

## **SISTEMA MONETARIO Y DÉFICIT: INCOMPATIBILIDAD ASIMÉTRICA LA CONVERTIBILIDAD EN ARGENTINA, 1991-2001**

*Oswaldo H. Schenone*<sup>1</sup>

### **Abstract**

The monetary system is vulnerable to the fiscal deficit. When the latter is persistent and increasing the monetary system collapses. This paper illustrates the inconsistency between convertibility and persistent and increasing fiscal deficit in Argentina. This inconsistency is not symmetrical: no monetary system is consistent with persistent and increasing fiscal deficit, while any monetary system is consistent with fiscal equilibrium.

Four proposals to make the monetary system independent of the fiscal deficit are summarily listed towards the end of the paper.

### **Key words**

Convertibility. Fiscal Deficit. Asymmetrical inconsistency.

### **Resumen**

El sistema monetario es vulnerable al déficit fiscal. Cuando éste es persistente y creciente el sistema monetario colapsa. Este trabajo ilustra la incompatibilidad de la convertibilidad en Argentina con déficit fiscal persistente y creciente. Pero esta incompatibilidad es asimétrica: Ningún sistema monetario es compatible con déficit fiscal persistente y creciente, mientras que cualquier sistema monetario es consistente con equilibrio fiscal.

Al final del artículo se mencionan someramente cuatro propuestas para independizar el sistema monetario del déficit fiscal.

### **Palabras clave**

---

<sup>1</sup> Academia Nacional de Ciencias Económicas. [osvaldo.h.schenone@gmail.com](mailto:osvaldo.h.schenone@gmail.com)

El autor agradece los comentarios de un revisor anónimo de la *Revista de Instituciones, Ideas y Mercado*. También agradece los comentarios de Roberto Cortés Conde sobre el sistema monetario en España en el siglo XVI.

Convertibilidad. Déficit fiscal. Inconsistencia asimétrica. .

**Elegir quien nos gobierna.** A nadie le parece poco razonable mirar la balanza cuando el carnicero pesa milanesas. A nadie le parece injustificado contar el dinero antes de abandonar la ventanilla del banco, y contamos menos cuidadosamente los billetes de una extracción de \$ 20.000 que si la extracción hubiera sido de \$190.000. Todos estarían de acuerdo si el taxista cuenta el dinero que cobra antes que nos bajemos del taxi.

Estos comportamientos no implican paranoicas acusaciones de ladrón al carnicero, al cajero del banco ni al pasajero del taxi, sino que son simplemente precauciones normales de cada día adoptadas de manera instintiva, casi sin proponérselo, automáticamente.

Por cierto, todavía existirán robos, ya que otras transacciones serán más costosas de controlar, en relación con lo que arriesgamos, y por eso elegimos voluntariamente controlarlas menos y permitir, de esa manera, que nos puedan robar.

Se trata de un permiso implícito otorgado voluntariamente, porque resultaría más costoso evitar el robo. A veces no nos roban y otras veces sí. Tenemos, forzosamente, que apostar porque sería costosísimo evitar todos los robos posibles.

¿Cuál es el permiso implícito más desmesurado que otorgamos periódicamente? Sin dudas, a nadie le confiamos una parte tan grande de nuestro patrimonio, y de nuestra libertad individual, como la que le confiamos a quienes nos gobiernan desde los poderes del Estado.

Ellos deciden los impuestos a cobrar, la inflación, los aranceles aduaneros, la legislación laboral, las relaciones internacionales, el uso de la recaudación tributaria, expropiar o encerrar en corralitos nuestros ahorros y aportes jubilatorios, quiénes pueden ser nuestros herederos, la legislación penal y los límites de edad a la inimputabilidad. También deciden las jubilaciones de privilegio y cuáles obras públicas se hacen independientemente de quién las paga; qué vacunas se compran y a quién se le aplican en épocas de pandemia; los contenidos de los programas de educación; qué industrias promover desalentando, así, todas las demás; deciden si el sistema jubilatorio de cada persona será de capitalización o reparto; deciden que los grupos piqueteros corten las calles; reemplazar premios

al mérito por premios “más igualitarios”; la liberación de delincuentes convictos aumentando, así, la inseguridad de todos; deciden autorizaciones para abrir negocios en una jurisdicción pero no en otras; las rutas concedidas a las líneas aéreas; cuántos (y cuales) géneros pueden tener los seres humanos en sus DNI; y así siguiendo indefinidamente.

¿No valdrá acaso la pena gastar recursos y tiempo para evitar el daño que podemos sufrir a raíz de un permiso implícito tan desmesurado? ¿No se justifica tomar, al menos, las mismas precauciones que adoptamos al pagar a un mecánico para que revise el auto usado antes de comprarlo?

La respuesta es terminantemente no. No vale la pena, no se justifica<sup>2</sup>.

No tiene sentido gastar recursos y esfuerzos para averiguar las consecuencias de la elección, si al fin de cuentas cada persona tiene un voto, cuya incidencia en el resultado final es igual a la del voto de otra persona que ahorró tales gastos.

¿De qué le sirve a una persona gastar en averiguar las intenciones, currículum o prontuario de los candidatos si, en definitiva, su voto individual (a pesar de lo que gastó en informarse) no decidirá prácticamente nada? Sería el despilfarro de recursos y esfuerzos más improductivo que se pueda imaginar.

Ahí está, precisamente, la diferencia con el ejemplo de la compra del auto usado. En este caso, lo gastado en informarse beneficiará directamente a quien incurrió en el gasto, y el resultado de su decisión no depende de lo que hagan los demás.

Los ciudadanos deben tener, al menos, la lucidez de comprender que la elección de quien permitimos que nos gobierne no es, en lo esencial, diferente de la elección de quien permitimos que nos robe. En ambos casos sería prohibitivamente costoso evitar el daño.

Esto es suficiente para poner a los ciudadanos permanentemente en estado de alerta y desconfianza. Alerta ante decisiones discrecionales (potenciales creadoras de oportunidades de corrupción), y desconfianza ante iniciativas, por bienintencionadas que parezcan, que conduzcan a ceder más

---

<sup>2</sup> Esta afirmación es un homenaje póstumo a James Anthony Downs, fallecido en 2021 a los 91 años de edad, autor de *An Economic Theory of Democracy*, publicado en 1957.

potestades al gobierno en detrimento de las potestades reservadas a los individuos. Este derrotero nos pone inexorablemente en el camino de la servidumbre<sup>3</sup>.

Para los propósitos de este artículo nos concentraremos principalmente en la elección del sistema monetario y de la magnitud del déficit fiscal, que son dos de las decisiones que toma a su cargo el gobierno y más afectan a los ciudadanos sin que ellos entiendan cómo, ni por qué, resultan tan severamente perjudicados.

En este artículo no se trata el déficit fiscal esporádico como, por ejemplo, el que un gobierno pudiera incurrir en respuesta a una situación excepcional de catástrofe natural, como terremotos, tsunamis, etc. Este artículo, en cambio, se refiere al déficit fiscal persistente que ha afectado a la economía argentina ininterrumpidamente durante más de medio siglo, como ha sido reseñado en “Sector Público Argentino 1970-1985. Invasión sostenida sin hostilidad”<sup>4</sup>.

La moneda es una institución espontánea que los humanos se dieron a sí mismos, simplemente porque les convenía sin intervención de ninguna autoridad que la diseñara ni ordenara su existencia. Al igual que el lenguaje o el intercambio, la institución de la moneda supone la existencia de más de una persona. Si nadie la recibe, la moneda no es tal. La institución de la moneda acontece al individuo en grupo (familia, tribu, alguna forma de sociedad en general) y cuanto más grande sea el grupo, mayor será el provecho de la adopción de esta institución.

Hace aproximadamente 100.000 años en lo que es actualmente Marruecos los habitantes usaban, para ciertos propósitos, caparazones de un caracol marino llamado *Nassarius*. Se han encontrado estos caparazones con ciertas perforaciones y, a veces, pintados de color ocre. Hallazgos similares se han encontrado en lo que es actualmente Argelia, Israel y Sudáfrica.

---

<sup>3</sup> Hayek, F. *The Road to Serfdom* (Routledge, The University of Chicago Press, 1944).

<sup>4</sup> Schenone, O. H. “Sector Público Argentino 1970-1985. Invasión sostenida sin hostilidad” *Revista de Instituciones, Ideas y Mercado* (No. 71, Marzo 2021). Ver, en particular, la cuarta fila del Cuadro 1, pág. 40.

Lo curioso es que algunos de estos hallazgos sucedieron en zonas alejadas de la costa y autores como Matt Ridley, entre otros, lo interpretan como evidencia de intercambio utilizando estos caparazones como moneda.<sup>5</sup>

Nadie les fijó las reglas de uso a los primeros Homo Sapiens que utilizaron caparazones de mariscos como moneda. Nadie pudo haber diseñado tales reglas, porque nadie pudo anticipar que el uso de esos caparazones se reglamentara y diseñara para que evolucionara hasta dar lugar, en la Edad Media, al surgimiento de bancos comerciales en el norte de Italia, Flandes y el sur de Inglaterra y, posteriormente, al Fondo Monetario Internacional, el sistema financiero mundial y el bitcoin... y todavía no termina de evolucionar.

La institución del dinero es de adopción voluntaria y, por ende, su utilización es un óptimo de Pareto. A nadie se lo obliga coercitivamente a utilizar la moneda y, por ende, su uso no perjudica a nadie y beneficia a todos o, al menos, a algunos. Quienes prefieran no utilizar la moneda son libres de hacerlo y, si deciden cambiar de idea, simplemente comenzarán a utilizarla sin necesidad de ser autorizados por nadie.

Los beneficios del uso del dinero son motivos suficientes para su adopción y, seguramente, no habrán escapado a la sagacidad del Homo Sapiens aunque no hayan sido vocalizados de esta manera: el primer beneficio es eliminar la doble coincidencia del trueque (independizar los deseos de comprar de cada persona de los deseos de comprar de los demás), y el segundo es proveer una reserva de valor (el dinero tiene la aptitud de trasladar el consumo y la riqueza a través del tiempo, hacia el futuro).

El uso de metales preciosos, plata y oro, sin acuñar, como dinero aparece en la Mesopotamia, alrededor de 25 siglos antes de Cristo. Las primeras acuñaciones de moneda (trozos de metal marcados con una señal identificativa) sucedieron alrededor de 6 siglos antes de Cristo en Lidia (Asia Menor), China e India. La señal identificativa garantizaba el contenido (en peso y calidad) del metal precioso en la moneda.

---

<sup>5</sup> Ridley, M., *The Rational Optimist: How prosperity evolves* (Harper-Collins Publishers, New York, 2010), cap. 2.

Se denomina “señoreaje” al beneficio percibido por quien acuña la moneda y le asigna un valor mayor que el contenido de metal precioso. Durante el Imperio Romano se acuñaban monedas con la imagen del Cesar, que cada vez tenían menor contenido de metal precioso, a pesar de lo cual las personas las aceptaban como representativas de una cantidad de metal que, en realidad, no tenían. El derecho a acuñar constituye una fuente de ingresos (señoreaje) para quien tenga la potestad de hacerlo.

Los gobiernos actuales obtienen señoreaje por imprimir papeles con costo cero (¿cuánto más caro puede ser imprimir un billete de mil pesos que uno de cien?) y obtener bienes genuinos y reales a cambio de tales papeles (abstractos y ficticios indicadores de valor).

De esta manera los gobiernos capturan para sí una porción de las ventajas que tiene el uso del dinero para los ciudadanos. Esta porción crece desproporcionadamente cuando los gobiernos emiten tanto dinero que, finalmente, éste pierde virtualmente todo su valor pero tiene que ser usado porque el mismo gobierno lo declara “de curso forzoso”. Por este mecanismo se expropia, sin necesidad de ninguna ley, una parte importante del patrimonio de las personas.

Adrián Guissarri se hace eco de lo que afirma G. Stigler: “Una política que se adopta y se sigue por mucho tiempo, o que es adoptada por muchos y diferentes Estados, no puede, útilmente, ser descripta como un error: eventualmente sus efectos reales serían conocidos por los grupos interesados. Decir que tales políticas son un error es decir que uno no puede explicarlas.”<sup>6</sup>

Intrigado por el retraso económico de Argentina desde 1934 en adelante, en comparación con Estados Unidos, Canadá y Australia, Guissarri<sup>7</sup> incluye entre las causas de este pobre desempeño a una deficiencia institucional: el sistema electoral argentino, vigente desde la reforma de 1912, que reemplaza al sistema precedente de “lista completa” por uno de “lista incompleta” sin subsanar el principal defecto de alejar al elector del elegido, al decir de J. V. González<sup>8</sup>.

---

<sup>6</sup> Stigler, G. *The Citizen and the State. Essays on Regulation* (The University of Chicago Press, 1975), pag. X de la Introducción. Traducción propia.

<sup>7</sup> Guissarri, A. “Intrigas del Crecimiento en Argentina” *Cuadernos de Economía. Latin American Journal of Economics* (Vol. 40, No. 121, Diciembre 2003).

<sup>8</sup> González, J. V., “La Prueba del Sistema Electoral en Vigor” (18 de mayo de 1920), reimpresso en *Estudios Constitucionales*; Tomo II, págs.. 122/3 (Librería y Editorial La Facultad, J. Roldán y Cia., Buenos Aires, 1930).

Sea cual fuere la(s) causa(s) de la adopción de políticas monetarias y políticas fiscales deficitarias incompatibles entre sí y perjudiciales para el país (como sugiere Stigler, posiblemente no sean errores involuntarios e inocentes, considerando los intereses personales de quienes las adoptan), un ejemplo patético es el déficit fiscal creciente que llevó inexorablemente al abandono de la convertibilidad.

**Volvé convertibilidad, te perdonamos**<sup>9</sup>. A principios de 1991 la inflación se mantenía encima de 1000% **anual**, después de haber alcanzado 197% **mensual** (equivalente al 3,7% **diario**) durante la hiperinflación de 1989. Entre el segundo trimestre de 1988 e igual período de 1989, el PBI cayó 9% en términos reales.

El 1° de abril de 1991 entró en vigencia la Ley de Convertibilidad, que en catorce artículos cambió el sistema monetario. Estableció que el Banco Central mantuviera permanentemente reservas en oro y divisas por un monto igual o mayor al de los pesos en circulación. Así solo podrían crearse pesos si los tenedores de dólares decidían llevarlos al Banco Central y recibir el valor equivalente en pesos<sup>10</sup>. Permitió que cualquier moneda extranjera pudiera utilizarse para cualquier operación y que los contratos tuvieran que cumplirse en la moneda en que fueron originalmente pactados. El uso del peso no resultaba de una obligación impuesta por el gobierno, sino de una elección individual reservada a quienes realizaban cada transacción.

Inmediatamente después de adoptada la convertibilidad la tasa de inflación cayó abruptamente a valores entre el 25% y el 15% anual en 1992 y 1993; 4% anual en 1994; 3% en 1995 y prácticamente desapareció (0%) entre 1996 y 2001. Entre 1990 y 2001 el PBI creció 41%, a una tasa anual de 3,2% muy superior al 0,1% que corresponde al promedio anual de la década precedente caracterizada por alta inflación. Parecía que Argentina después de medio siglo había encontrado una respuesta a la pregunta que intriga a Guissarri, entre otros autores.

---

<sup>9</sup> Esta sección y las dos siguientes se basan y utilizan como fuente de datos Schenone, O. H., “Déficit y Convertibilidad en Argentina 1991-2001: Inconsistencia Asimétrica” *Cuadernos de Economía. Latin American Journal of Economics* (Vol. 40, No. 121, Diciembre 2003).

<sup>10</sup> Los pesos en circulación y las reservas en el Banco Central, al entrar en funcionamiento la ley tenían una relación de 10.000 a 1. Una nueva unidad monetaria con cuatro ceros menos dio lugar a la relación 1peso=1 dólar. A partir de ese momento los pesos en circulación y los dólares en el Banco Central eran iguales y pasaron de 4.000 a más de 20.000 millones entre 1991 y 1996.

Pero no fue así. El sector público argentino solamente se dio por enterado que el país había adoptado en 1991 un sistema monetario que no le permitía al Banco Central financiar los déficits fiscales cuando tuvo que cambiar la fuente de financiamiento de los mismos. Pero obstinadamente siguió incurriendo en déficits, como si nada hubiera cambiado. La única diferencia es que entonces tuvieron que financiarse con emisión de deuda en vez de emisión de dinero desvirtuando, así, la principal virtud de la convertibilidad, que consiste en quitar el financiamiento inflacionario al crecimiento desorbitado del sector público.

El gasto público pasó de 48.000 millones de dólares en 1991 a 86.500 millones en 1999; un crecimiento de 80% mientras el PBI creció aproximadamente 40% en el mismo período. Mientras la deuda pública alcanzaba alrededor de 70.000 millones de dólares (29% del PBI) después de la reestructuración del Plan Brady (principios de 1993, último año de esa década en que el gobierno tuvo superávit), los déficits fiscales reiterados e ininterrumpidos desde ahí en adelante llevaron la deuda pública a 31% del PBI en 1994; 36% en 1995; 38% en 1996; 39% en 1997; 41,4% en 1998; hasta superar el 50% del PBI en 2001.

Mientras el financiamiento con endeudamiento estuvo disponible, el sector público mantuvo el comportamiento de gasto en exceso de sus ingresos que había caracterizado las cinco o seis décadas anteriores. Cuando ya no fue posible seguirse financiando con endeudamiento, el sector público entró en default y provocó, así, un efecto dominó por el cual el sector privado tampoco pudiera pagar sus deudas por no contar con los recursos que presumiblemente tenía a cobrar del sector público. No interesa cuán caótico y costoso sea el resultado final, éste fue deliberadamente preferido por el gobierno a cualquier reducción del déficit que pudiera haber evitado el caos.

Michael Mussa<sup>11</sup> calculó que con un balance primario (es decir, sin contar pagos de intereses) del sector público 2% mejor (es decir, mayor superávit o menor déficit) que el observado durante toda la década de los noventa, se hubiera llegado a 2001 con 60.000 millones de dólares menos de deuda pública, lo cual hubiera hecho desaparecer la principal causa de la crisis de diciembre 2001. Más aún, si el gobierno hubiera aprovechado los años de rápido crecimiento que siguieron a la crisis del

---

<sup>11</sup> Mussa, M., “Argentina and the Fund. From Triumph to Tragedy” (Washington, Institute for International Economics, 2002).

Tequila, mejorando el balance primario en 1% del PBI en 1996 (año en que el PBI creció 5%); 2% del PBI en 1997 (año en el cual el PBI creció 8%); y 3% en 1998-2001 se hubiera llegado a 2001 con 40.000 millones de dólares menos de deuda pública. Concluye este autor: “Así, el margen entre un éxito sostenido de los esfuerzos de estabilización y reforma de Argentina de la década pasada y el trágico colapso de fines del año pasado estaba lejos de ser imposible de superar.” (traducción propia).

Un protagonista de la década de la convertibilidad, Domingo Cavallo, también enumera algunas causas del fracaso de la convertibilidad<sup>12</sup>, entre las cuales se destacan dos (atribuidas a los gobiernos provinciales) relacionadas con el déficit y el exceso de endeudamiento.

“Durante 1993 y 1994, cuando las provincias ya habían recompuesto sus finanzas, debimos haber prohibido su endeudamiento con los respectivos bancos provinciales, tal como habíamos prohibido la utilización de los recursos de coparticipación federal de impuestos como garantía de préstamos bancarios.” (pág. 158).

“Apenas dejé el ministerio en agosto de 1996, el presidente Menem y su nuevo ministro de Economía, Roque Fernández, cometieron el error más grave de toda la década. Derogaron un decreto que habíamos propuesto y logrado sancionar el secretario de Hacienda, Ricardo Gutiérrez, y yo, por el que se prohibía a la Secretaría de Hacienda notificarse de cualquier cesión de derechos de los recursos de la coparticipación federal de impuestos que hicieran los gobiernos provinciales en garantías de préstamos bancarios.

La derogación del decreto permitió el festival de endeudamiento de las provincias con los bancos que, desde 1997, absorbió el grueso del crédito bancario, avaló a que se pactaran tasas de interés extravagantemente altas y que se redujera grandemente el crédito al sector privado, sobre todo a las pequeñas y medianas empresas.” (pág. 160).

---

<sup>12</sup> Cavallo, D.F., *Camino a la Estabilidad* (Buenos Aires, Sudamericana, 2014), págs. 157-160.

**Corrección: te perdonamos, pero no vuelvas.** Han transcurrido veinte años del abandono de la convertibilidad. Los déficits fiscales y los niveles de endeudamiento que dinamitaron la convertibilidad de 2001 no han hecho más que repetirse obstinadamente con inusitada violencia.

Los gobiernos, únicos capacitados y por ende responsables de incurrir en déficits fiscales y endeudamiento, presentan estos desmanes como accidentes involuntarios, ajenos a su voluntad. El principal promotor de la convertibilidad explica que la causa de la crisis de 2001 “fue que la deuda *había crecido* desmesuradamente”<sup>13</sup>. ¿Ignora, acaso, este autor que las deudas **no crecen** por sí solas, espontáneamente, sino que las **hacen crecer** los gobiernos deliberadamente?

Harry G. Johnson<sup>14</sup> lo expresa en estos términos, aludiendo a un amigo economista que trabajaba para un organismo internacional: “Una de las responsabilidades de un trabajo como éste es sostener que la inflación es algo que sucede y a nadie se puede realmente culpar. Un conjunto irresistible de fuerzas políticas y sociales obliga a los políticos a abandonar sus responsabilidades de servir al bien común...”

Diluyendo la responsabilidad del déficit y el endeudamiento han proliferado menciones y referencias a episodios adversos, que presuntamente coadyuvaron al fracaso de la convertibilidad pero insuficientes, por sí mismos, para causar tal fracaso si no hubiera habido déficits reiterados y crecientes.

Varios autores han contribuido a identificar errores, omisiones, o circunstancias no previstas que pudieran contribuir a explicar el fracaso de la convertibilidad. Guillermo Calvo, Alejandro Izquierdo y Ernesto Talvi<sup>15</sup> (para abreviar: C, I y T) resumen la crisis del 2001 como “una *non sancta* (*unholy*, en el original) combinación de tipo de cambio fijo y grandes déficits fiscales que llevaron a un crecimiento rápido de la deuda pública, severos problemas de sustentabilidad fiscal, y eventualmente, una pérdida de acceso a los mercados de crédito” (pág. 2, traducción propia). De

---

<sup>13</sup> Cavallo, D. F., *op. cit.* pág. 212 (énfasis agregado).

<sup>14</sup> Johnson, H. G. “Panel Discussion on World Inflation” en Claassen, E. y Salim, P. (editores) *Stabilization Policies in Independent Economies*, (New York, American Elsevier, 1972), pág. 312.

<sup>15</sup> Calvo, G. A., Izquierdo, A. y Talvi, E., “Sudden Stops. The Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina’s Lessons” Background paper for the Inter-American Development Bank seminar “The Resurgence of Macro Crisis: Causes and Implications for Latin America” (Fortaleza, Brasil, marzo 2011).

acuerdo a C, I y T, la repentina, severa y prolongada interrupción de la entrada de capitales en 1998 (debida a la crisis de Rusia) desencadenó la crisis de la convertibilidad.

La súbita pérdida del acceso al mercado de capital, deja al gobierno a merced de que sucedan uno, o ambos, de los siguientes acontecimientos: (a) reducción de sus gastos; (b) generación de más divisas a través de un superávit de balanza comercial. La opción (b) hubiera requerido una suba del tipo de cambio real de 46%, según los cálculos de CIT, mientras que solamente subió 14%. Dos factores no permitieron un aumento del tipo de cambio **real** de la magnitud requerida: el tipo de cambio **nominal** fijo y la inflexibilidad a la baja de los precios de no transables (principalmente, los sueldos del sector público y las tarifas de servicios públicos).

La cornisa por la que transitaba la economía argentina, según C, I y T, estaba definida por la dolarización de la deuda pública y el hecho que se trataba de una economía dependiente del flujo de capital externo (poca capacidad de generar divisas por medio del comercio internacional). Una interrupción repentina, severa y prolongada de la entrada de capital no se puede corregir con una **reducción del déficit** fiscal sino que sería necesario un **superávit** fiscal, prácticamente imposible de lograr.

Guillermo Perry y Luis Servén<sup>16</sup> argumentan que la crisis no fue el resultado de shocks externos más severos que los sufridos por otros países latinoamericanos. Ni las perturbaciones reales –que fueron de menor magnitud que en otros países- ni la caída en la entrada de capitales de fines de los noventa –reflejo más que causa del deterioro económico- permiten explicarla. Por el contrario, según estos autores, el origen de la crisis se encuentra en tres causas (ninguna por sí sola era más severa que en otros países latinoamericanos, sino que conjuntamente hacen al país demasiado vulnerable ante shocks externos adversos): la rigidez del sistema cambiario, la fragilidad de la situación fiscal (especialmente después de 1995), y la vulnerabilidad del sistema bancario oculta tras una fachada de solidez (los bancos debían responder por depósitos en dólares con préstamos

---

<sup>16</sup> Perry, G. y Servén, L., “La anatomía de una crisis múltiple: ¿qué tenía Argentina de especial y qué podemos aprender de ella?”, *Desarrollo Económico*, Vol. 42, No. 167 (octubre-diciembre 2003).

en pesos mayoritariamente concedidos a gobiernos provinciales, como se menciona en la página 160 de la obra de Cavallo citada en la nota al pie número 11).

Perry y Servén, en disidencia con C, I y T, argumentan que la súbita interrupción del flujo de capitales fue un amplificador, más que la causa principal de la crisis.

Daniel Chudnovsky, Andrés López y Germán Pupato<sup>17</sup> coinciden con los anteriores autores en las debilidades que hacían más difícil absorber las perturbaciones externas y agregan que el descontento de amplios sectores de la sociedad hacía menos practicable cualquier intento de austeridad del sector público. Estos autores enfatizan la “imposibilidad práctica” de realizar un ajuste fiscal, y encuentran sorprendente que el gobierno no haya propuesto un programa profundo de reestructuración de la deuda con quitas substanciales de capital o reducciones importantes en la tasa de interés para evitar el default y, tal vez, la crisis bancaria dejando a salvo la convertibilidad.

Habida cuenta del comportamiento del sector público, uno podría preguntarse, en disidencia con Chudnovsky, López y Pupato, si acaso tal “reestructuración profunda” de la deuda<sup>18</sup> no hubiera dado lugar a mayores niveles de gasto público y endeudamiento, en vez de haber evitado el default y la crisis bancaria y haber puesto a salvo la convertibilidad. Esta avidez por incurrir en gasto público y déficit se pone de manifiesto observando que, a pesar de que el déficit presupuestado para todo el año 2001 era de unos 6.000 millones de dólares (alrededor de 2% del PBI), en el primer trimestre ya se había incurrido en un déficit de 3.100 millones de dólares. Este inminente incumplimiento del presupuesto hace menos posible la alternativa –de por sí, improbable– de renegociar exitosamente la deuda pública.

Federico Sturzenegger<sup>19</sup> también destaca la crisis de Rusia en 1998 (y la interrupción de la ayuda del Fondo Monetario Internacional a ese país) como un motivo de preocupación para los inversores internacionales y, consecuentemente, una razón para abstenerse de invertir en países de dudosa

---

<sup>17</sup> Chudnovsky, D., López, A. y Pupato, G., “Las Recientes Crisis Sistémicas en Países Emergentes: Las Peculiaridades del Caso Argentino”. Trabajo presentado en el Seminario Internacional “La Argentina en la Economía Global” organizado por la Fundación CENIT, la Universidad de San Andrés y la FLACSO en Buenos Aires, 12 de mayo de 2003.

<sup>18</sup> Admitiendo la, ciertamente debatible, hipótesis de los autores que “quitas substanciales de capital y/o reducciones importantes de la tasa de interés” hubieran sido graciosamente concedidas por los defraudados acreedores.

<sup>19</sup> Sturzenegger, F., *La Economía de los Argentinos* (Buenos Aires, Planeta, 2003).

solvencia como Argentina. La recesión de 1999 en Argentina pasó inadvertida por los inversores internacionales porque después de la crisis rusa prácticamente “todos los países latinoamericanos tuvieron recesión, pero en 2000, cuando la mayoría de los países se recuperaron, la Argentina siguió estancada. Y si el país no crecía, su deuda se hacía insostenible.” (pág. 36).

El mismo autor relata que el Fondo Monetario Internacional condicionó su ayuda a que el país declarara el default. “Cuando un país entra en cesación de pagos, el sector privado está obligado a hacer una contribución a la recuperación aceptando una quita en la deuda. El default es, entonces, una manera de que el sector privado contribuya junto al Fondo Monetario Internacional, a la solución de los problemas” (pág. 41). Cuando fue evidente que la indisciplina fiscal no se contenía en el último trimestre de 2001, “el Fondo Monetario Internacional retiró el apoyo y cortó la ayuda programada, forzando sobre la Argentina la flotación del tipo de cambio y el default.” (pág. 42).

Las expresiones de Sturzenegger en las páginas 41 y 42 son desafortunadas y conducen a confusión. En la pág. 41 sostiene que “el sector privado está obligado a hacer una contribución a la recuperación aceptando una quita en la deuda”. El sector privado no está, realmente, obligado a nada. Solo admite lo inevitable: no puede, simplemente, cobrar y pierde parte de sus activos, del mismo modo que el jugador que perdió en un casino pierde parte de sus activos, sin caer en el ridículo de reclamar que le indemnizen su pérdida como si no supiera que en un casino puede perder.

Tampoco es acertado sostener que el Fondo Monetario Internacional terminó forzando sobre la Argentina la flotación del tipo de cambio y el default. ¿Es acaso el Fondo Monetario Internacional quien incurrió de déficits ininterrumpidos y crecientes? Lo único que terminó forzando sobre la Argentina el estallido de la convertibilidad y el default fue la acumulación de déficits fiscales del gobierno argentino.

Otro atenuante del papel protagónico que desempeñó el déficit es hacer notar que no sólo el gasto público fue excesivo durante la década de los noventa, sino también el gasto privado. “No solo el gobierno, sino los tenedores de activos y el público en general actuaron durante una buena parte de la década como si la evolución de la economía (y la situación fiscal en particular) no necesitara

causar grandes preocupaciones”<sup>20</sup>. Este enfoque enfatiza que el sector privado tuvo expectativas erróneas e interpretó que la bonanza de los noventa era la tendencia permanente y no un ciclo, como resultó ser al fin de cuentas. Confiando en la estabilidad por tiempo indefinido del valor de los activos y del ingreso expresado en divisas, el sector público u el privado se endeudaron en divisas sin tomar las debidas precauciones ante variaciones en el tipo de cambio real. El comportamiento irresponsable no fue, según este enfoque, un atributo exclusivo del sector público: “El comportamiento del gasto privado no correspondió al de quienes reconocieran que el sector público estaba sobre-expandido y reaccionaran en una anticipación “Ricardiana” al ajuste que se venía.”<sup>21</sup>

Diluir la responsabilidad del sector público en la generación de la crisis argumentando que el sector privado también gastó en exceso es un intento por trasladar la culpa a la víctima y, como tal, es una débil defensa del comportamiento del sector público. Tan débil como la defensa del parricida y matricida pidiendo clemencia en base al argumento que él es, al fin y al cabo, ¡nada más que un desvalido huérfano!

**Incompatibilidad Asimétrica.** Aún los autores más dispuestos a encontrar circunstancias que contribuyeron al derrumbe de la convertibilidad, admiten que el exceso de gasto y déficit fiscal persistente es incompatible con la convertibilidad.

Pero esta incompatibilidad es asimétrica. Las dos partes no son simétricamente culpables de la incompatibilidad: una de ellas, la indisciplina fiscal, sería incompatible con la otra, el sistema monetario fiduciario de dinero papel, cualquiera que sea el régimen cambiario; mientras que cualquier régimen cambiario es compatible con la disciplina fiscal. En palabras de M. Mussa: “... la causa fundamental de la tragedia argentina no fue principalmente el Plan de Convertibilidad. Más bien, fueron los grandes y persistentes excesos de gasto público sobre los ingresos corrientes que llevaron a una insostenible acumulación de deuda pública y, en última instancia, al default que

---

<sup>20</sup> Galiani, S., Heymann, D. y Tommasi, M., “Missed Expectations: the Argentine Convertibility” Documento de Trabajo No. 55 (Universidad de San Andrés, noviembre 2002), pág. 1 (traducción propia).

<sup>21</sup> Galiani, S., Heymann, D. y Tommasi, M., *op. cit.*, pág. 1 (traducción propia).

fatalmente socavó las bases de la estabilidad financiera y económica –y así lo hubiera hecho bajo cualquier política monetaria y régimen cambiario.”<sup>22</sup>

Así como la combinación de convertibilidad y déficit reiterados es incompatible, también lo sería la combinación de tipo de cambio flotante con déficits reiterados; y también lo serían los regímenes de flotación sucia y de tablitas cambiarias con déficits reiterados (como lo ilustra la experiencia de Argentina, Uruguay y Chile en los años ochenta)<sup>23</sup>. Recíprocamente, cualquier régimen cambiario con disciplina fiscal sería sostenible<sup>24</sup>. Esta es, precisamente, la asimetría enfatizada en este artículo y en el de M. Mussa.

Independientemente de los refinados detalles que diferentes autores aportan para completar la explicación de la crisis de abandono de la convertibilidad, la causa principal sin la cual no hubiera habido abandono de la convertibilidad es el exceso de gasto y déficit fiscal.

Aún el análisis de C, I y T, numéricamente refinado, que enfatizan la interrupción (repentina, severa y prolongada) de los flujos de capitales como el detonante de la crisis, no consigue ocultar que tal interrupción hubiera sido una anécdota pasajera y olvidable si la situación fiscal hubiera estado en orden. Con menos déficit y endeudamiento (alto y continuamente creciente) no hubiera sido necesario un aumento del tipo de cambio real de la magnitud que calcularon C. I y T (más del triple de lo que efectivamente aumentó) para tener un superávit de balanza comercial capaz de compensar la pérdida del acceso al mercado de capital.

---

<sup>22</sup> Mussa, M. *op. cit.*, pág. 11 (traducción propia). Énfasis agregado.

<sup>23</sup> Un revisor anónimo de la *Revista de Instituciones, Ideas y Mercado* propone el contraejemplo de España en el siglo XVI, cuando se produjo el sostenido aumento de la oferta de dinero metálico proveniente de América. Durante los reinados de Carlos V y Felipe II se incurrieron en sostenidos déficits fiscales, con frecuentes cesaciones de pagos y reestructuraciones de la deuda del Tesoro de Castilla, pero a pesar de ello el sistema monetario de dinero metálico asimiló la inflación del período y no colapsó (aunque las monedas de plata contenían progresivamente menos de los 25 gramos que suponían tener).

El episodio de España en el siglo XVI no es realmente un contraejemplo ya que no se trataba de un sistema monetario de dinero papel que el monarca pudiera emitir ilimitadamente.

<sup>24</sup> Esta afirmación no significa que la disciplina fiscal garantice la estabilidad de precios bajo cualquier circunstancia: por ejemplo, con intensa sustitución de moneda contra el dinero local, puede haber inflación con tipo de cambio flotante aunque no haya déficit fiscal. Aunque la disciplina fiscal no garantice la estabilidad de precios, haría sostenible el régimen de flotación.

Argumentar, como estos autores lo hacen, que ninguna magnitud factible de reducción del déficit fiscal hubiera alcanzado para detener la crisis una vez que se interrumpió el flujo de capitales equivale a argumentar que ninguna abstinencia de alcohol resolverá el problema una vez que la cirrosis destruyó el hígado. Aunque esta afirmación sea verdadera, no consigue ocultar que la causa del problema no es otra que el abuso de alcohol.

**Propuestas para independizar el régimen monetario de la situación fiscal.** Poner a salvo el régimen monetario de los avatares deficitarios de los gobiernos requiere propuestas drásticas. En este trabajo se resumen, muy someramente, cuatro propuestas con una característica común: quitarle al Banco Central la potestad de emitir dinero. El análisis detallado de las mismas excede el ámbito de este artículo el cual no substituye, ni remotamente, el estudio de las propuestas.

- La propuesta de Hayek en *Denationalization of Money* (1976) y *Denationalization of Money. The Argument Refined* (1978)<sup>25</sup>.

Esta propuesta consiste en eliminar el Banco Central, dejando la provisión de dinero a cargo de diferentes proveedores (bancos de emisión, en la terminología de Hayek) del sector privado. Estos competirían entre sí por ofrecer dinero de valor estable, que es el preferido por los usuarios del dinero. Las diferentes monedas provistas por los bancos emisores podrían tener distintos nombres (por ejemplo, ducat, corona, florin, escudo, etc.) y el valor de cualquiera de ellas respecto de las demás sería libremente fluctuante. Cada una de ellas cumpliría, al mismo tiempo, las funciones de ser una unidad de cuenta y un medio de pago.

Nunca antes la provisión de dinero estuvo a cargo de quienes tienen como único y exclusivo interés darle al público el dinero que prefiera y que, al mismo tiempo, arriesgaran su existencia en el cumplimiento de las expectativas que hubieran creado (*Denationalization of Money*, pág.99).

Esta propuesta, al igual que las otras tres, no elimina la posibilidad del gobierno de endeudarse, irresponsablemente o no. Pero los déficits, y el endeudamiento a que dan lugar, no podrán tener

---

<sup>25</sup> Hayek, F. *Denationalization of Money* (London, The Institute of Economic Affairs, 1976) y *Denationalization of Money. The Argument Refined*, 3<sup>rd</sup>. edition (London, The Institute of Economic Affairs, 1990).

consecuencias monetarias, del mismo modo que el endeudamiento del productor de chocolate no afecta la cantidad de zanahorias en una economía.

- La propuesta de Dolarización.

Adoptar una moneda ya existente que el gobierno no pueda emitir pone a salvo el régimen monetario de los avatares deficitarios del gobierno. Panamá (desde 1904), Ecuador y El Salvador (desde casi un siglo después que Panamá), son ejemplos de países latinoamericanos que adoptaron el dólar como moneda. La circunstancia de haberse aplicado en varios países establece una presunción a favor de esta propuesta, respecto de las alternativas.

Por otro lado, se podría objetar que esta propuesta independiza el régimen monetario de los avatares deficitarios del gobierno del propio país, pero lo hace dependiente de las decisiones deficitarias del gobierno del país emisor (en este caso, los Estados Unidos). En esta materia no se trata de elegir entre lo bueno y lo malo, sino de optar por el mal menor.

Los asuntos prácticos a que da lugar la dolarización han sido estudiados detalladamente por Enrique Blasco Garma en 2001<sup>26</sup>. El artículo de Jorge Avila en RIIM de Octubre 2021 es la defensa más reciente de la propuesta de dolarización<sup>27</sup>

- La propuesta de Friedman en *A Program for Monetary Stability*<sup>28</sup>.

Esta propuesta consiste en establecer una tasa de creación de dinero que el Banco Central no puede cambiar. Como lo expresó Friedman, con cierta ironía, en su discurso de aceptación del Premio Nobel en 1976, recordando que el Premio Nobel en Economía fue establecido por el Banco Central de Suecia para celebrar sus 300 años “Esta circunstancia me deja, lo admito, con un cierto conflicto de interés. Como algunos saben mis estudios monetarios me llevaron a la conclusión que los bancos centrales podrían ser ventajosamente reemplazados por computadoras programadas para proveer una tasa de crecimiento estable en la cantidad de dinero. Afortunadamente para mí, y para un selecto grupo de economistas, esta conclusión no ha tenido un impacto práctico –de lo contrario no

---

<sup>26</sup> Blasco Garma, E., *Dolarizar. El fin de las monedas nacionales* (Buenos Aires, Editorial Atlántida, 2001)..

<sup>27</sup> Avila, J., “Economía Bimonetaria y Dolarización Sostenible” *Revista de Instituciones, Ideas y Mercado* (Número 72, Octubre 2021).

<sup>28</sup> Friedman, M., *A Program for Monetary Stability* (New York, Fordham University Press, 1959).

hubiera habido un banco central de Suecia que estableciera el premio que tengo el honor de recibir.”<sup>29</sup>

La principal objeción a esta propuesta es que la cantidad de dinero no sería, en realidad, independiente del gobierno que siempre encontraría “fuerzas políticas y sociales irresistibles” (al decir de H. Johnson) que obligaría a los políticos a alterar la tasa establecida de creación de dinero (“por única vez y con carácter excepcional”). En otras palabras, los bancos centrales presionados por “fuerzas políticas y sociales irresistibles” se transformarían inmediatamente en hackers atacando la computadora que Friedman mencionó en el discurso de Suecia.

- La propuesta de Leland Yeager y Robert Greenfield<sup>30</sup>.

Esta propuesta elabora y reúne ideas originalmente sugeridas por Fischer Black, Eugene Fama y Robert Hall<sup>31</sup>, independientemente.

Lo esencial de esta propuesta es que la función de medio de pago se divorcia irremisiblemente de la función de unidad de cuenta. Esas dos funciones dejan de estar unidas en el dinero.

La unidad de cuenta en que se expresan los precios (UC, para abreviar) es un conjunto de cantidades físicas de bienes; por ejemplo, la UC es diez kg de trigo, doce kg de aluminio y 0,5 barril de petróleo. Así, por ejemplo, un traje Pierre Cardin vale 5 UC y un Mercedes Benz vale 250 UC. Los precios de los bienes dependen de la relativa escasez (o abundancia) de trigo, aluminio y petróleo sin que el gobierno pueda hacer nada al respecto<sup>32</sup>. La composición de la UC (trigo, aluminio y petróleo, o cualquier otra que se elija – preferentemente commodities con características estandarizadas) puede ser decidida una vez y para siempre inofensivamente por el gobierno. Por

---

<sup>29</sup> Friedman, Milton and Rose D., *Two Lucky People* (Chicago, The University of Chicago Press, 1998), págs. 454/455 (traducción propia).

<sup>30</sup> Yeager, L. y Greenfield, R. “A Laissez-Faire Approach to Monetary Stability” *Journal of Money, Credit and Banking* (No. 15, Agosto 1983).

<sup>31</sup> Black, F. “Banking and Interest Rates in a World Without Money”, *Journal of Bank Research* (Otoño 1970).

Fama, E., “Banking in the Theory of Finance”, *Journal of Monetary Economics*, (No. 6, 1980).

Hall, R., “The Government and the Monetary Unit”, (manuscript no publicado, 1981).

<sup>32</sup> Cuanto mayor sea el número de commodities estandarizados (y preferiblemente comercializados internacionalmente) cuyas cantidades fijas componen la UC, más estables serán los precios de los bienes ante eventuales cambios en la escasez (o abundancia) de algún (os) bien (es) que componen la UC.

cierto, el trigo, el aluminio y el petróleo separadamente tendrán sus respectivos precios también expresados en UC.

Los contratos (incluidos los laborales, compra-ventas, préstamos y todos los demás), los impuestos y las cuentas bancarias se expresan en UC. El tipo de cambio, el PBI y los patrimonios de empresas y personas se expresan en UC<sup>33</sup>.

El medio de pago (MP) es una manera de llevar cantidades de UC más cómoda que acarrear trigo, aluminio y petróleo en el bolsillo o la billetera. El gobierno no emite MP, sino que serían emitidos competitivamente por entidades privadas tales como, por ejemplo, bancos, fondos comunes de inversión o casas de cambio. Cuando un empleador deposita, en UC, el sueldo en la cuenta bancaria de su empleado, éste puede retirar (por ventanilla o cajero automático) MP emitidos por ese banco, y también puede transferirlos para cancelar deudas o pagar compras a la cuenta de un acreedor o proveedor (posiblemente en otro banco, que quizás emite sus propios MP, dando así lugar a un clearing bancario tal como lo conocemos).

Los MP que emita cada institución financiera puede tener un nombre alusivo a la institución emisora, con existencia física similar a los actuales billetes de papel e indicando su valor expresado en UC, o fracciones de UC para facilitar transacciones al por menor.

---

<sup>33</sup> Nada de lo anterior sugiere, ni remotamente, que en “algún lugar alguna autoridad” atesora cantidades físicas de los bienes que componen la UC destinadas a “redimir” o “convertir” las tenencias de UC por esos bienes. A diferencia del patrón oro o la convertibilidad, la UC no necesita “respaldo” alguno.

## Referencias

Avila, J., “Economía Bimonetaria y Dolarización Sostenible” *Revista de Instituciones, Ideas y Mercado* (Número 72, Octubre 2021).

Black, F. “Banking and Interest Rates in a World Without Money”, *Journal of Bank Research* (Otoño 1970).

Blasco Garma, E., *Dolarizar. El fin de las monedas nacionales* (Buenos Aires, Editorial Atlántida, 2001).

Calvo, G. A., Izquierdo, A. y Talvi, E., “Sudden Stops. The Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina’s Lessons” Background paper for the Inter-American Development Bank seminar “The Resurgence of Macro Crisis: Causes and Implications for Latin America” (Fortaleza, Brasil, marzo 2011).

Cavallo, D.F., *Camino a la Estabilidad* (Buenos Aires, Sudamericana, 2014), págs. 157-160.

Chudnovsky, D., López, A. y Pupato, G., “Las Recientes Crisis Sistémicas en Países Emergentes: Las Peculiaridades del Caso Argentino”. Trabajo presentado en el Seminario Internacional “La Argentina en la Economía Global” organizado por la Fundación CENIT, la Universidad de San Andrés y la FLACSO en Buenos Aires, 12 de mayo de 2003.

Downs, J. A., *An Economic Theory of Democracy* (Harper, New York, 1957).

Fama, E., “Banking in the Theory of Finance”, *Journal of Monetary Economics*, (No. 6, 1980).

Friedman, M., *A Program for Monetary Stability* (New York, Fordham University Press, 1959).

Friedman, Milton and Rose D., *Two Lucky People* (Chicago, The University of Chicago Press, 1998),

Galiani, S., Heymann, D. y Tommasi, M., “Missed Expectations: the Argentine Convertibility” Documento de Trabajo No. 55 (Universidad de San Andrés, noviembre 2002), pág. 1 (traducción propia).

González, J. V., “La Prueba del Sistema Electoral en Vigor” (18 de mayo de 1920), reimpresso en *Estudios Constitucionales*; Tomo II, págs. 122/3 (Librería y Editorial La Facultad, J. Roldán y Cia., Buenos Aires, 1930).

Guissarri, A. “Intrigas del Crecimiento en Argentina” *Cuadernos de Economía. Latin American Journal of Economics* (Vol. 40, No. 121, Diciembre 2003).

Hall, R., “The Government and the Monetary Unit”, (manuscript no publicado, 1981).

Hayek, F. *The Road to Serfdom* (Routledge, The University of Chicago Press, 1944).

Hayek, F. *Denationalization of Money* (London, The Institute of Economic Affairs, 1976) y *Denationalization of Money. The Argument Refined, 3<sup>rd</sup>. edition* (London, The Institute of Economic Affairs, 1990).

Johnson, H. G. “Panel Discussion on World Inflation” en Claasen, E. y Salim, P. (editores) *Stabilization Policies in Independent Economies*, (New York, American Elsevier, 1972), pág. 312.

Mussa, M., “Argentina and the Fund. From Triumph to Tragedy” (Washington, Institute for International Economics, 2002).

Perry, G. y Servén, L., “La anatomía de una crisis múltiple: ¿qué tenía Argentina de especial y qué podemos aprender de ella?”, *Desarrollo Económico*, Vol. 42, No. 167 (octubre-diciembre 2003).

Ridley, M., *The Rational Optimist: How prosperity evolves* (Harper-Collins Publishers, New York, 2010).

Schenone, O. H., “Déficit y Convertibilidad en Argentina 1991-2001: Inconsistencia Asimétrica” *Cuadernos de Economía. Latin American Journal of Economics* (Vol. 40, No. 121, Diciembre 2003).

Schenone, O. H., “Sector Público Argentino 1970-1985. Invasión sostenida sin hostilidad” *Revista de Instituciones, Ideas y Mercado*, (No. 71, Marzo 2021).

Stigler, G. *The Citizen and the State. Essays on Regulation* (The University of Chicago Press, 1975).

Sturzenegger, F., *La Economía de los Argentinos* (Buenos Aires, Planeta, 2003).

Yeager, L. y Greenfield, R. “A Laissez-Faire Approach to Monetary Stability” *Journal of Money, Credit and Banking* (No. 15, Agosto 1983).