

184

TESIS  
3784



**USAL**  
**UNIVERSIDAD DEL SALVADOR**  
*Facultad de Ciencias Económicas*

## **CONVERTIBILIDAD: REALIDAD Y ALTERNATIVAS**



USAL  
UNIVERSIDAD  
DEL SALVADOR

**Gonzalez, Gastón Germán**

**Profesora Tutor: Leonor De Angelis**

**Noviembre del 2001**

Convertibilidad: realidad y alternativas  
por Gastón Germán Gonzalez

### ABSTRACT

El presente trabajo desarrolla las características principales del Plan de Convertibilidad instaurado en marzo de 1991. Se analizan las particularidades de la Caja de Conversión del peso y sus diferencias con lo propuesto por la teoría monetaria y con la sanción de la Ley 25.445 o *Convertibilidad Ampliada*. Se establecen distintos escenarios ante la anunciada reestructuración de la deuda externa e interna y los posibles beneficios ante una dolarización y las consecuencias de una devaluación de la divisa nacional. Adicionalmente, se analizan diversas propuestas de reconocidos académicos sobre los temas desarrollados, como la *Desdolarización* de Ricardo Hausman y el *Default Constructivo* de Allan Meltzer.

This paper develops the main characteristics of the Convertibility Plan introduced in March 1991. It analyzes the main peculiarities of the Currency Board and its differences with the monetary theory and with what is known, since the sanction of the 25,445 Law, as the *Dollar-Euro Convertibility Basket*. Different scenarios are established in face of the announced internal and external debt swap and possible benefits from a dollarization and the consequences of a currency devaluation. In addition, several proposals made by important academics are analyzed, like the *De-dollarization* by Ricardo Hausman and the *Constructive Default* by Allan Meltzer.

# ÍNDICE TEMÁTICO

## INTRODUCCIÓN

### CAPÍTULO 1

*Plan de Convertibilidad: la solución a la crisis*

A. Los orígenes de la crisis que derivó en el Plan de Convertibilidad	1-1
B. El Plan de Convertibilidad	1-3
B.1. Reforma Monetaria	1-4
B.2. Reforma Financiera	1-6
B.3. Reforma del Sector Público	1-7
B.4. Reforma Fiscal	1-7
B.5. Reforma Administrativa	1-8
B.6. Programa de Privatizaciones	1-8
B.7. Reformas en las Provincias	1-9
B.8. Deuda externa, reestructuración	1-10
B.9. Reforma del Sistema de Seguridad Social	1-11
B.10. Reforma Comercial	1-11
C. La Caja de Conversión Argentina	1-14
D. El rol del BCRA en la actual crisis argentina	1-17

### CAPÍTULO 2

*Convertibilidad Ampliada: mayor estabilidad o un error*

A. Introducción	2-20
B. Concepto, costos y beneficios	2-22
B.1. Beneficios	2-23
B.2. Costos	2-23
C. Factor de Convergencia	2-26

### CAPÍTULO 3

*Dolarización o Devaluación: las opciones correctas?*

A. Introducción	3-28
B. Beneficios y Costos de la Dolarización	3-29
B.1. Prima de riesgo	3-30
B.2. Riesgo cambiario y Riesgo país	3-32
B.3. Procesos de integración	3-34
B.4. Señoreaje	3-35
B.5. Prestamista de última instancia	3-37
C. Argentina: dolarización o devaluación	3-39
C.1. Tipos de dolarización	3-41
C.2. Dolarización y Mercosur	3-41
C.3. Devaluaciones en países emergentes	3-44
C.4. Escenarios post-devaluación	3-46
D. Ni dolarización ni devaluación: desdolarización	3-47

**CAPÍTULO 4***Reestructuración de la Deuda Argentina*

A. Introducción	4-49
B. El camino hacia un canje exitoso	4-50
B.1. Escenario I del canje de deuda	4-51
B.2. Escenario II: default y reestructuración forzosa	4-53
C. El sistema bancario: default y devaluación	4-54
D. Default Constructivo	4-57
D.1. Hacia una tercera opción	4-57
D.2. Default destructivo y default constructivo	4-58
D.3. El caso argentino	4-60

**CONCLUSIÓN****BIBLIOGRAFÍA**

USAL  
UNIVERSIDAD  
DEL SALVADOR

## ÍNDICE DE GRÁFICOS Y TABLAS

### CAPÍTULO 1

Gráfico 1.1.	PBI e Inflación 1971-1994	1-1
Gráfico 1.2.	Déficit Público	1-2
Gráfico 1.3.	Recaudación Impositiva 1983-1994	1-7
Tabla 1.1.	Resultado Financiero de las Privatizaciones	1-9
Tabla 1.2.	Cambio en la política de aranceles a la importación	1-12
Tabla 1.3.	Cambios en el Régimen de Promoción Industrial	1-13
Tabla 1.4.	Comparación de Arreglos Monetarios	1-15
Recuadro 1.1.	¿Qué es un currency board?	1-5

### CAPÍTULO 2

Gráfico 2.1.	Convertibilidad vs. Convertibilidad Ampliada	2-26
--------------	--	------

### CAPÍTULO 3

Gráfico 3.1.	Diferencial de Tasas de Interés	3-30
Gráfico 3.2.A.	Spread Bono FRB y Bono Tesoro de EE.UU.	3-31
Gráfico 3.2.B.	Spread Eurobonos y Bono Tesoro de EE.UU.	3-32
Gráfico 3.3.	Reservas y Base Monetaria	3-37
Gráfico 3.4.	Índice de Paridad Peso=Real	3-42
Tabla 3.1.	Intercambio Comercial del Mercosur	3-43
Tabla 3.2.A.	Escenario post-devaluación para el tipo de cambio	3-46
Tabla 3.2.B.	Escenario post-devaluación para la inflación	3-47

### CAPÍTULO 4

Gráfico 4.1.	EMBI+ Argentino y Precio de bonos	4-49
Tabla 4.1.	Principal garantizado por fondos multilaterales	4-51
Tabla 4.2.	Escenario para precios y spreads	4-52
Tabla 4.3.	Precios bid actuales vs. precios ante una reestructuración	4-53
Tabla 4.4.	Sensibilidad de solvencia	4-54
Tabla 4.5.	Exposición de las entidades bancarias	4-55
Tabla 4.6.	Indicadores de la deuda externa e interna argentina	4-61

## INTRODUCCIÓN

Durante décadas la Argentina aplicó un programa de estabilización tras otro, pero la inestabilidad económica terminó por convertirse en un hecho cotidiano. A medida que los programas económicos fracasaban, un nuevo ministro de economía era designado. El nuevo funcionario devaluaría sistemáticamente la moneda nacional, estableciendo nuevas formas de control. Algunos intentaron implementar controles sobre el precio de los bienes; otros fueron selectivos, al preferir controlar el precio de las carnes, el acero, los salarios, el tipo de cambio, los combustibles los créditos, etc. En algún momento se intentó lograr la meta de déficit cero a través del congelamiento y el control de precios, mientras al mismo tiempo se llevaba a cabo una expansión monetaria a una tasa anual del 90 por ciento. Esto derivó, primero en escasez y, luego en una explosión de los precios. Todo parecía indicar que la política ignoraba la importancia de los precios en la asignación de recursos.

La posición dominante del Estado en la economía se logró al asumir un papel importante en la producción de algunos bienes y servicios en campos tan diversos como la producción petrolera, la distribución de gas natural, telecomunicaciones, petroquímica, reaseguradoras, transmisión de electricidad de alta, media y baja tensión, minería, transporte férreo de pasajeros y de cargas, producción de acero, puertos, bancos y la aviación comercial. El Estado también monopolizaba actividades como la hotelera, las estaciones de televisión y radio, aeropuertos, rutas y plantas nucleares.

De estas experiencias, la Argentina ha aprendido que el aumento de los poderes del Estado, particularmente en los aspectos económicos, pueden actuar en detrimento de las libertades individuales, como también ser el responsable del estancamiento prolongado de la economía. En el siglo XIX, *Juan Bautista Alberti señalaba que un Estado que sólo sirve los intereses de unos pocos niega la libertad y el progreso social.*

Aún cuando la explotación económica de muchas actividades eran de monopolio estatal, las empresas públicas exhibían cuantiosas pérdidas diarias. Se estima que para cubrir el déficit operativo y las necesidades mínimas de inversión de estas compañías, el Estado debía transferir recursos a estos sectores por un monto próximo a los US\$8 billones anualmente.

Como las importaciones y las exportaciones se encontraban reguladas, el comercio internacional no era significativo. No había flujo de inversiones externas ni de capitales ya que la inversión y el mercado cambiario también estaban controlados por

el Estado. Consecuentemente, la Argentina no tenía posibilidad alguna de obtener créditos en el exterior.

Si bien el concepto de propiedad privada prevaleció, era considerado como una concesión en vez de un derecho de los ciudadanos. El Estado jugó un papel primordial en el proceso de localización de los recursos, bloqueando y distorsionando la información transmitida a través de los precios. Un déficit fiscal que actuaba como la causa principal del proceso inflacionario, el aislamiento del sistema económico y comercial; la casi nula movilidad de los capitales y los mercados cambiarios fueron cruciales para el nivel de decadencia que se alcanzó en la década de 1980.

Los programas de estabilización, en vez de enfrentar los problemas fundamentales que generaban estas distorsiones en la economía, intentaron distribuir los bajos niveles de riqueza entre sectores de poder cada vez más demandantes.

La única alternativa que se planteaba a esta *economía del reparto* era a través de la realización de profundos cambios estructurales. Éstos requerían la reformulación de las reglas básicas del sistema económico. La estructura económica del reparto imperó hasta 1989; período en el cual, el PBI descendió 7 por ciento y la inflación llegó a casi 5.000 por ciento. Esta inercia del proceso inflacionario significó que, entre marzo de 1989 y el mismo mes de 1990, el nivel de precios aumentara en un 20.260 por ciento.

La década de 1980 se caracterizó por los severos problemas macroeconómicos y el estancamiento productivo, lo que actualmente se puede conocer como *la década perdida*. Todos los sectores, sin excepción, sufrieron las consecuencias de la crisis. La Industria experimentó un descenso del 2 por ciento anual, con disminuciones en todos los segmentos manufactureros. En 1990, la industria produjo un 1,7 por ciento menos comparado con 1970. Durante la década de 1980, se perdieron 400.000 empleos. La agricultura y el sector energético también fueron afectados. La producción de granos se paralizó, al estar sujeta a los impuestos a la exportación, y la cosecha 1988-1989 fue la menor de toda la década. La producción petrolera descendió permanentemente; y, a pesar de cierta recuperación a finales de la década de 1980, en 1989 permaneció en niveles inferiores a los de comienzos de la década. La inversión era insuficiente, y en algunos períodos se produjo una importante salida neta de capital.

En 1990, la inversión bruta representaba sólo el 13 por ciento del PBI, un nivel alarmante que amenazaba la sustentabilidad del sector productivo. Durante estos años, la Argentina constantemente perdió protagonismo en los mercados internacionales, en 1987 las exportaciones argentinas sólo representaron el 0,27% del comercio mundial.

En el primer capítulo se desarrollarán las nuevas políticas introducidas a partir de marzo de 1991, que buscaron asegurar la estabilidad a través de diversos cambios estructurales, tales como la Convertibilidad, la autonomía del Banco Central, la reforma del Estado, etc. También se explicarán las características de la actual Caja de Conversión Argentina y las políticas que el Banco Central, dentro de este esquema monetario, está llevando a cabo desde el comienzo de la actual crisis económica.

Con la promulgación de la Ley 25.445, el 22 de junio de este año, se modifica el actual régimen de Convertibilidad por otro que incorpora el euro en una proporción 50/50 con la del dólar estadounidense. Se analizarán sus costos y beneficios y la aplicación del denominado Factor de *Convergencia*.

El tercer capítulo examinará, primero, las virtudes y consecuencias de la dolarización de una economía; para, más tarde desarrollar diversos escenarios para la Argentina en el caso de adoptar, formal o informalmente, la divisa de los Estados Unidos. Adicionalmente, se plantearán distintas situaciones que contemplen las consecuencias de una salida del actual esquema de Caja de Conversión.

Finalmente, el último capítulo versará sobre un tema recurrente para la Argentina en poco más de una década: la reestructuración de su deuda externa e interna. Aquí también se efectuarán diversos análisis sobre la base de determinados escenarios económicos.



USAL  
UNIVERSIDAD  
DEL SALVADOR