

La Supuesta Crisis Argentina

Steve H. Hanke

Las crisis monetarias vienen en dos variedades: reales y aparentes. Para los especuladores, el truco está en saber distinguir cuál es cuál. Esquivar satisfactoriamente una crisis real requiere de posiciones cortas. Sin embargo, para sacar provecho de la simple expectativa de crisis, hacen falta posiciones largas. El trance que hace poco vivió Turquía se debió a una crisis monetaria real. En el caso de Argentina, en cambio, las actuales dificultades -y las que debió enfrentar en 1995- no son más que una crisis aparente.

Para Diagnosticar una Crisis Real, Primero hay que Conocer el Balance

La mayor parte de los economistas modernos son más amigos de la teoría que de los balances. Más aún, hay muchos que ni siquiera están capacitados para hacer una evaluación básica de un balance general. Sin embargo, las cosas no fueron siempre así. Sir John R. Hicks (1904-1989), sumo sacerdote de la teoría económica y ganador del Premio Nobel en 1972, decía: "La mayor parte de lo que veo en las publicaciones académicas dice muy poca relación con los problemas prácticos que enfrenta la gente." Para Hicks, los balances eran la clave para entender los procesos resolutivos y pronosticar sus posibles repercusiones. En consecuencia, no es de extrañar que añadiera: "Prefiero ver los balances generales..."

En lo que a la banca central se refiere, comparto totalmente la opinión de Sir John. Mal que mal, es el balance general donde quedan al descubierto los pasivos monetarios de un banco central. Un balance general muestra además la composición de estos pasivos; es decir, la segmentación entre activo interno neto (el componente nacional de la base monetaria) y reservas netas de divisas (el componente extranjero).

La capacidad de analizar de forma oportuna los balances generales de un banco central es de la mayor importancia. Como mínimo, ello permite verificar si el banco sigue siendo solvente. A principios de 1998 fui llamado a Jakarta como asesor del ex-Presidente Suharto. Lo primero que hice al llegar fue revisar el balance general del Banco de Indonesia. A poco andar me quedó claro que el Banco era insolvente. En consecuencia, informé a Suharto que no tenía razones para asombrarse del derrumbe de la rupia: simplemente era inevitable.

Sin embargo, las cosas no son siempre tan simples; después de todo, no todos los días un banco central cae en la insolvencia. La mayor parte de la banca central de los países con mercados emergentes utiliza tipos de cambio fijos. En este sistema, es la autoridad quien controla tanto la política monetaria como el tipo de cambio. En consecuencia, la base monetaria está compuesta por elementos tanto nacionales como extranjeros, dado que tanto los activos nacionales netos como las reservas de divisas netas que figuran en los balances pueden experimentar fluctuaciones, y con ello los pasivos monetarios.

En los sistemas de cambio fijo -en sus variantes flotantes, reajustables, graduales o de bandas de precios y, salvo los sistemas de caja de conversión monetaria y “dolarizados”, prácticamente todos los demás regímenes de tipo de cambio utilizados en las economías emergentes- el tipo de cambio y la política monetaria invariablemente entran en conflicto. Así, por ejemplo, cuando la autoridad monetaria considera que el ingreso de capitales a un sistema de cambio fijo está alcanzando un nivel “excesivo”, generalmente trata de neutralizar el efecto, reduciendo el componente nacional de la base monetaria a través de la colocación de pagarés reajustables y similares instrumentos. Y cuando a su vez la salida de capitales alcanza un punto “excesivo”, la autoridad contrarresta el fenómeno incrementando el componente nacional de la base monetaria a través de la recompra de pagarés reajustables. Las verdaderas crisis cambiarias surgen cuando la autoridad monetaria persiste en contrarrestar una baja en el componente en divisas de la base monetaria aumentando el componente en moneda nacional. Esto es exactamente lo que pasó en Turquía a principios de este año.

En ciertos casos la situación es todavía más compleja. Por ejemplo, muchos bancos centrales efectúan operaciones que no se detallan en el balance general, en particular compraventa de divisas en los mercados de futuros que se ingresan al balance general bajo el renglón de cuentas de orden y que a veces se hacen públicas y otras no. Eso fue lo que estaba ocurriendo en Tailandia en Julio pasado cuando se derrumbó el cambio fijo de la moneda tailandesa, el baht. Aunque el balance general tailandés muestra que las reservas brutas de divisas habían bajado solamente de US\$39.2000 millones en Enero a US\$32.400 millones en Junio, el cuadro real -de haberse informado e incluido las cuentas de orden en el análisis de reservas- era muchísimo más grave. En efecto, el Banco Central de Tailandia había vendido US\$23.400 millones en divisas en los mercados de futuros, en operaciones que no se habían informado. De haber existido un balance general consolidado, éste habría mostrado que las reservas de divisas estaban prácticamente agotadas: a Junio quedaban apenas US\$9.000 millones en reservas netas. Bajo tales circunstancias, nadie puede asombrarse de que el baht se haya derrumbado.

Para obtener un cuadro real del estado de situación de un banco central, entonces, es fundamental contar con un balance general consolidado al día. Es allí donde se encuentran los antecedentes necesarios para determinar el estado de salud general del banco y de la moneda y la sustentabilidad de un tipo de cambio fijo.

Para quien quiera realizar un diagnóstico en base a un balance general -cuestión que para muchos analistas sigue siendo un misterio- el lugar más lógico donde empezar la búsqueda de información debería ser la página Web institucional. Sin embargo, de los 174 bancos centrales que existen en el mundo, sólo 124 tienen páginas Web. Y de esos 124, sólo 82 publican información sobre sus balances generales. De aquellos, solamente 14 utilizan un sistema de actualización semanal o quincenal. Cabe destacar que todos los sistemas de caja de conversión monetaria instaurados en los años '90 -incluyendo el de Argentina- generan balances generales actualizados.

Pero ello no es todo: para escudriñar en las cuentas de orden de un banco central hace falta ser un verdadero Sherlock Holmes. En la actualidad son apenas 45 los países que han suscrito la “Norma de Divulgación de Datos Especiales” implementada por el Fondo Monetario Internacional. En el Artículo IV, párrafo E de dicha Norma, los signatarios se comprometen a detallar sus operaciones de futuro y a darlas a conocer al mercado. A pesar de ello la información no se actualiza, contrariamente a lo que exige el FMI.

En consecuencia, incluso cuando el analista es capaz de hacer un diagnóstico de situación en base a un balance general, se enfrenta a la titánica labor de tener que rastrear el balance general actualizado de las instituciones que quiere evaluar. No es de extrañar, por ende, que existan tan pocas personas capaces de prever de manera consistente las crisis monetarias reales.

A modo de ilustración, cabe mencionar el Informe Especial sobre Mercados Emergentes que trae la revista *The Economist* en su edición del 21 de Julio. Dicho informe, titulado “La propagación del contagio,” no hace la más mínima referencia a los balances generales de la banca central. Tampoco se dice una palabra sobre el tipo de análisis que se requiere para descomponer la base monetaria en un régimen de cambio fijo, y en consecuencia, para poder prever una crisis monetaria real. En su lugar, *The Economist* presenta una tabla-resumen de los antecedentes que habitualmente utilizan los analistas para evaluar una moneda. Entre éstos se cuentan los siguientes, expresados como porcentaje del PIB: deuda externa, equilibrio presupuestario, deuda a corto plazo, balance de cuenta corriente y exportaciones a Estados Unidos. Además se incluye la tasa de cambio real, ponderada según comercio exterior. La tabla muestra estas variables para un total de 22 países, destacando en rojo -como indicación de peligro- si alguna excede un cierto valor límite.

Por cierto, este resumen del método tradicional ni siquiera menciona el hecho de que hasta los mejores modelos econométricos que utilizan estas variables han resultado ser comprobadamente insatisfactorios. En primer lugar, apenas logran pronosticar el 25% de las crisis monetarias reales. Segundo, en el 70% de los casos estos modelos no generan señal alguna. Y lo que es mucho peor, en el 5% de los casos entregan señales equivocadas, indicando erróneamente que todo está en calma justo antes de que se desate el vendaval.

Los Modelos de Caja de Conversión Monetaria y las Seudo-crisis

Las pseudo-crisis -generalmente asociadas con sistemas de caja de conversión monetaria- son harina de otro costal. La historia muestra que las crisis de este tipo siempre han sido más aparentes que reales. De hecho, desde 1849, año en que Islas Mauricio instauró el primer sistema de caja de conversión monetaria del mundo, jamás se ha visto un caso en que una moneda convertible se haya tenido que devaluar.

Argentina, país que en Abril de 1991 instauró un sistema parecido, también forma parte de esta historia. En 1995, tras ponderar equivocadamente la situación, los especuladores internacionales lanzaron un ofensiva brutal contra el peso argentino que en definitiva no tuvo ningún resultado. Hoy en día el peso argentino soporta una nueva embestida y los mercados de futuro lo transan con un fuerte castigo: la rentabilidad implícita anualizada en instrumentos a 30 días es del 90%, en circunstancias de que hasta hace poco era del 150%. La actual pseudo-crisis terminará de la misma forma que en 1995; es decir, con el peso en firme paridad con el dólar. La calma después de la tormenta encontrará otra vez a los especuladores curándose las heridas y rascándose la cabeza, preguntándose qué fue lo que pasó.

La banca central tiene gran flexibilidad para crear base monetaria y alterar activos nacionales netos a través de la compraventa de letras o pagarés reajustables. Los sistemas de caja de conversión monetaria no tienen la misma flexibilidad. Un sistema de caja de conversión requiere que las monedas y el papel moneda nacional, así como los pasivos en depósito con la autoridad monetaria, estén 100% respaldados por reservas valoradas en una divisa de referencia y que la moneda nacional se transe, sin restricción alguna, a una tasa absolutamente fija respecto de dicha divisa.

En los sistemas de caja de conversión monetaria puede haber política cambiaria (un tipo fijo), pero no así política monetaria. En este sistema no hay pugna entre política monetaria y política cambiaria, por el simple hecho de que la primera no existe. En estos casos la política monetaria opera en piloto automático, y los cambios en la base monetaria se deben exclusivamente a los cambios en la demanda. En consecuencia, los cambios en la base monetaria los determina la balanza de pagos, en tanto que el mercado actúa para restaurar automáticamente el equilibrio de los flujos financieros y evitar las crisis de balanza de pagos. A ello se debe que las crisis que

ocasionalmente afectan a los sistemas de caja de conversión monetaria sean más aparentes que reales.

Las características de los sistemas de caja de conversión monetaria se pueden explicar en lenguaje un poco más técnico. El balance general de un banco central difiere en muchos aspectos del balance de una sociedad cualquiera. En primer lugar, en el balance de una sociedad no hay activos internos y, en consecuencia, la base monetaria no se puede desglosar en segmentos nacionales y extranjeros. En un sistema de caja de conversión monetaria, la base monetaria está compuesta exclusivamente por divisa extranjera. Además, un sistema de caja de conversión funciona exclusivamente en base a las fuerzas del mercado y está, por definición, siempre equilibrado. A fin de cuentas, una caja de conversión monetaria no es más que una especie de casa de cambios siempre lista a cambiar moneda nacional por una determinada divisa a un tipo fijo de cambio.

Y por último, las cajas de conversión siempre pueden cubrir sus compromisos porque están obligadas a respaldar la totalidad de su base monetaria con divisas. En consecuencia, al tipo de cambio fijo, la oferta de moneda nacional es totalmente elástica (en un diagrama de oferta y demanda sería una línea horizontal). La cantidad de moneda nacional en circulación en un momento dado, por tanto, estará determinada exclusivamente por la demanda, de modo tal que oferta y demanda estarán siempre en equilibrio.

En el caso argentino, supongamos hipotéticamente que colapsa totalmente la demanda por pesos y que no existen presiones externas que generen una sangría de divisas. Bajo este supuesto, la totalidad de los pesos circulantes se cambiarían a dólares a razón de uno por uno. El país se dolarizaría voluntariamente, la base monetaria se mantendría igual que antes del colapso en la demanda, y desaparecería el riesgo del peso como moneda.

De Crisis Supuesta a Pánico Financiero

¿Cómo fue que Argentina terminó entrampada otra vez en una crisis monetaria? Veamos: la administración del ex-Presidente Carlos Menem suscribió la idea de la caja de conversión monetaria a principios de 1991. Para ponerla en práctica, trasladó al entonces Canciller Domingo Cavallo al Ministerio de Economía. Cavallo y su equipo rápidamente redactaron un proyecto de ley para implementar un “sistema de convertibilidad”, término inusitado para un sistema inusitado. En efecto, la “convertibilidad” se aparta ostensiblemente de los sistemas ortodoxos de caja de conversión monetaria.

El sistema de convertibilidad implementado en Argentina opera hasta cierto punto como prestamista de última instancia; fija los requisitos de encaje de la banca comercial; puede hacer uso de hasta un tercio de las reservas en dólares para respaldar los pasivos monetarios con Letras del Tesoro valorizadas en dólares; y por último, la Ley de Convertibilidad requiere solamente que la autoridad monetaria cubra como mínimo el 100% de los pasivos monetarios con activos en dólares. En consecuencia, cuando los activos superan este porcentaje, la razón 1=1 entre reservas en divisas y base monetaria se puede quebrar, lo cual podría necesitar de una esterilización discrecional.

Así se confeccionó la holgada camisa de fuerza que el Banco Central de la República Argentina (BCRA) empezó a usar el 1º de Abril de 1991. Los resultados fueron inmediatos. La inflación, que entonces alcanzaba al 1.345% al año, bajó rápidamente. Se redujeron las barreras al comercio y en 1993 se privatizó la empresa Yacimientos Petrolíferos Fiscales (YPF), en lo que constituyó la mayor OPA realizada hasta ese entonces en la Bolsa de Nueva York (US\$3.000 millones).

Durante la época gloriosa de la reforma (1991-1994), Menem mantuvo un férreo control sobre la escena política. Estas reformas, elaboradas sin ayuda del FMI, eran simples y se implementaron con rapidez en paquetes importantes. Los resultados en este período fueron espectaculares: el ingreso per cápita creció en un 72.8%.

Sin embargo, el hecho de no ser un verdadero sistema de caja de conversión monetaria redundó en que la convertibilidad no fuera capaz de lograr una perfecta unificación entre peso y dólar, la divisa de referencia. En efecto, a pesar de que el tipo de cambio sigue absolutamente fijo en uno por uno, de cuando en cuando se siguen produciendo pseudo-crisis monetarias, en particular las de 1995 y la actual.

Tras la crisis mexicana de 1995 y los coletazos del “efecto tequila”, el programa de reforma en Argentina perdió impulso. Aún cuando el país logró capear el temporal y el PIB siguió creciendo a razón del 7% en el período 1996-1997, el programa de reforma no recuperó su energía anterior. En 1999, a medida que se acercaban las elecciones presidenciales, estaba claro que la segunda administración de Menem perdía altitud rápidamente. Peor aún, la economía Argentina estaba en plena etapa contractiva a raíz de la crisis brasileña de 1999.

Fue en este marco que muchos dieron un suspiro de alivio cuando Fernando de la Rúa asumió la presidencia en Diciembre de 1999. Muchos pensaron que un nuevo equipo económico restablecería la confianza y sacaría a la economía del marasmo en que se encontraba, pero no fue así. El gobierno de de la Rúa era una débil coalición de izquierda que a poco andar demostró ser incapaz de reformar la oferta económica y de imponer orden en el ámbito fiscal. Así las cosas, la crisis se profundizó.

Eventualmente de la Rúa se vio obligado a llamar a Domingo Cavallo como Ministro de Economía con plenos poderes, en lo que a simple vista parecía ser una buena idea. A fin de cuentas, Cavallo había diseñado el sistema de convertibilidad y había sido capaz de sortear la pseudo-crisis de 1995. Pero Cavallo ha dado una serie de pasos en falso que han hecho pasar a la Argentina de una crisis a un pánico financiero.

En una ironía del destino, sus errores han estado estrechamente ligados al sistema que él mismo diseñó. En Junio pasado Cavallo inyectó al sistema dos nuevas desviaciones: en primer lugar, introdujo un régimen monetario híbrido, en el cual las exportaciones (salvo el petróleo) se efectúan con un peso devaluado, en tanto que las importaciones se hacen con un peso reajustado. Todas las demás operaciones se realizan al cambio peso-dólar de uno por uno.

En segundo lugar, promulgó una ley que cambia la divisa de referencia a una canasta compuesta por euros y dólares en partes iguales, la que entrará en efecto una vez que el euro alcance paridad con el dólar. El mercado interpretó estas medidas como preparativos para el eventual abandono de la convertibilidad. El 9 de Julio el propio Cavallo alentó esta impresión, expresando a la Agencia France Presse que, efectivamente, un día el cambio fijo quedaría atrás. Los especuladores concluyeron que Argentina se estaba metiendo en terreno pantanoso y no pasó mucho tiempo antes de que los mercados empezaran a vapulear al peso argentino. Se produjo el pánico y las tasas de interés se dispararon a las nubes, en prevención del término de la convertibilidad y de una posible devaluación.

Todo lo cual me lleva al tema de las estrategias de retirada. Todos los países que durante los años '90 han abandonado un régimen de cambio fijo fracasado para adoptar un sistema de caja de conversión -o directamente dolarizarse- han mejorado de forma contundente sus indicadores macroeconómicos. El paso de un régimen blando a uno duro ha constituido siempre el mejor freno para las crisis monetarias, y lo contrario ha ocurrido en los países que han hecho el trayecto a la inversa. El caso más notorio es el de Hong Kong, luego de que en Noviembre de 1974 abandonara el sistema de caja de conversión y permitiera la flotación de su moneda. El dólar de Hong Kong empezó a perder valor contra el dólar estadounidense y eventualmente

entró en una fluctuación descontrolada que alcanzó dimensiones épicas a fines de Septiembre de 1983, luego de la cuarta ronda de conversaciones entre China e Inglaterra sobre el futuro de la entonces colonia británica. Los mercados financieros y el dólar de Hong Kong cayeron prácticamente en picada.

Así, en 1983, el dólar de Hong Kong que hacia fines de Julio se transaba a HK\$7.31 por US\$1 cayó a HK\$9.55 por US\$1 el 24 de Septiembre -conocido como el "Sábado negro"- día en que según se cuenta los márgenes de los corredores llegaron alcanzar los 10.000 puntos básicos. En Hong Kong se produjo el pánico, al punto que la gente empezó a acaparar papel higiénico, arroz y aceite de cocina. El caos terminó abruptamente el 15 de Octubre, una vez que Hong Kong restableció el sistema de caja de conversión.

Obviamente, Cavallo no ha leído con suficiente atención la historia monetaria. Cuando se está en medio de una crisis, el solo hecho de plantear la posibilidad de abandonar un régimen duro es jugar con dinamita. Y de hecho, en Julio pasado la dinamita hizo explosión. Y dicho sea de paso, no hace falta leer historia monetaria para darse cuenta de los peligros de discutir en público las posibles estrategias de retirada: la historia militar contiene idénticas lecciones. El General Wesley Clark, ex Comandante en Jefe de las Fuerzas Aliadas en Europa, deja este punto perfectamente en claro en su reciente libro *Waging Modern War*. Dice Clark que cada vez que desde el Pentágono se discutían las posibles estrategias de retirada de las tropas estadounidenses desde Bosnia, los serbobosnios intensificaban las acciones, causando infinitos dolores de cabeza a las fuerzas aliadas.

Estrategia para una Retirada Elegante

En la actualidad los argentinos están cambiando pesos por dólares, en lo que constituye un tortuoso proceso de dolarización voluntaria de la economía. En efecto, los especuladores están masivamente escasos de pesos argentinos que todavía no llegan a su poder, el peso se transa con fuerte castigo en los mercados de futuro, y la rentabilidad implícita anualizada en instrumentos en pesos a 30 días alcanza al 90%.

Si se quiere detener el pánico financiero debe decretarse la dolarización, y debe decretarse ya. Si se hace al tipo de cambio de 1 dólar = 1 peso, es decir a la actual tasa de mercado, se produciría una iliquidez masiva a medida que el mercado sale a cubrir las posiciones cortas. La dolarización, prácticamente por definición, eliminaría de inmediato el castigo del peso y el riesgo monetario y haría bajar las tasas de interés.

La parte medular de la propuesta de dolarización para la Argentina queda contenida en el siguiente proyecto de ley:

1. El BCRA deja de emitir pesos y retira de circulación toda la base monetaria argentina, reemplazándola con su equivalente en dólares al cambio de 1 dólar = 1 peso. De preferencia, el BCRA efectuará el grueso de dicho retiro en el lapso de 30 días de la entrada en vigor de la ley de dolarización. El BCRA y el estado argentino recibirán pesos para canje a dólares a partir de la entrada en vigor de la ley y por un período máximo de cinco años, al cabo del cual el Ejecutivo decretará la desmonetización de los pesos circulantes.
2. Los sueldos, precios, activos y pasivos en pesos se convertirán a dólares al cambio de 1 dólar = 1 peso. Transcurridos 30 días de la entrada en vigor de la ley de dolarización, los sueldos y precios dejarán de cotizarse en pesos.

3. Las tasas de interés y demás referentes financieros mantendrán su valor anterior en pesos. Además, se mantendrá sin alteración la fecha de vencimiento de los créditos y demás obligaciones financieras.

4. El Ejecutivo designará a una comisión de expertos a fin de someter a estudio los aspectos técnicos relacionados con la ley de dolarización y formular las recomendaciones de tipo regulatorio que se estimen pertinentes.

5. Lo dispuesto en la ley de dolarización no impedirá a las partes que concurran a una transacción el uso de cualquier moneda de cambio que puedan convenir de mutuo acuerdo, pero donde ésta no se especifique, se entenderá por defecto el dólar de los Estados Unidos.

6. Quedan sin efecto todas las disposiciones anteriores que no se ajusten a lo dispuesto en la ley de dolarización.

7. La ley de dolarización surtirá efecto inmediato.

Al dolarizar oficialmente la economía, Argentina quedará en disposición de recibir la medicina fiscal que han prescrito los médicos. Y si se le agrega un fuerte antídoto contra la corrupción, Argentina podría volver por sus fueros muy rápidamente.

Estrategia Bursátil

Para el especulador, actualmente existen tres grandes supuestos que evaluar:

Convertibilidad. Se mantiene el sistema de convertibilidad. Bajo este supuesto - que sigue siendo el más probable- el pánico disminuye paulatinamente y Argentina se sume en una crisis, la que eventualmente también llegará a su fin, todo ello en el marco de un proceso lento y prolongado. Mantener la convertibilidad garantizaría el predominio de las posiciones largas en pesos. A los niveles actuales, los instrumentos de tasa flotante son también atrayentes porque lo más probable es que Argentina no se vea forzada a suspender los pagos. Si se implementan los planes de refinanciación de las Letes (Letras del Tesoro) y de déficit cero, durante lo que resta del año 2001 habrá un saldo fiscal positivo (de \$2.300 millones). En 2002 el saldo negativo se reducirá a la modesta suma de \$5.100 millones, contándose ya con compromisos por el 73% de las necesidades de refinanciación para ese año.

Dolarización oficial. De continuar la dolarización voluntaria, las autoridades podrían optar por el camino mucho más lógico de abandonar la convertibilidad y dolarizarse oficialmente. Bajo este supuesto -que es mucho menos probable que el anterior- por definición predominarían las posiciones largas en pesos e instrumentos de la Reserva Federal.

Devaluación. Aunque en los mercados de futuro ya se cotiza esta posibilidad, se trata de una alternativa prácticamente impensable. Una devaluación precipitaría a la Argentina al caos financiero. Entre otras consecuencias, el país se vería imposibilitado de recurrir al mercado para reunir los fondos que necesita para cubrir sus necesidades de refinanciación para el año 2002. Más aún, lo más seguro es que se suspendería el pago de la deuda soberana, valorizada en un 90% en divisas extranjeras. Bajo este poco probable supuesto las mayores pérdidas las sufrirían quienes hayan tomado posiciones largas en pesos e instrumentos de la Reserva Federal.

Considerando el grado de probabilidad de cada uno de estos tres escenarios, nuestra recomendación es mantener y reforzar las posiciones largas en pesos y comprar instrumentos de la Reserva Federal a los niveles actuales.

Traducido por Constantino Díaz-Durán para el Cato Institute.