

---

**Diálogo**

## Comentario al artículo

“Las consecuencias económicas del Sr. Lavagna. Dilemas de un país devaluado”  
de A. Costa, A. Kicillof y C. Nahón

*Alberto Müller\**

**El propósito de este comentario es formular algunas reflexiones sobre el artículo “Las consecuencias económicas del Sr. Lavagna. Dilemas de un país devaluado”, publicado en el número 203 de RE, por A. Costa, A. Kicillof y C. Nahón.**

**En primer lugar, se realiza una breve síntesis del trabajo, y luego se presentan diversas observaciones.**

---

\* Profesor titular FCE-UBA.

## En síntesis

El artículo desarrolla un análisis acerca de la crisis que golpeó a la economía argentina en 2001-2002, para luego indagar acerca de si existe realmente algún plan económico, más allá de las medidas coyunturales que va adoptando el gobierno.

En lo que se refiere a lo primero, las tesis principales pueden resumirse en los términos siguientes:

- La crisis se origina en la imposibilidad de sostener un tipo de cambio claramente subvaluado; la realidad se impuso así a la ilusión estilo “Cenicienta” de que la Argentina tenía un producto per cápita de 9000 dólares. Sobrevaluación que se sostuvo por la entrada de capitales (tanto de riesgo como de préstamo), como así también por las exportaciones de origen agrario y minero.
- Esta insostenibilidad es una manifestación de un principio más general, cual es el que “el nivel de tipo de cambio no es una variable arbitrariamente fijada por la autoridad cambiaria”. Señalan asimismo: “cuando las reservas comenzaron a extinguirse aceleradamente en el año 2001, ya no había nadie dispuesto a conceder préstamos al gobierno“. Más adelante, agregan: “el origen de la devaluación no debe buscarse en decisión de ningún ministro sino en la negativa de los mercados financieros mundiales y de los organismos de crédito internacionales“. Tampoco debe aceptarse alguna teoría conspirativa al respecto; se rechazan así las “tranquilizadoras hipótesis del ‘golpe de mercado’”.
- La crisis se manifestó en la imposibilidad de dar cuenta por parte del sistema financiero de la devolución de los depósitos denominados en dólares: “el corralito evitó la caída masiva de un sistema financiero que – como cualquier otro – era incapaz de devolver todos sus depósitos, y menos todavía en moneda extranjera, aun a costa de la virtual expropiación de los ahorros de cientos de miles de argentinos. Para salvar a los bancos se dejó caer la regla cambiaria, porque ella misma estaba ya condenada”.
- Se señala que “si bien, la modificación en el tipo de cambio se trasladó sólo parcialmente a los precios, la inflación registrada (del 45%) bastó para reducir los ingresos reales de los trabajadores en un tercio en el período 2001-2003. Esta reducción es más pronunciada que otros retrocesos por el salario” ocurridos en pasados episodios críticos.
- Por otra parte, “la aguda crisis financiera que rodeó el desplome del arreglo cambiario profundizó la recesión iniciada oficialmente en 1998, convirtiéndola en un estridente retroce-

so”. Este proceso, que representó el empobrecimiento de trabajadores y el cierre de “miles de comercios y empresas”, tuvo como contrapartida una “extraordinaria transferencia de recursos de ciertos capitalistas. En primer lugar la licuación de las deudas internas a través de la pesificación asimétrica (...) favoreció a algunos de los capitales más grandes que operan en la Argentina. Se trató de una de las transferencias de riqueza más escandalosas de la historia económica argentina, comparable con la estatización de la deuda externa privada de inicios de la década de 1980”. El sistema bancario fue también asistido, para evitar su bancarrota. En total, esto representó transferencias de más de 10.000 millones de pesos. Por otra parte, los exportadores agropecuarios y agroindustriales se beneficiaron con el elevado tipo de cambio.

- Por otra parte, a través del cobro de retenciones y de la reducción en términos reales de salarios estatales y jubilaciones, el Estado pasó a tener un superávit como nunca en los últimos 20 años. Contribuye a esto también la baja de intereses en el mercado financiero internacional.

Ya en lo referente al actual plan de gobierno, la postura de los autores puede sintetizarse en la siguiente cita textual, situada en el

final del artículo: “El ministro Lavagna no hizo, por el momento, más que sostener estas grandes líneas de acción [instrumentadas por el Gobierno Duhalde] – cuyo eje fundamental es el mantenimiento de la moneda depreciada y la renegociación de la mitad de la deuda externa – para luego dejar librado a su suerte el desarrollo de la capacidad productiva de la sociedad”; en particular, no se visualiza una salida sólida para el sector industrial, el que quedaría así confinado a la atención del mercado interno creado por la devaluación.

Los autores consideran que esta postura es claramente insuficiente, y que en consecuencia se requiere “la definición e implementación de un plan integral de mediano-largo alcance que planifique el desarrollo en la Argentina con mejoras sustantivas en las condiciones de vida de la población”.

## Comentarios

Para comenzar, veamos los puntos de acuerdo con el artículo, para luego destacar algunos tópicos para los que se manifestarán discrepancias.

En primer término, no puede sino coincidirse con la apreciación de que la paridad de la moneda local en el período de la Convertibilidad era insostenible; ello es evidenciado por la persistente acumulación de desequilibrios en el sector externo. También acordamos con lo

mencionado acerca del papel jugado en su sostenimiento por el endeudamiento externo, originado en la elevada liquidez del mercado financiero internacional. Fue en este ámbito efectivamente donde la crisis se gatilló, a partir de la negativa a seguir convalidando crecientes niveles de colocación de títulos argentinos. Y efectivamente, fue la crisis bancaria la que detonó la deflagración de la Convertibilidad.

En segundo lugar, coincidimos con que el Gobierno efectivamente no muestra disponer de una estrategia, más allá de “pilotear” la actual coyuntura. Agreguemos que en algunos discursos del ministro Lavagna en 2002, se manifestaba una perspectiva más amplia -mencionando por ejemplo la necesidad de un cambio de carácter cultural, para prevenir políticas que agredieron el tejido productivo y social desde mediados de los años '70- que luego desapareció<sup>1</sup>.

Nuestras discrepancias se sitúan con algunos aspectos referidos al diagnóstico; y el propósito de enunciarlas, más allá de una correcta apreciación de lo ocurrido, es también el de reflexionar acerca de los criterios de análisis utilizados. Estas observaciones se reúnen en tres tópicos, que se exponen a continuación.

### **¿Cómo se desencadenó la crisis?**

Es importante señalar que en determinados aspectos esta crisis difiere de las anteriores.

Contrariamente a lo que señalan los autores, no se produjo un real agotamiento del *stock* de divisas; precisamente, la crisis del sector bancario precipitó la *debacle*, en una situación en la que las reservas se situaban en el orden de los 19.300 millones de dólares. Con relación al pico de 1999 (27.600 millones de dólares), esto representa una caída de 30%; pero aun así, el nivel de reservas no corresponde al que habitualmente desencadena una crisis de balance de pagos<sup>2</sup>.

Al respecto, cabe señalar que concurrió al sostenimiento del nivel de reservas la asistencia del Fondo Monetario Internacional, que aportó cerca de 10.000 millones de dólares, en operaciones que intentaron (infructuosamente) evitar el colapso; ello fue motivado, entre otras causas, por razones de orden político, en particular por el rol de “mejor alumno” que tuvo la Argentina en los años '90, en nivel internacional. La caída operada en las reservas, de todas formas, refleja más que nada una intensa fuga de capitales, que se situó en el orden de los 20.000 millones de dólares.

<sup>1</sup> Esta necesidad de contar con una estrategia de mediano plazo es sostenida también desde el Proyecto Estratégico Plan Fénix.

<sup>2</sup> Así, en 1989, las reservas eran de 2.829 millones de dólares.

No fue el agotamiento de divisas lo que produjo entonces el colapso del nivel de actividad, pero tampoco lo hizo la devaluación. Sobre este punto, los autores son particularmente poco claros. Su perspectiva parece coincidir con la de sectores del poder económico, que han argumentado que la devaluación tuvo efectos recesivos, imputándole todos los males de esta forma a la salida de la Convertibilidad (devaluación y congelamiento bancario). Como puede percibirse de un análisis cuidadoso de las estadísticas acerca del nivel de actividad, el cúmulo de la recesión se produjo en el segundo semestre de 2001, *antes de la instauración del congelamiento y la devaluación*. Fue la pronunciada fuga de capitales la que produjo la inédita recesión, que se reflejó íntegramente en lo datos anuales de 2002, por vía del “efecto de arrastre”.

El que la crisis haya comenzado a partir de una violenta fuga de capitales explica por una parte la brutalidad de la recesión, pero también el margen de maniobra que le quedó al Gobierno, en términos de manejo del sector externo, aun cumpliendo con los compromisos asumidos con el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial. De hecho, a partir de abril de 2002 – tras el completo fracaso de la política de liberación del tipo de cambio, impulsada por el FMI – el Gobierno logró estabilizar el mercado cambiario (más allá de las apocalípticas prediccio-

nes de diversos economistas), precisamente por contar con un colchón de reservas, mediante la imposición de un control de cambios.

Esta secuencia también ayuda a explicar por qué la devaluación no ha sido recesiva, contrariamente a lo que ocurrió en forma habitual en la Argentina: la recesión se había producido con anterioridad, y con creces.

### ***Crisis financiera: ¿víctimas o victimarios?***

En relación con la singular crisis bancaria, los autores realizan afirmaciones –que han sido por lo demás habituales– que incurren en algunas imprecisiones de importancia.

En primer lugar, la pesificación asimétrica *no representó mayormente una reducción de activos y pasivos, en términos reales*; la (habitual) apreciación en torno de ahorristas estafados y prestatarios premiados requiere un análisis detenido.

Más en detalle:

- En lo referente a depósitos, se procedió a su indexación por el Índice de Precios al Consumidor (a través del Coeficiente de Estabilización de Referencia – CER), a lo que se incorporó un ajuste de 40%; en la segunda oportunidad de canje voluntario se agregó un bono (Boden) por la diferencia entre el valor así obtenido y el valor en dólares al cambio de entonces. Esto impli-

có en realidad una *transferencia considerable a los ahorristas*, por cuanto recuperaron valores muy superiores en términos de poder adquisitivo local<sup>3</sup>.

- En cuanto a los créditos, es real que el universo de tomadores se encontraba fuertemente concentrado<sup>4</sup>. Pero la indexación también por el CER no puede ser considerada una liquación generalizada, como sostienen los autores. Obviamente, esto no quita que para las empresas exportadoras ello haya sido extraordinariamente ventajoso, por encontrarse dolarizados sus ingresos (en forma total o parcial). Ya en caso de los créditos ajustados por CVS, existió una reducción en términos reales, toda vez que el índice varió en menor medida que el índice general de precios; pero este caso se limitó a créditos personales, prendarios e hipotecarios a familias, no a empresas.

Estas afirmaciones, con ser ciertas, no deben oscurecer el hecho de que el cambio de precios relativos que se produjo en la Argentina a partir de la devaluación fue extraordinario; en consecuencia, las conclusiones alcanzadas pueden variar considerablemente, si

se adoptan índices particulares de precios. En particular, los créditos a familias no alcanzados por la corrección por CVS pueden haber representado una carga pesada, si los ingresos se mantuvieron congelados.

Por otra parte, a partir de estas constataciones corresponde recalificar el rol del sistema bancario, en este proceso. Más allá de la eventual participación de bancos privados en la fuga de capitales operado en 2001, lo cierto es que las reconversiones asimétricas de depósitos y deudas requieren compensaciones; de no otorgárselas, ni siquiera la quiebra del sistema bancario genera recursos suficientes para cubrir la diferencia que se produce, y no será posible resarcir a los ahorristas.

A nuestro parecer, el sistema bancario en realidad no puede sino adoptar en este tipo de crisis un rol pasivo; de hecho, algunas crisis bancarias han concluido con la estatización lisa y llana, tal como ocurrió en Chile en 1982 y en México en 1994. El esquema de salida de la crisis bancaria en la Argentina, que resultó relativamente expeditivo, se operó mayoritariamente sobre la base de la pesificación sin quita real de los créditos y del reconocimiento de

<sup>3</sup> Para el primer canje de depósitos, esta transferencia fue entonces del 40% del valor real. El segundo canje implicó recuperar cerca del 90% de los depósitos en dólares (el bono emitido por la diferencia pudo ser comercializado en el mercado financiero a una paridad de alrededor de 70%).

<sup>4</sup> De acuerdo con información publicada a principios de 2002, cerca de la mitad del crédito local estaba en cabeza de alrededor de 1.300 tomadores.

un mayor valor real de los depósitos reconvertidos a pesos. Quien ha pagado la cuenta de este esquema ha sido el conjunto de la sociedad, por obra de un incremento significativo del endeudamiento estatal.

No deja de ser importante, por último, destacar la fragilidad del sistema bancario, devenida de la Convertibilidad. Como el sentido común sugiere, una economía puede soportar más fácilmente una corrida cambiaria que la quiebra generalizada del sistema bancario. La Convertibilidad, al fundarse sobre la equivalencia entre reservas y activos monetarios de realización inmediata, no permite asegurar en cambio la realización del dinero bancario denominado en divisa. En consecuencia, la realización de la promesa de respaldo en divisa literalmente se "lleva por delante" al sistema bancario. Los llamados argendólares no son sustituibles por dólares contantes y sonantes, porque la Reserva Federal pertenece al gobierno estadounidense, no al argentino.

### ***¿Es posible una política cambiaria?***

Los autores son enfáticos al afirmar que los gobiernos son incapaces de asegurar un tipo de cambio; en última instancia, no devalúan los gobiernos sino los mercados, esto es, el tipo de cambio lo fijan los mercados.

Esta afirmación parece sostener

-más allá nuevamente de su parentesco un tanto sorprendente con posturas teórico-ideológicas opuestas a la de los autores- que en definitiva no les es posible a los gobiernos ejercer políticas cambiarias.

La realidad parece indicar lo contrario. Por una parte, en nivel internacional se observa por ejemplo que países como Corea del Sur han mantenido durante largo tiempo políticas de subvaluación cambiaria, a fin de asegurar competitividad externa; y aún hoy, el Este asiático acumula ingentes reservas en divisa, para sostener el tipo de cambio. En el caso de la Argentina, 10 años de sobrevaluación cambiaria son precisamente una buena muestra de que la política cambiaria es posible; y de hecho, de no haberse incurrido en crecientes déficits fiscales (particularmente, de no haberse concretado la reforma previsional), es dable suponer que la Convertibilidad (y sus nefastos efectos) podrían haberse prolongado en el tiempo.

Naturalmente, nada es eterno en estas cuestiones. La libertad de los gobiernos para ejecutar política cambiaria es variable según las circunstancias. Pero aun en las actuales, el Gobierno argentino parece tener política cambiaria, consistente -como los propios autores sostienen- en mantener un tipo de cambio "subvaluado", más allá de lo que digan los mercados (y ciertos analistas económicos). Y de hecho, asegurar una

política cambiaría compatible con un crecimiento con equidad es crucial para la Argentina de hoy.

Pero es importante señalar lo siguiente: la creencia en un “verdadero valor” de la moneda no es más que un fetichismo, que sería conveniente rehuir; ello se refleja en la calificación del actual tipo de cambio como “subvaluado”. Es más procedente, en todo caso, discutir cuál es el tipo de cambio (o mejor, la franja de tipos de cambio) que mejor permite conciliar objetivos de crecimiento, distribución y equilibrio externo, en las actuales (y difíciles) circunstancias.

### **A modo de conclusión**

El artículo aquí comentado refleja parcialmente el contenido sugerido por su título. De hecho, más de dos tercios de su extensión está dedicado a un relato de lo ocurrido a partir de la implantación del régimen de Convertibilidad y su posterior colapso. Como se ha indicado, las tesis referidas al “Sr. Lavagna”, en relación con los posibles cursos futuros de la política económica, se sintetizan en tres tópicos concretamente enunciados, y que hacen referencia a temas que en efecto se encuentran pendientes de definición.

Es en el relato-diagnóstico donde hemos manifestado discrepancias. Algunas de ellas son de or-

den fáctico, otras de carácter analítico. Sorprende encontrar algunas tesis que usualmente se asocian con corrientes de pensamiento distintas de la que sostienen los autores. Entre ellas: la idea de que el abandono de la Convertibilidad es la causa de la recesión observada en 2002; el concepto de que los gobiernos no pueden ejecutar políticas cambiarias y, en general, cierta “sacralización” del mercado (cuando se habla de un tipo de cambio “subvaluado”, o cuando se descarta la validez de la noción de “golpe de mercado”, siendo que ella fue propuesta precisamente desde el ámbito de la prensa financiera local).

El propio subtítulo del trabajo sugiere alguna ambigüedad, al insinuar que la Argentina fue “devaluada” por la crisis. Como los propios autores indican, la situación instalada por la Convertibilidad no era sustentable. Proponemos entonces no hablar de un país “devaluado” -algo que podría sugerir cierta nostalgia de los años '90- sino de un país llamado al realismo, al costo de una crisis de profundidad inédita.

Sería bueno también hablar de los dilemas de un país que ha cobrado conciencia del fin de una ilusión, aunque sea por el necesario ejercicio de ser optimistas; y esperamos que este diálogo contribuya en tal sentido.

Buenos Aires, julio de 2004