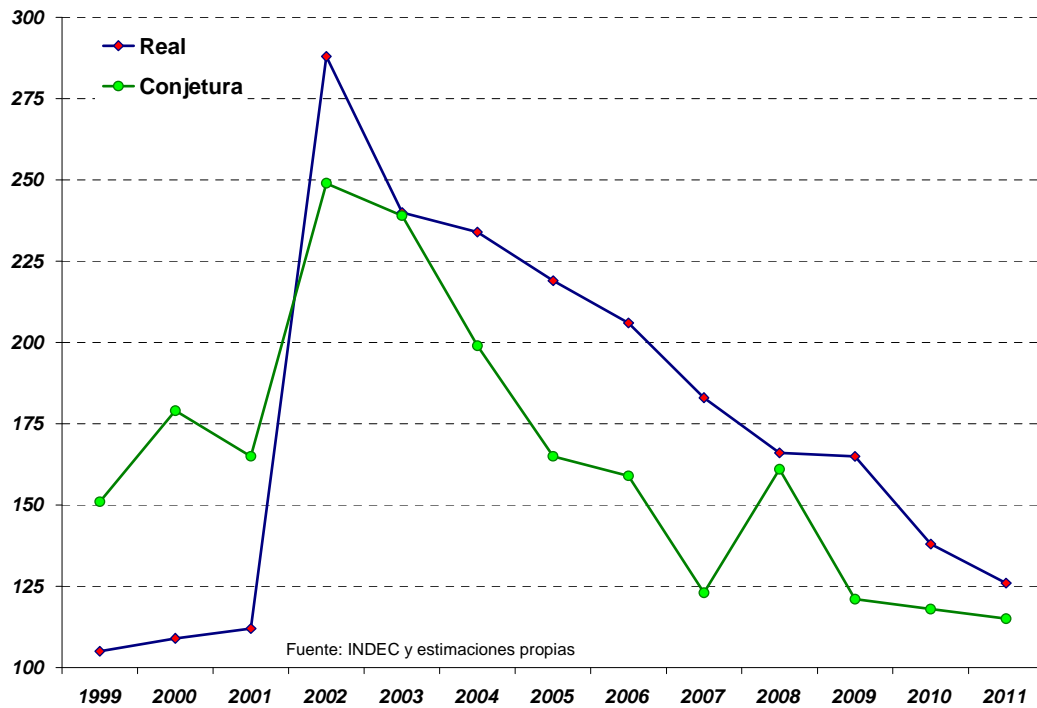
TIPO DE CAMBIO NOMINAL

\$/US\$



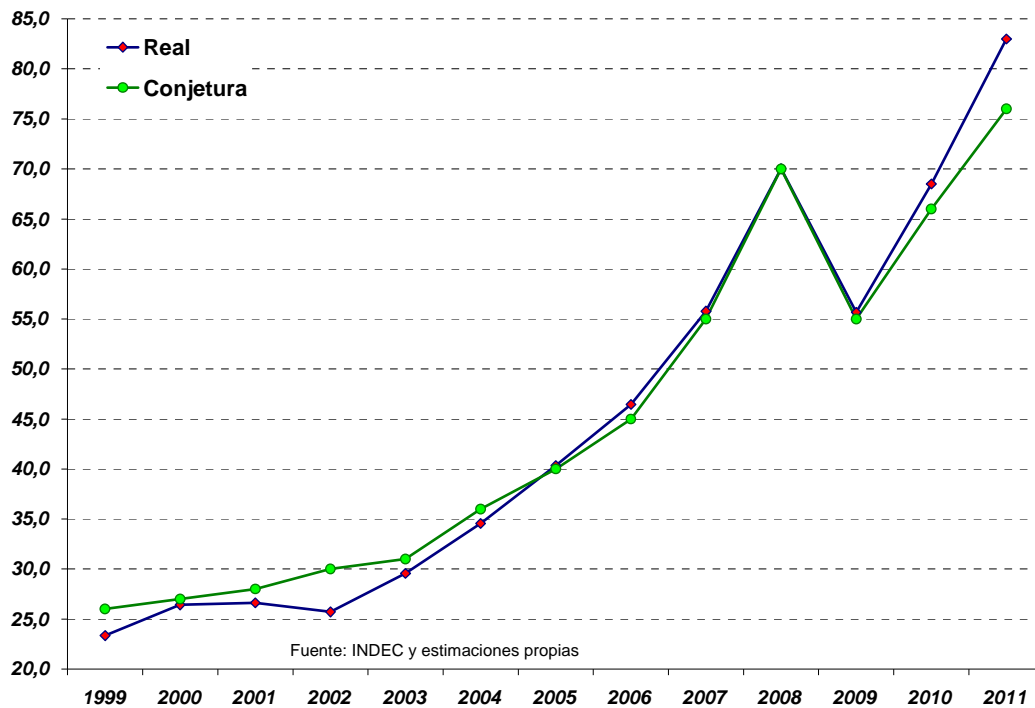
TIPO DE CAMBIO REAL

índice base 1998=100



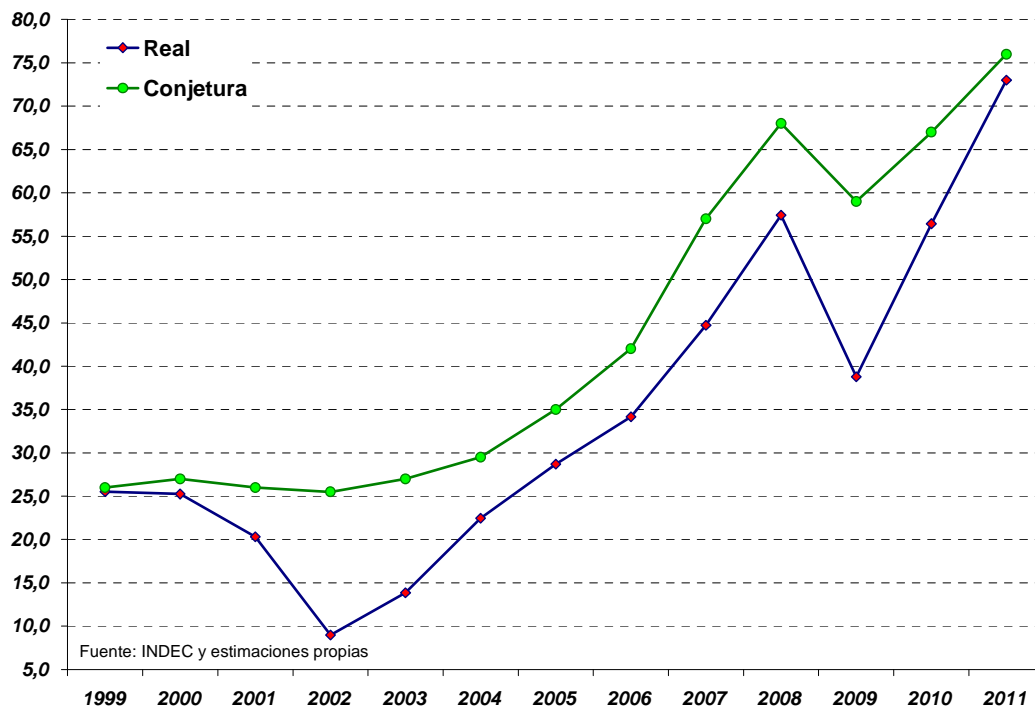
EXPORTACIONES

MM de US\$



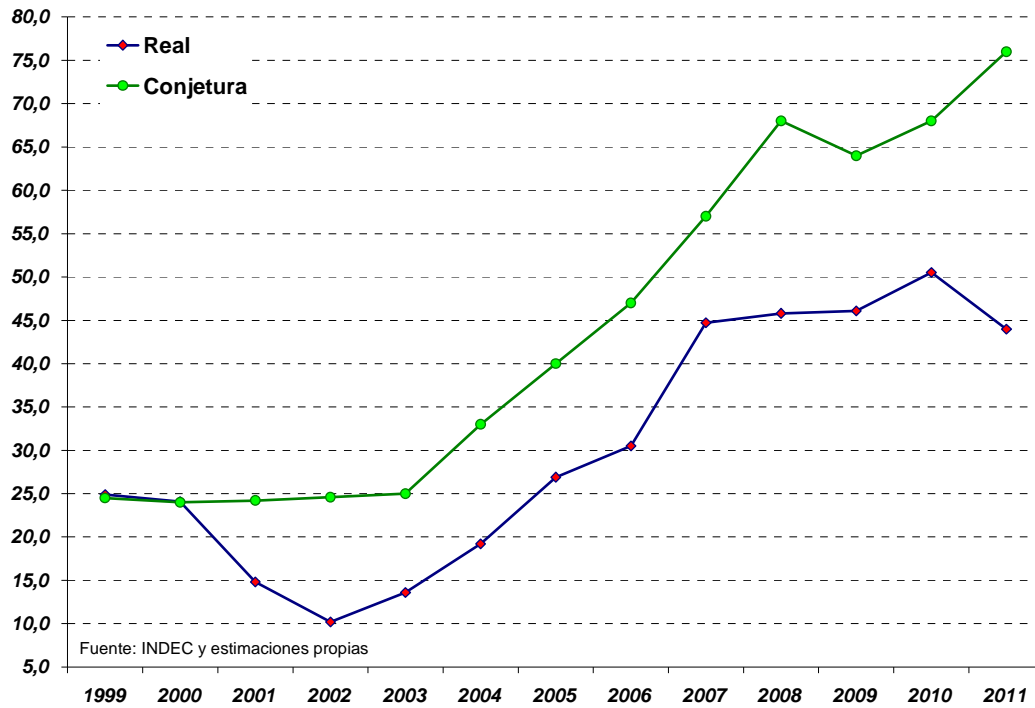
IMPORTACIONES

MM de US\$



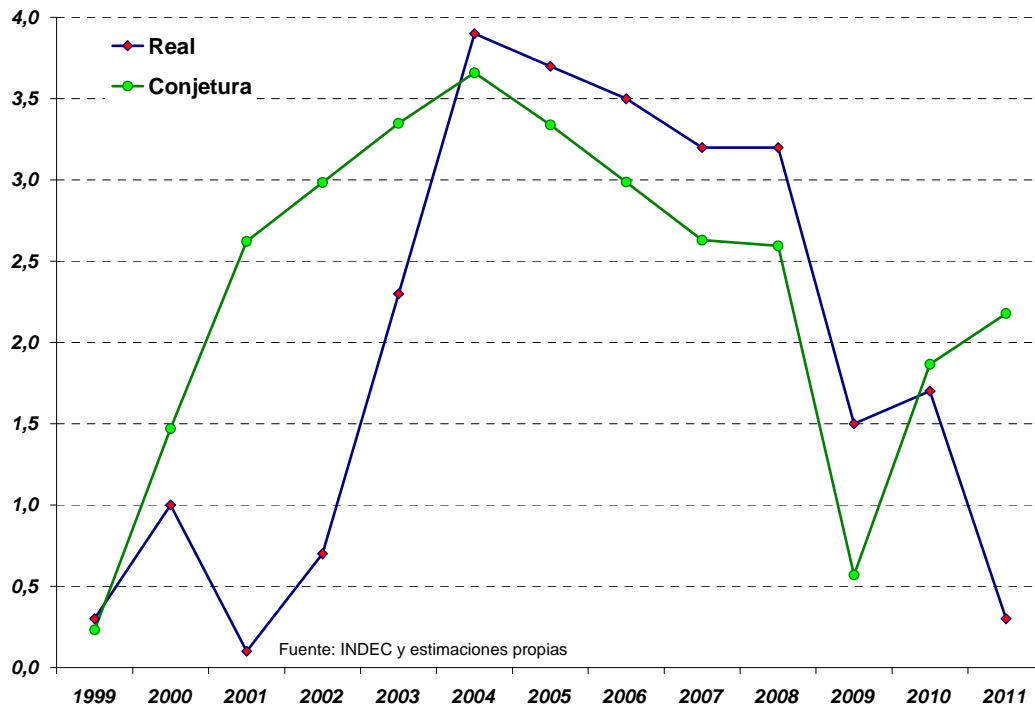
RESERVAS INTERNACIONALES

MM de US\$



RESULTADO PRIMARIO

% del PBI



DEUDA PÚBLICA

% del PBI

