

## La convertibilidad en Argentina: Funcionamiento de una caja de conversión anclada al dólar

ALFREDO CANAVESE\*

---

### Resumen

Este artículo establece las condiciones que dieron origen a la Caja de Conversión de la Argentina y evidencia el desempeño macroeconómico de ese país desde la instalación de la Convertibilidad hasta 1998, observando los efectos que tuvieron sobre ésta las crisis del Tequila, Rusa y Brasileña. Diferencia claramente lo que significa "dolarizar" una economía de la operación de una Caja de Conversión y concluye que el éxito de varios años de la convertibilidad se sustentó en reformas estructurales y fuertes flujos de capitales. No obstante, señala, que una caja de conversión es muy difícil de manejar cuando se produce una masiva salida de capitales.

### Abstract

This paper establish the conditions that originate the Currency Boards in Argentina and shows the macroeconomics performance of that country since the beginning of Convertibility to 1998. He determines the effects of the tequila, Russian and Brazilian crises over convertibility. Distinguishes clearly differences between "dollarization" and currency boards and concludes that the success of convertibility was based on structural reforms and inflow of capitals. Nevertheless, the currency boards is very hard to manage when a great mount of capitals run out the country.

---

El 27 de marzo de 1991, la Argentina puso su oferta de dinero bajo un régimen de patrón dólar. La Ley de Convertibilidad que fue promulgada por el gobierno ese día, adoptó un tipo de cambio fijo entre el peso y el dólar estadounidense<sup>1</sup> y restringió rigurosamente la emisión de dinero por parte del Banco Central de la República Argentina convirtiéndolo en una caja de conversión.<sup>2</sup>

---

\* Universidad Torcuato Di Tella y CONICET.

<sup>1</sup> La Ley de Convertibilidad fijó el tipo de cambio entre el austral (la moneda argentina del momento en que se promulgó la ley) y el dólar estadounidense. Sólo un tiempo después (en enero de 1992) se introdujo el peso reemplazando al austral con una relación de 1 a 10.000 entre pesos y australes.

<sup>2</sup> Algunos autores sostienen que el Banco Central limitado por la Ley de Convertibilidad no es una caja de conversión (currency board) ortodoxa sino que es sólo un banco central con límites estrictos. Ver Broda y Secco (1996) y las observaciones de Steve Hanke en la página 50 de Liviatan (1992).

La Ley de Convertibilidad es un elemento clave de un plan de estabilización y transformación estructural diseñado para poner fin a una historia de casi cincuenta años de tasas de inflación superiores a los promedios internacionales que culminó con dos aceleraciones hiperinflacionarias en 1989 y en 1990.

Este trabajo reseña las condiciones que dan origen a la caja de conversión prevista por la Ley de Convertibilidad Argentina y resume el desempeño macroeconómico desde su instalación.

En la primera sección de este trabajo se resume el proceso que llevó a Argentina a poner su oferta de dinero bajo un sistema de caja de conversión. En la segunda sección se presentan las diferencias existentes entre "dolarizar" una economía y operar una caja de conversión y se comentan las características de la Ley de Convertibilidad. La tercera sección describe el comportamiento macroeconómico de Argentina durante los primeros años de vigencia de la Ley de Convertibilidad. En la cuarta sección se expone el desempeño de la caja de conversión durante la crisis provocada por el denominado "efecto tequila". La última sección se dedica a las conclusiones.

### **Primero**

Después de la Segunda Guerra Mundial la mayor parte de los partidos políticos argentinos coincidía en la necesidad de centralizar la planificación de la inversión, de controlar el uso de los recursos naturales y de monopolizar la provisión de servicios públicos por parte del Estado con el propósito de promover el crecimiento económico con equidad en la distribución del ingreso. La implementación de estas ideas, junto con ciertas restricciones sobre el comercio internacional diseñadas para reservar el mercado doméstico para las empresas locales (tanto públicas como privadas) puso a la economía sobre una trayectoria de acumulación, crecimiento y pleno empleo relativamente exitosa que implicaba una asignación de recursos claramente ineficiente.

Desde las primeras etapas de acumulación acelerada de capital público (1946-1949) hasta la década de los ochenta, este modelo funcionó basado en cuatro fuentes de financiamiento que permitieron al Estado cubrir sus gastos y reasignar el ahorro privado. Esas fuentes eran el superávit del sistema de seguridad social, los impuestos directos recientemente puestos en vigencia, algunos impuestos a las exportaciones dirigidos a gravar la renta de la tierra y los ingresos generados por el señoreaje. El Cuadro 1 muestra la evolución de esas fuentes.

### Cuadro No. 1

#### Financiamiento del Estado Argentino (porcentajes del PIB)

	1950	1970	1980
Seguridad Social	4.0	1.0	-1.5
Renta de la Tierra	3.0	1.0	0.5
Impuestos directos	3.0	2.0	0.5
Señoreaje	5.0	5.0	1.5

FUENTE: Gerchunoff y Guadagni (1987)

La inversión pública y los subsidios y exenciones impositivas usadas para promover la inversión privada fueron financiadas con esos recursos hasta fines de los setenta cuando la afluencia fiscal terminó y los coeficientes de monetización cayeron a niveles tales que la hiperinflación aparecía como una amenaza si el gobierno persistía en reemplazar la declinante recaudación de los impuestos legislados por el impuesto inflacionario. La reducción de los precios internacionales de los granos y el cierre de los mercados externos para las carnes tornaron imposible seguir gravando a la renta de la tierra excepto en situaciones transitorias. El envejecimiento de la población transformó en déficit el superávit del sistema de seguridad social. El aumento de la tasa de inflación alentó a la evasión impositiva y erosionó los coeficientes de monetización. Pero la abundancia del crédito externo propuso la crisis de este modelo de acumulación basado en el liderazgo del Estado y la ineficiencia en la asignación de recursos.

El modelo tenía tres actores principales: monopolios públicos que iban más allá del caso del monopolio natural, monopolios privados en industrias altamente protegidas arancelariamente de la competencia externa y sindicatos que, en estas circunstancias, disfrutaban de una garantía casi irrestricta de pleno empleo.

A comienzos de los años ochenta el crédito externo se cerró y la deuda privada fue asumida por el Estado. Sucesivos ajustes del tipo de cambio real obtenidos a través de devaluaciones nominales que seguían una tradición iniciada en los cincuenta, obtuvieron los superávits de comercio necesarios para afrontar una fracción de los pagos de intereses y amortizaciones de la deuda, pero el Estado era incapaz de generar los recursos fiscales para comprar esos superávits. Los efectos combinados de las fuertes devaluaciones, los cambios de precios relativos asociados ellas y la necesidad del Estado de aumentar sus ingresos a través del señoreaje para reemplazar otras fuentes de financiamiento, dentro de un sistema altamente indizado, llevó a la economía a un sendero de tasas de inflación crecientes que se aceleraron desde mediados de los ochenta en un contexto de planes de estabilización

fracasados.<sup>3</sup> El Cuadro 2 resume la historia inflacionaria argentina que culmina en los picos hiperinflacionarios de abril-julio de 1989 y diciembre de 1989-marzo de 1990.

### Cuadro No. 2

#### Historia Inflacionaria Argentina

(Tasa de cambio porcentual anual del índice de precios al consumidor)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1996	1997	1998
Tasas	343.0	3079.5	2314.0	171.7	24.9	10.6	3.9	0.1	0.3	0.7

Durante la hiperinflación, la relación entre la tasa de inflación y las variaciones del tipo de cambio sigue un patrón habitual en el que se distinguen tres etapas que marcan, cada una de ellas, la pérdida de una de las funciones del dinero por parte de la moneda doméstica.

En la primera etapa los agentes económicos tratan de proteger los valores reales de sus remuneraciones y activos nominales indizando precios y salarios. Con las tasas de inflación crecientes, típicas de las hiperinflaciones, esta práctica destruye el capital de trabajo de las firmas y deteriora continuamente el valor del salario real ya que los índices disponibles sólo recogen la inflación pasada. La indización es la reacción que pretende mantener la función depósito de valor del dinero local pero, aún los activos y flujos corregidos por los índices domésticos pierden valor real. La función depósito de valor del dinero local desaparece. Durante esta etapa las variaciones del tipo de cambio se adelantan a la tasa de inflación. En una segunda etapa los agentes económicos tratan de eliminar los desfases en los métodos de indización y recurren al único índice de precios de cálculo instantáneo: el tipo de cambio. En esta etapa la tasa de inflación y las variaciones del tipo de cambio son similares. Es como si los precios se calcularan sobre la base de una divisa extranjera: la moneda local pierde su función como unidad de cuenta. Cuando la inflación se acelera continuamente, la indización utilizando el tipo de cambio deja de ser efectiva porque, en la medida en que el medio de cambio sigue siendo la moneda local, durante el tiempo que toma pasar de moneda local a moneda extranjera, el

<sup>3</sup> Descripciones y evaluaciones de estos planes pueden encontrarse en Canavese y Di Tella (1988), Canavese (1992), Heymann (1990) y Machinea y Fanelli (1988) entre otros.

tipo de cambio puede variar. En esta situación los precios se indizan al tipo de cambio esperado y la tasa de inflación se adelanta a la cotización de la moneda extranjera pero, como las expectativas acerca del tipo de cambio futuro difieren entre distintos agentes, las transacciones se interrumpen y sólo se realizan aquéllas en que el medio de cambio es la moneda extranjera. La moneda local deja de ser el medio de cambio y, al perder todas sus funciones, desaparece. Se produce una sustitución total de la moneda local por una divisa extranjera que cumple todas las funciones del dinero. Este proceso de sustitución de la moneda doméstica suele denominarse "dolarización" de la economía. El nombre alude a las situaciones que se presentaron durante los episodios de alta inflación en Latinoamérica donde el dólar estadounidense fue reemplazando paulatinamente a las monedas locales.<sup>4</sup>

Un patrón de comportamiento como el descrito se verificó durante los picos hiperinflacionarios soportados por Argentina donde se llegó a la interrupción de las transacciones aunque nunca se produjo una total dolarización. El Cuadro No. 3 muestra como se desarrollaron las tres etapas en el pico hiperinflacionario que tuvo lugar entre abril y julio de 1989.

### Cuadro No. 3

#### Inflación y variaciones de tipo del cambio (cambios porcentuales)

Mes y Año	Tasa de Variación del Índice de precios al consumidor	Tasa de Variación de la Cotización del Dólar Estadounidense
Oct. 88	9.0	1.8
Nov. 88	5.7	3.3
Dic. 88	6.8	5.1
En. 89	8.9	7.7
Feb. 89	9.6	59.3
Mar. 89	17.0	72.2
Abr. 89	33.4	65.8
May. 89	78.5	180.4
Jun. 89	114.5	137.8
Jul. 89	196.6	22.4
Ag. 89	37.9	0.7
Sep. 89	9.4	-2.0

<sup>4</sup> Véase Calvo y Vegh (1992).

## Segundo

En un proceso hipotético que, cumpliendo las tres etapas descritas en la sección anterior, culmine con la desaparición de la moneda doméstica se logra autónomamente la estabilización del nivel general de precios.

La diferencia entre la operación de una caja de conversión y la "dolarización" de una economía suele presentarse como una mera cuestión de nombres. No es así, una caja de conversión pretende mantener e incrementar el uso de la moneda doméstica garantizando a sus tenedores que poseer una unidad de moneda local es equivalente a mantener en cartera una cantidad definida y estable de una divisa extranjera que constituye el *backing* de la emisión local y que permanece depositada en la caja de conversión. Esta inducción a mantener en cartera moneda doméstica se corresponde con la posibilidad de conservar para el emisor local alguna forma de señoreaje que se perdería con la "dolarización". En efecto, con la "dolarización" la moneda doméstica desaparece y la divisa extranjera asume todas sus funciones. Así, el emisor local pierde la posibilidad de apropiarse de recursos reales cuando la demanda de dinero nominal aumenta: el señoreaje se sacrifica en favor del emisor extranjero. Bajo un esquema en el que funciona una caja de conversión el *backing* conservado por la caja puede depositarse en entidades bancarias del exterior y generar intereses que juegan el papel del señoreaje ya que los aumentos de la demanda de dinero doméstico sólo pueden satisfacerse mediante la venta de divisas a la caja para engrosar la masa del *backing* que recoge intereses.

Para poner en perspectiva la importancia de este punto, el Cuadro 4 presenta los resultados obtenidos por S. Fischer (1982) y sus actualizaciones<sup>5</sup> que estiman los ingresos por señoreaje percibidos por distintas economías.

La información del Cuadro No. 4 indica que el señoreaje es una fuente de ingresos fiscales importante cuando se la compara con la recaudación de los impuestos habituales. En una economía con una base monetaria del orden del 15% del PIB que reciba una tasa de interés internacional del 7%, el rendimiento del *backing* de la caja de conversión permite obtener recursos similares a los que genera el señoreaje en las economías industriales.

---

<sup>5</sup> Véanse las actualizaciones presentadas por Stanley Fischer en la pag. 7 de Liviatan (1992).

**Cuadro No. 4**

**Ingresos por señoreaje**

Período	Región o país	Ingreso por señoreaje (Porcentaje del PIB)
1950-1981	Países industriales	0.5/1.0
1950-1981	América Latina	2.0
1950-1981	Oriente Medio (países de crecimiento rápido)	8.0/10.0
1988	Grecia	3.8
1988	Argelia	3.0
1988	Perú	6.0
1988	Jordania	8.0
1988	China	6.0

FUENTE: S.Fischer (1982) y S.Fischer (1992)

La Ley de Convertibilidad, sancionada por el Congreso Argentino el 27 de marzo de 1991, es un elemento clave de un plan de estabilización y transformación estructural diseñado para lograr un crecimiento sostenido sin inflación.

La Ley vincula el valor del peso al dólar estadounidense, en un mercado sin restricciones a los movimientos de capitales, a través del compromiso del Banco Central de vender dólares a cambio de pesos a razón de un peso por dólar, aunque esta cotización no está fijada para la compra de dólares. Para garantizar la tasa de conversión, la base monetaria debe estar respaldada en un 100% por reservas internacionales líquidas, excepto por un margen de títulos públicos denominados en dólares y computados a su valor de mercado.<sup>6</sup>

La Ley pretende persuadir a los agentes que mantener pesos en cartera es equivalente a mantener dólares<sup>7</sup>, evitando la dolarización de la economía y reservando para el gobierno algún señoreaje.

La principal diferencia que existe entre un Banco Central y una caja de conversión reside en que el primero tiene tres fuentes de creación de dinero (el sector externo, el crédito al sistema bancario doméstico y el crédito al gobierno),

<sup>6</sup> El margen puede alcanzar hasta el 30% del *backing* aunque para sobrepasar el 20% se requiere autorización del Congreso y existe un límite para el crecimiento anual del monto de títulos incluidos en ese margen.

<sup>7</sup> La Ley autoriza a los agentes económicos a pactar contratos en la moneda que elijan y obliga a cumplirlos en esa moneda.

mientras que la última tiene sólo una (el sector externo). Esto es así porque bajo un régimen de caja de conversión ortodoxa el 100% de la base monetaria debe estar respaldado por reservas de la moneda extranjera elegida para el *backing* a un tipo de cambio fijo<sup>8</sup>. De la principal diferencia apuntada se derivan dos precondiciones importantes para la instauración de una caja de conversión: no debe existir un déficit fiscal mayor al que pueda financiarse en el mercado de capitales a una tasa de interés aproximadamente igual a la que rige en la economía cuya moneda se ha elegido para el *backing* y el sistema bancario debe ser lo suficientemente saludable como para poder funcionar sin prestamista de última instancia<sup>9</sup>. Satisfacer estas precondiciones en Argentina tomó aproximadamente un año de esfuerzos en el orden fiscal junto con el comienzo de un proceso de privatizaciones de empresas públicas (Aerolíneas Argentinas y la compañía telefónica EnTel fueron privatizadas antes de sancionarse la Ley de Convertibilidad) que proveyó recursos al Tesoro, y un trabajo similar en el sector bancario que incluyó una reforma monetaria hecha a fines de 1989<sup>10</sup>.

La determinación del tipo de cambio al que se inicia la convertibilidad aparece, en principio, como engañosamente fácil. En efecto, sólo se trata de resolver una ecuación lineal con una sola incógnita: ¿cuál es el tipo de cambio que iguala el valor de las reservas externas con el agregado monetario que se elige respaldar? Sin embargo, este tipo de cambio puede resultar muy diferente al que rige en el mercado libre. Si es más alto, induce inflación mientras que si es más bajo, indica que probablemente sea innecesario introducir una caja de conversión. En Argentina, la Ley de Convertibilidad fijó un tipo de cambio levemente superior al que regía en el mercado libre en el momento de su sanción.

### Tercero

Argentina es uno de los pocos países que ha mantenido un sistema de caja de conversión por varios años. La Ley de Convertibilidad junto a un programa de reformas estructurales que incluyó privatizaciones de empresas públicas, desregulación de mercados, cambios previsionales y laborales y la apertura de la economía, generó estabilidad de precios y crecimiento. El Cuadro No. 5 pone en perspectiva el desempeño macroeconómico logrado.

---

<sup>8</sup> Es una lástima que no exista un término castellano adecuado pero fijo significa "fixed, not only pegged".

<sup>9</sup> En el caso de la Argentina, el margen de títulos del Gobierno Argentino que puede integrar el *backing* puede utilizarse para implementar un modesto prestamista de última instancia como se hizo durante la "crisis del tequila". En otros casos, las cajas de conversión se han diseñado con un departamento de banca que posee recursos propios para actuar como prestamista de última instancia.

<sup>10</sup> Véase Canavese (1992)



**Cuadro No. 5**

**Desempeño Macroeconómico**  
(tasas porcentuales anuales promedio)

	1981-1990	1991-1998
Crecimiento del PIB	-1.1	5.8
Crecimiento de la Inversión	-7.6	14.6
Crecimiento de Exportaciones	4.4	7.9
Déficit/PIB	9.7	0.8
Inflación	386.6	2.7

FUENTE: Kiguel (1999)

La estabilización y las reformas indujeron una fuerte reducción en la tasa de riesgo país de la Argentina y un importante ingreso de capitales como muestra el Cuadro 6.

**Cuadro No. 6**

**Ingreso de Capitales**  
(Millones de Dólares)

	1991	1992	1993	1994
Sector Privado	2812	14078	12579	9292
Sector Público	972	-1896	3568	2176
Total	3784	12182	16147	11468

FUENTE: *Carta Económica*, Estudio M.A. Broda

En consecuencia, el crédito, que había desaparecido durante los años de alta inflación, retornó para promover el crecimiento del consumo, la inversión, el producto y el ingreso como se detalla en el Cuadro No. 7.

Cuadro No. 7

## Indicadores Macroeconómicos

	PIB (tasa de crecimien- to)	Consumo (tasa de crecimien- to)	Inversión (tasa de crecimien- to)	Inflación (tasa)	Cuenta corriente (relación con el PIB)	Exporta- ciones (tasa de crecimien- to)
	%	%	%	%	%	%
1991	10.6	14.8	29.9	84.0	-	-3.0
1992	9.6	13.2	32.6	17.5	-2.4	3.5
1993	5.7	5.3	15.3	7.4	-3.0	7.0
1994	8.0	6.7	20.7	3.9	-3.6	20.8
1995	-4.0	-5.8	-16.0	1.6	-1.0	32.1

El incremento de la demanda agregada provocó subidas en los precios de los bienes que no son objeto de comercio internacional y aumentos en las importaciones de los bienes que se comercian internacionalmente. El nuevo conjunto de precios relativos resultante atrajo inversiones a los sectores productores de bienes no comerciados (especialmente servicios) y sólo a partir de 1993 y 1994 una parte apreciable de la inversión se orientó hacia los sectores productores de comerciables provocando, a partir del segundo semestre de 1994, aumentos mayores en las exportaciones que en las importaciones.

Hacia 1994 la economía había recuperado los niveles de monetización que existían a mediados de los ochenta. Una característica importante del comportamiento de los agregados monetarios fue su fuerte dolarización. En 1994 el 70% de los depósitos a plazo estaba denominado en dólares y, en consecuencia, la mayor parte de los créditos se extendía también en esa moneda.

Aunque el ahorro interno retomó parcialmente la importancia que tenía antes del período de alta inflación (17.2% del PIB en 1994), el crecimiento dependía aún del ahorro externo (entre 3.0% y 4.5% del PIB). Si el flujo de capitales se detuviese o se revertiese, los precios relativos entrarían en cuestión. Esta situación se presentó entre fines de 1994 y comienzos de 1995 durante el denominado "efecto tequila" generado por las dificultades experimentadas por México para atender sus compromisos externos.

#### Cuarto

La economía argentina sufrió una importante salida de capitales privados como consecuencia de las dificultades experimentadas por México que devaluó su moneda el 20 de diciembre de 1994. Entre diciembre de 1994 y marzo de 1995, las reservas internacionales cayeron el 33% (seis mil millones de dólares) y el sistema financiero soportó una pérdida del 18% de sus depósitos totales.<sup>11</sup> La estabilidad del tipo de cambio (la estructura de precios relativos) fue sometida a una dura prueba.

La salida de capitales retrajo el crédito y cayó la demanda agregada. Así, bajaron las importaciones, crecieron las exportaciones y se recuperó la cuenta corriente. Entre marzo y octubre de 1995 las reservas internacionales recobraron dos mil millones de dólares.

La inexistencia de un prestamista de última instancia tornó difícil el manejo de la crisis financiera. Aún así, las reglas fijadas por la Ley de Convertibilidad se mantuvieron en todo momento y la base monetaria estuvo siempre cubierta con reservas internacionales, aunque el Banco Central proveyó redescuentos a los bancos que enfrentaban problemas de liquidez utilizando el exceso de reservas disponibles y los márgenes de títulos públicos autorizados. El sistema bancario tenía depósitos por 45 mil millones de dólares antes del comienzo de la crisis y recuperó ese mismo nivel en el primer trimestre de 1996, para alcanzar los 65 mil millones en octubre de 1997. Esto permitió restablecer, dentro del periodo de un año, los niveles de crédito al sector privado vigentes antes de la crisis. Algunos bancos quebraron pero los ahorristas sólo perdieron alrededor de 130 millones de dólares (0.28% del total de los depósitos) a pesar de la inexistencia de un sistema de seguro para los depósitos.<sup>12</sup>

La crisis tuvo fuertes efectos reales durante 1995: el PIB cayó 4.4%, el consumo bajó el 5.8% y la inversión se desplomó dramáticamente el 16%. La recuperación fue rápida ya que en 1996 el PIB creció 4.8% y el consumo y la inversión subieron el 6.1% y 8.8% respectivamente. Sin embargo, el costo permanente de la crisis se reflejó en un aumento del desempleo que llegó al 18.4% en mayo de 1995, cuando era del 12.2% en octubre de 1994.

La "crisis del tequila" dejó enseñanzas que se plasmaron en medidas que fortalecieron al sector financiero. Se creó un sistema de seguro de depósitos

---

<sup>11</sup> Durante la Gran Depresión de los años treinta los bancos Estadounidenses perdieron el 35% del total de sus depósitos a lo largo de cuatro años.

<sup>12</sup> Un análisis detallado del manejo de la crisis en relación con las instituciones financieras aparece en Kiguel (1999).

financiado privadamente y dirigido a proteger a los pequeños ahorristas<sup>13</sup> y se reemplazaron las reservas fraccionarias sobre los depósitos bancarios por requisitos de liquidez aplicados sobre los pasivos totales de las instituciones financieras.<sup>14</sup> El Banco Central también negoció un crédito contingente con bancos internacionales que le asegura acceso a liquidez en moneda extranjera para actuar como prestamista de última instancia durante una crisis financiera.<sup>15</sup> Los recursos previstos por los requisitos de liquidez más el crédito contingente permiten cubrir aproximadamente el 30% de los depósitos totales del sistema bancario.

Las medidas de política financiera adoptadas como consecuencia de las enseñanzas del "efecto tequila" fortalecieron el funcionamiento de la caja de conversión. Así, las crisis asiática (iniciada el 22 de octubre de 1997 con la devaluación en Corea del Sur), rusa (comenzada con el default del 17 de agosto de 1998) y brasilena (empezada con la devaluación del real del 13 de enero de 1999) no impusieron presiones importantes sobre el sistema bancario argentino y no amenazaron la vigencia de la Ley de Convertibilidad. Sin embargo, aunque la economía crecía sostenidamente al 7% hacia junio de 1998, la crisis rusa marca un punto de inflexión al generar más altas tasas de interés internacionales y bajas en los niveles de crédito tanto financiero como comercial. Esto está acompañado por una importante caída en los precios de las exportaciones argentinas, una recesión en Brasil y una apreciación del dólar Estadounidense que hacen que las nuevas crisis no sean meros fenómenos de liquidez internacional.

---

<sup>13</sup> El sistema cubre depósitos de hasta 20.000 pesos o dólares y alcanza, así, al 75% de los depositantes aunque sólo al 25% de los depósitos.

<sup>14</sup> Los requisitos de liquidez llegan al 20%.

<sup>15</sup> El acuerdo fue ampliado sucesivamente desde un monto inicial de 6.0 a 6.7 y a 7.1 miles de millones de dólares.

## Conclusiones

Una caja de conversión no garantiza las mejores políticas monetaria y cambiaria, sin embargo, bajo ciertas circunstancias, esa institución aparece como una de las pocas alternativas posibles.

La Ley de Convertibilidad, al implementarse, reposó sobre dos puentes. El primero de los puentes se construyó sobre la base del ingreso de capitales y requería que durante el influjo se produjese un aumento de la productividad que garantizase el mantenimiento de los precios relativos una vez que ese influjo se redujese. El segundo de los puentes -que no era independiente del primero- se basaba en los ingresos fiscales obtenidos en el proceso de privatizaciones de empresas públicas que aseguraban una situación fiscal compatible con la convertibilidad pero que debían reemplazarse por el crédito una vez agotados.

Entre 1991 y 1994, la productividad total de los factores creció en Argentina alrededor del 17%<sup>16</sup>, pero ese aumento se atemperó luego.

El esfuerzo fiscal se realizó con éxito pero las mismas reformas estructurales alimentaron el déficit. El Cuadro 8 muestra el déficit fiscal y lo corrige por los egresos generados por la privatización del sistema jubilatorio, el reconocimiento del interés sobre deudas contingentes generadas y no instrumentadas en el pasado y la nacionalización de sistemas jubilatorios provinciales.

---

<sup>16</sup> El cálculo hecho utilizando el método del "residuo" de Solow puede verse en Canavese y Gerchunoff (1996).

## Cuadro No. 8

**Déficit Fiscal Corregido**  
(millones de dólares)

	<b>Déficit</b>	<b>Sistemas Jubilatorios Provinciales</b>	<b>Reforma del Sistema Jubilatorio</b>	<b>Intereses sobre Deuda</b>	<b>Déficit Corregido</b>
1990	150	-	-	-	150
1991	2880	-	-	-	2880
1992	-1240	-	-	200	-1440
1993	-2210	-	-	700	-2910
1994	1020	-	-	1000	20
1995	3880	-	1918	1198	764
1996	6440	771	2470	1170	2029
1997	4630	1427	3196	767	-760
1998	4170	1290	3995	531	-1646

FUENTE: Kiguel (1999)

Durante los años noventa, Argentina hizo profundos cambios estructurales que acompañaron a la instalación de la caja de conversión: apertura de la economía al comercio y a los flujos de capitales, privatizaciones y desregulaciones, reformas laborales y jubilatorias. Como resultado de todo ello más de noventa mil millones de dólares de inversión extranjera directa contribuyeron a generar tasas de crecimiento anuales del orden del 4%. Desde 1998, la economía argentina sufrió varios shocks externos: la caída de los precios de los commodities después de la crisis asiática, la depreciación del euro y del real, intereses más altos sobre la deuda soberana de los países emergentes.

La necesidad de corregir precios relativos respetando la Ley de Convertibilidad hace recordar que es relativamente sencillo manejar una caja de conversión con influjo de capitales externos pero es muy difícil hacerlo con su salida, ya sea que ella se produzca autónomamente o a raíz de dudas sobre la sostenibilidad de las reglas que aseguran la convertibilidad al tipo de cambio fijado.

## Bibliografía

- Broda, M.A. y Secco, L.R. (1996), "*¿Caja de conversión Pura o un Banco Central con Límites Estrictos?*" en Martirena-Mantel (1996).
- Bruno, M.; Di Tella, G.; Dornbusch, R. y Fischer, S. (eds.) (1988), *Inflation Stabilization: The Experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolivia and Mexico*, MIT Press, Cambridge, Mass.
- Calvo, G. y Vegh, C. (1992) "*Currency Substitution in Developing Countries: an Introduction*", *Revista de Análisis Económico*.
- Canavese, A., (1992), "*Hyperinflation and Convertibility Based Stabilization in Argentina*" en Zini (1992).
- Canavese, A. y Di Tella, G. (1988), "*Inflation Stabilization or Hyperinflation Avoidance: The Case of the Austral Plan in Argentina, 1985-87*" en Bruno, Di Tella, Dornbusch y Fischer (1988).
- Canavese, A. y Gerchunoff, P. (1996), "*Reformas Estructurales, Productividad y Tipo de Cambio*", *Desarrollo Económico*.
- Fischer, S. (1982), "*Seignorage and the Case for a National Money*", *Journal of Political Economy*.
- Gerchunoff, P. y Guadagni, A. (1987), *Elementos para un programa de Reformulación Económica del Estado*, Documento de Trabajo, Instituto Torcuato Di Tella, Buenos Aires.
- Heymann, D. (1990), *From Sharp Disinflation to Hyper and Back: The Argentine Experience, 1985-1989*, CEPAL, Buenos Aires.
- Kiguel, M. (1999), *The Argentine Currency Board*, Documento de Trabajo, Universidad del CEMA, Buenos Aires.
- Liviatan, N. (ed.) (1992), *Proceedings of a Conference on Currency Substitution and Currency Boards*, World Bank Discussion Papers, Washington D.C.
- Machinea, J. y Fanelli, J. (1988), "*Stopping Hyperinflation: The Case of the Austral Plan in Argentina, 1985-87*" en Bruno, Di Tella, Dornbusch y Fischer (1988).

Martirena-Mantel, A.M. (ed.) (1996), *Aspectos Analíticos e Históricos de la Convertibilidad Monetaria*, Academia Nacional de Ciencias, Buenos Aires.

Zini, A.A. (ed.) (1992), *The Market and the State in Economic Development in the 1990's*, North-Holland, Amsterdam.