

TIPO DE CAMBIO Y CONVERTIBILIDAD MONETARIA ¿ALGO HA CAMBIADO EN ARGENTINA CON EL FACTOR DE CONVERGENCIA?

ALFREDO RÉBORI* Y MAURICIO DIEZ**

Resumen

El presente artículo pretende arrojar alguna luz sobre la problemática de la determinación del tipo de cambio en Argentina, su vinculación con el mecanismo de convertibilidad monetaria y cómo afecta a ésta la inclusión del euro como moneda de respaldo junto al dólar estadounidense. A su vez se analiza la anticipación de la aplicación (restringida) del sistema de convertibilidad monetaria "ampliada" con la inclusión del euro mediante el denominado "factor de convergencia".

Palabras clave: Convertibilidad monetaria; factor de convergencia; economía argentina.

Clasificación JEL: E52; E80; E65

Recibido 20 de julio de 2001.

Enviado a dictamen 13 de agosto de 2001.

Aceptado 19 de septiembre de 2001.

Hasta hace pocos días Argentina contaba con una moneda nacional denominada peso, convertible a dólares estadounidenses a un tipo de cambio fijo cuya relación era la de un peso equivale a un dólar estadounidense. La convertibilidad del peso y la fijación del tipo de cambio están determinados por Ley del Congreso de la Nación núm. 23928, de 1991.

Dicho sistema ha sufrido una modificación mediante otra ley del Congreso de la Nación, la cual mantiene el sistema de moneda convertible pero agrega como moneda de reserva adicional al euro (moneda de la Unión Europea). No obstante, la vigencia efectiva de esta modificación al sistema de convertibilidad monetaria comenzará a regir en el momento en que la relación dólar estadounidense/euro sea la de un dólar igual a un euro¹ para evitar una variación inesperada sobre el tipo de cambio nominal. Mientras tanto se estableció la aplicación del denominado "factor de convergencia" que permite calcular el tipo de cambio para las operaciones de exportación e importación de bienes y servicios (excluido el mercado de activos) como si la modificación mencionada estuviera vigente.

Las modificaciones señaladas han generado cierta incertidumbre respecto de la vigencia efectiva de un sistema de convertibilidad monetaria con tipo de cambio fijo en Argentina. De este modo han surgido interrogantes como los siguientes:

- ¿Se ha producido una devaluación del peso?
- ¿Se ha abandonado el sistema de moneda convertible?
- ¿Qué efectos podrán tener tales modificaciones en los mercados de bienes y activos?

* Doctor en Ciencias Económicas y Profesor Asociado del Área Economía y Gestión, respectivamente. Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires, Argentina.

** Master en Marketing de la Universidad Autónoma de Madrid y Profesor Titular del Área de Marketing en la misma universidad.

Se agradece la inestimable colaboración en la corrección y opinión sobre el texto de Daniel Hoyos Maldonado (Profesor de Economía de la misma y Master en Economía de Gobierno). Asimismo, se agradecen las sugerencias de dos árbitros anónimos.

Correo electrónico <sinvesti@econ.unicen.edu.ar>

¹ A la fecha la relación de cambio entre ambas monedas es de 1 dólar = 1.17 euros.



A fin de interpretar adecuadamente dichos cambios y concluir respecto de la naturaleza y los posibles efectos de los mismos en la economía argentina se enfocará la problemática teniendo en cuenta los siguientes temas:

1. La naturaleza y el origen de la convertibilidad monetaria en Argentina.
2. La fijación del tipo de cambio.
3. La competitividad de la economía, la convertibilidad monetaria y el avance hacia una “canasta de monedas”.
4. La aplicación del “factor de convergencia” para exportaciones e importaciones de bienes y servicios.

La naturaleza y el origen de la convertibilidad en Argentina

En principio, resulta ineludible realizar una referencia somera a la situación de la economía argentina hacia fines de 1989 (poco más de un año antes de la instauración, por ley del Congreso, del mecanismo de convertibilidad monetaria). Para ello se brindan algunos datos referentes a la situación de productividad, fiscal y monetaria de la economía en ese momento:

- La productividad global de la economía argentina era en 1990 similar a la de 1947, en tanto que el producto medio por habitante cayó 25% de 1980 a 1990, situándose aproximadamente al mismo nivel de 1968 [Llach, 1997].
- Hacia julio de 1989, M1 (billetes más depósitos en cuenta corriente) era de 1.7% del producto interno bruto (PIB), y M3 ascendía a 7%. Las reservas de divisas en el Banco Central ascendían a aproximadamente 200 millones de dólares estadounidenses.
- El Estado se encontraba en una virtual cesación de pagos, la que se manifestaba en la imposibilidad de dicho Estado de financiarse en los mercados de capitales. El crédito externo al sector privado era virtualmente inexistente.
- Estado hiperinflacionario, con una tasa que en julio de 1989 trepó a 600% mensual.

Por supuesto, hay más indicadores de la situación de crisis de la economía argentina a fines de la década de los ochenta y principios de los noventa. No obstante, los datos mencionados sobre el comportamiento de la productividad, del sistema monetario y de la situación fiscal y de endeudamiento público resultan suficientes para afirmar que la moneda nacional (en ese momento el “austral”) poseía un grado casi nulo de confianza entre sus usuarios y que esquemas cambiarios como la flotación limpia, la flotación administrada o la de tipo de cambio fijo indizado (*crawling peg*), todos ellos, obviamente, sin convertibilidad monetaria, habían fracasado.

A principios de 1991, luego de una huida masiva de los tenedores de activos monetarios en moneda nacional hacia otras opciones (principalmente el dólar estadounidense), las autoridades económicas resolvieron proponer al Congreso Nacional la sanción de una ley cuyos aspectos salientes fueron:

1. Establecer la obligación del Banco Central de la República Argentina (BCRA) de comprar y vender divisas a la paridad de un peso por un dólar estadounidense.
2. El Banco Central deberá mantener en oro y/o dólares estadounidenses un monto no menor a 100% de la base monetaria. Tales reservas pueden constituirse parcialmente con títulos públicos emitidos en moneda extranjera a su valor de cotización.
3. Se otorgó autonomía al BCRA por Ley del Congreso de la Nación que modificó su carta orgánica.
4. Se eliminaron las restricciones existentes para pactar obligaciones en cualquier moneda.
5. Se restableció el principio de la nominalidad para la cancelación de deudas, prohibiéndose la indización² de las mismas.

² Debido a las crecientes tasas de inflación, a partir de 1975 y hasta abril de 1991 se permitió ajustar los contratos mediante índices diversos que corregían el efecto de la desvalorización de la moneda, abandonándose el principio de nominalidad para la cancelación de deudas.



Dicho proyecto de ley fue transformado en ley de la Nación núm. 23928, con vigencia a partir del 1 de abril de 1991.

Las implicaciones de dicha ley fueron y son hoy muy profundas e implicaron un cambio estructural en el sistema monetario y cambiario de la economía argentina.

La fijación del tipo de cambio nominal y la creación de una moneda convertible

El tipo de cambio nominal, esto es, el número de unidades de moneda nacional que se necesitan para comprar una unidad de moneda extranjera [Sachs, 1994] o, también, el precio de la moneda extranjera en términos de la moneda nacional [Ossa Scaglia, 1999], fue establecido en una paridad fija respecto al dólar estadounidense.

El concepto de tipo de cambio fijo utilizado es aquel que significa la determinación de un precio entre monedas establecido en forma irrevocable,³ sin posibilidad de cambio; esto implica que la autoridad monetaria se compromete a intercambiar moneda nacional por moneda extranjera al tipo de cambio oficial. A partir de aquí comienza a jugar el segundo concepto relevante para el análisis: la convertibilidad de la moneda nacional a la extranjera. Esto significa que el intercambio entre ambas monedas se puede realizar sin restricciones ni jurídicas ni fácticas. Entonces, en un esquema de tipo de cambio fijo irrevocable con moneda convertible, la autoridad monetaria cada vez que convierte local por extranjera genera dos efectos inmediatos:

- a. una variación de las reservas de divisas internacionales;
- b. una variación de la base monetaria.

³ La irrevocabilidad de la fijación del tipo de cambio puede devenir de diversos orígenes que dan lugar a un mayor o menor grado de la misma. Por ejemplo, si deviene de una ley del Congreso se considerará más irrevocable que si su origen proviene de una disposición del Poder Ejecutivo. En otros términos, cuanto más difícil de cambiar la norma que sustenta dicha irrevocabilidad más irrevocable se puede considerar al tipo de cambio fijo.

En otros términos, la oferta monetaria se transforma en una variable endógenamente determinada por el sistema económico y el tipo de cambio en una variable exógenamente determinada, en este caso por una Ley de la Nación.

Por otra parte, es importante tener en cuenta si la convertibilidad monetaria se realiza en forma *unilateral*, de manera que la responsabilidad del mantenimiento de la misma es únicamente del país que la fija, o si se efectúa mediante un *esquema cambiario cooperativo*, donde dicha responsabilidad se comparte con las autoridades monetarias del país cuya moneda cumple el papel de respaldo (y hace convertible) de la moneda nacional. *La clave para comprender un esquema de fijación unilateral es que las variables nominales relevantes, como las ofertas monetarias y los precios, quedan determinadas por la elección de cantidad de dinero (M) que haga el país extranjero* [Sachs, 1994]. En el caso de referencia la fijación del tipo de cambio con convertibilidad monetaria se realizó en forma unilateral y, obviamente, el país extranjero es Estados Unidos.

Los puntos de la ley mencionada que regulan el establecimiento de las reservas en oro y divisas como prenda común de la base monetaria y la eliminación de restricciones a las transacciones en moneda extranjera apuntan a desaparecer restricciones jurídicas que limitarían el pleno funcionamiento del sistema de moneda convertible con tipo de cambio fijo en forma unilateral.

La única atenuación que se vislumbra al sistema mencionado es la posibilidad de integrar parcialmente las reservas en el Banco Central con bonos de la deuda pública nominados en dólares estadounidenses a su valor de cotización. En síntesis, se pasó a un sistema bi-monetario, en el que los agentes económicos deciden la mezcla de monedas que desean demandar.

La situación monetaria y fiscal existente dos años antes de la instauración del sistema implicaba, entre otras cuestiones, la inexistencia de una moneda soberana, la que se expresaba claramente en el bajísimo grado de monetización de la economía.



Para fortalecer el nuevo sistema de convertibilidad monetaria, hacia 1992 el Congreso Nacional sancionó la Ley 24144, que rige la organización y el funcionamiento del Banco Central de la República Argentina (BCRA). En dicho ordenamiento se le dio la naturaleza de entidad autárquica del Estado federal cuya misión primaria y fundamental es preservar el valor de la moneda y que no estará sujeta a órdenes, indicaciones o instrucciones de otros órganos del Estado [FIEL, 1995]. De este modo se le otorgó autonomía al Banco Central para cumplir con su misión esencial que es preservar el valor de la moneda, desvinculándolo de las interferencias de otras áreas del gobierno. Otros aspectos de la ley, como la forma de elección de su presidente, contribuyen a constituirlo en una institución orientada a desarrollar una política monetaria y financiera dirigida a proteger las funciones del dinero como reserva de valor, unidad de cuenta e instrumento de pago.

En este punto resulta necesario realizar algunos comentarios específicos sobre la naturaleza del dinero que pueden dar lugar a que se utilicen mecanismos de convertibilidad monetaria. Para ello resulta útil enfocar la cuestión desde el punto de vista de la economía neoinstitucional, que analiza el dinero en el marco más amplio de los sistemas de intercambio de bienes y servicios.

En este sentido, la utilidad del dinero se puede derivar de que tenga la propiedad de ser “ahorrador de información” [Eggertsson, 1990] esto es en el marco de un sistema económico con información incompleta, donde las transacciones económicas tienen costos derivados tanto de la búsqueda de información para su realización, como de la ejecución de los contratos que las respaldan. En esta rama conceptual de análisis resulta relevante destacar que la masa de dinero es un bien duradero que proporciona un flujo de servicios al consumidor; pero, difiere de la mayoría de los bienes duraderos en que la calidad del dinero es una función de la oferta futura [Klein, 1974]. Es cierto que el costo de oportunidad marginal o el precio de los servicios monetarios se mide por la diferencia entre la tasa de interés nominal y la tasa de beneficio del activo dinero ($i - r_m$); pero la cuestión no se agota allí. La demanda de dinero es también

una función positiva de, digamos B , la confianza que tiene el usuario en el dinero, y ésta a su vez es una función negativa de la varianza de la tasa de cambio esperada de los precios medidos en términos de dinero. Si el usuario de dinero está seguro de que puede predecir correctamente la variación de los precios medidos en unidades de dinero, entonces B tendrá un valor elevado. Además, si hay diversos tipos de dinero y para cada uno de ellos ($i - r_m$) tiene el mismo valor (y el costo de oportunidad de poseer todos esos dineros es idéntico), entonces los dineros de alta confianza (B grande) harán desaparecer a los de baja confianza [Klein, 1974]. La sustitución de la moneda nacional (baja confianza) por el dólar estadounidense (alta confianza) es lo que había ocurrido efectivamente en la economía argentina de principios de los noventa.

Dado que obtener información sobre las actuaciones futuras de los oferentes de dinero es costoso, por tanto, es costoso proporcionar y adquirir información sobre la calidad de un determinado activo monetario. La confianza se puede crear limitando la oferta física del dinero y utilizando una mercancía como dinero, como por ejemplo el oro, cuya oferta está limitada por la naturaleza. Otro método es garantizar la convertibilidad de un dinero fiduciario en un determinado bien según la demanda y a una tasa de cambio fija, además de almacenar reservas de dicho bien.

Hay muchos bienes que cumplen los requisitos físicos necesarios para ser un medio de intercambio (como el ser portátiles, indestructibles, homogéneos, divisibles y reconocibles) y la elección de un medio de intercambio común es, en esencia, una decisión social. Lo que en verdad importa es que haya instituciones sociales establecidas por costumbre o por ley que permitan que los individuos comiencen con eficiencia si siguen ciertas reglas [Clower, 1969]. Justamente, se buscó la recreación de la confianza en el signo monetario nacional restringiendo su oferta física haciéndolo convertible a un bien –el dólar estadounidense– y a una tasa de cambio fija con reservas almacenadas de dicho bien. Y como afirma Clower, la elección del medio de intercambio común es en esencia una decisión social; en este sentido, la decisión



social ya había sido tomada: se ahorra en dólares, se pactaban transacciones en dicha moneda y los precios se fijaban en ésta y se transformaban diariamente al tipo de cambio vigente.

**La competitividad de la economía,
la convertibilidad monetaria y el avance
hacia una “canasta de monedas”**

Tipo de cambio real y competitividad

El sistema de tipo de cambio fijo con moneda convertible se constituyó en un pilar que contribuyó de modo importante a erradicar la inflación y la hiperinflación, aumentando sostenidamente el grado de monetización de la economía argentina; M1⁴ llegó a 8% y M3 a 16%, aunque lejos de grados de monetización del mismo país décadas anteriores o de países similares en la actualidad (Tabla I –Agregados Bimonetarios y Tabla II– Datos PIB). Obsérvese que si se quisiera tomar como referencia el grado de *bi-monetización (pesos más dólares) M1 y M3 varían, especialmente este último, que ascendería a esa fecha a 33%, lo que destaca dos cuestiones centrales: una, que en la economía argentina rige un sistema bimonetario y, otra que la moneda nacional sigue teniendo baja confianza (aunque muy superior a la existente a principios de los años noventa)*. Por supuesto que dicho sistema también contribuyó a algunos logros de política económica, como altas tasas de crecimiento económico con estabilidad de precios, entre otros que no resulta pertinente desarrollar aquí. Sí, en cambio, es apropiado analizar la evolución del tipo de cambio real y sus consecuencias en la competitividad de la economía argentina con dicho sistema monetario y cambiario.

El tipo de cambio real a largo plazo es definido en función del tipo de cambio nominal y los niveles de precios; en este sentido el tipo de cambio real es el precio en moneda del país X del nivel de precios del país Y, dividido por el nivel de precios del país X, dadas

⁴ Para el cálculo de M1 y M3 se tomaron los datos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos tomando como referencia un PIB de 279 000 millones de dólares corrientes a esa fecha, de acuerdo con la misma fuente de información.

unas canastas de productos que reflejan las compras usuales en cada uno de los países y que no varían. Si bien la teoría de paridad de poder adquisitivo predice que los tipos de cambio reales no varían a largo plazo, no obstante, los valores de tipo de cambio real suelen variar a largo plazo, dado que ciertos supuestos de la misma no se hacen presentes en la realidad y dependen, al igual que otros precios relativos que equilibran los mercados, de las condiciones de la oferta y la demanda; en otros términos, las modificaciones del tipo de cambio real son un reflejo de la evolución de los precios relativos de las canastas de gastos de ambos países tomados como referencia [Krugman, 1995]. Formalmente podríamos afirmar que el tipo de cambio real del dólar respecto del euro es:

$$E (\text{U\$/euros}) = q \text{ \$/euro por } \text{Peuropa/Pusa}$$

$$E (\text{U\$/euros}) = \text{tipo de cambio nominal}$$

$$q \text{ \$/euro} = \text{tipo de cambio real}$$

$$\text{Peuropa} = \text{nivel de precios en Europa}$$

$$\text{Pusa} = \text{nivel de precio en Estados Unidos}$$

Una depreciación real del dólar respecto del euro significa que los precios en dólares de los productos europeos ($E \text{ \$/euros} * \text{Peuropa}$) aumentan en relación con los precios en dólares de los productos estadounidenses ($Pusa$). A la inversa sí ocurre una apreciación real.

En términos generales se puede afirmar que con precios nacionales constantes, una depreciación del dólar hace que los productos nacionales sean más competitivos que los extranjeros, mientras que una apreciación hace que aquéllos sean menos competitivos.

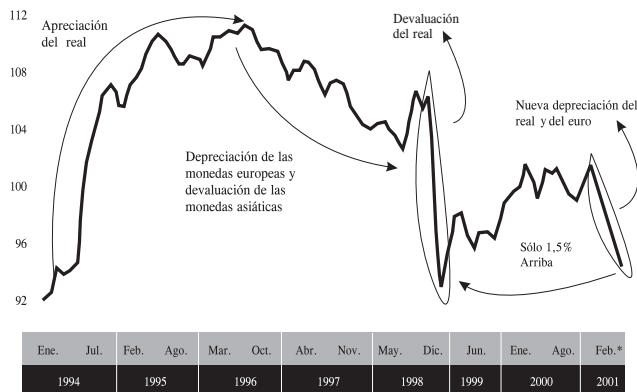
En los casos en que exista un tipo de cambio fijo, una devaluación se produce cuando las autoridades oficiales suben el precio de las monedas extranjeras y a la inversa en el caso de una revaluación. Por tanto, una devaluación significa que los extranjeros pagan menos por la moneda devaluada o que los residentes del país que devalúa pagan más por las monedas extranjeras [Dornbusch, 1998]. La



devaluación puede o no conducir a una depreciación real de acuerdo con lo que finalmente suceda con la relación de precios internos y externos.

Como se observa en la gráfica 1 “Tipo de Cambio Real Multilateral” la apreciación real del peso (moneda nacional) respecto de otras monedas como el euro (Unión Europea) y el real (Brasil), así como de otras monedas asiáticas, ha sido realmente significativa en el periodo considerado. Obsérvese que tomando 1994 como año base del análisis, para el período que abarca hasta febrero del presente año el tipo de cambio real tuvo fluctuaciones entre picos de +12% a -7% aproximadamente. Tales variaciones resultan más significativas aún debido a que están ponderadas por la participación relativa de los principales socios comerciales de Argentina en el comercio total.

Gráfica 1
Tipo de cambio real multilateral*
Argentina 1994 - 2001, Base 100 = promedio 1994



Fuente: BPBA sobre la base de Bloomberg.

* Ponderado por la participación de los principales socios en el comercio total, *La Nación*.

Por tanto, se puede suponer con fundamento que las inversiones vinculadas a los bienes y servicios que componen el comercio internacional del país han sufrido, en el periodo de referencia, oscilaciones significativas en su rentabilidad, *ceteris paribus*. En este sentido, la relación de cambio fija con respecto al dólar estadounidense somete a la moneda nacional a fluctuaciones relevantes en términos reales. En particular, los últimos años han evidenciado una revaluación muy importante del dólar estadounidense respecto de otras monedas importantes

como el euro y el yen. La consecuencia de dichas fluctuaciones ha sido que, en términos de análisis del tipo de cambio real, el peso ha experimentado un proceso de apreciación real significativa, lo que trae aparejada por esta causa una disminución de la competitividad de los productos nacionales respecto de los extranjeros.⁵

La convertibilidad monetaria “ampliada”

Con el fin explícito de reducir dichas fluctuaciones del tipo de cambio real y, por tanto, de la competitividad de los productos nacionales, se avanzó hacia un sistema de convertibilidad respecto de dos monedas en lugar de una: esto es, la convertibilidad del peso con respecto al dólar y al euro. De este modo se pasa de un sistema de tipo de cambio fijo con convertibilidad monetaria unilateral respecto de una sola moneda (el dólar estadounidense) a otro similar, pero respecto de dos monedas (el dólar estadounidense y el euro) en lugar de una sola. Tal modificación se plasmó en una ley del Congreso de la Nación que modificó el artículo 1 de la Ley 23928 (convertibilidad monetaria) que, ahora, expresa lo siguiente:

El peso será convertible para la venta, a una relación de un peso (\$ 1) por el promedio simple de un dólar de los Estados Unidos de América (US\$ 1) y un euro de la Unión Europea (E 1) en las condiciones establecidas en la presente ley. A estos efectos se tomará la cotización del tipo vendedor de euros en dólares estadounidenses en el mercado de Londres.

Lo anterior significa que de aplicarse a la fecha el nuevo sistema de convertibilidad monetaria el tipo de cambio sería:

$$1 \text{ peso} = 0.50 * 1 + 0.50 * 0.85 \quad [1]$$

$$1 \text{ peso} = 0.50 + 0.425$$

$$1 \text{ peso} = 0.925 \text{ dólares estadounidenses } \acute{o}$$

$$1 \text{ dólar} = 1.075 \text{ Pesos}$$

⁵ Esta afirmación no implica desconocer que la competitividad de los productos de un país dependen de múltiples factores, de los cuales el tipo de cambio real es sólo uno de ellos. A título de ejemplo véase Porter, *La ventaja competitiva de las naciones*.



Lo anterior implicaría una “devaluación” del peso respecto del dólar estadounidense de 7.5% con relación a la cotización original en términos nominales. De este modo la aplicación inmediata de la modificación al sistema de convertibilidad monetaria implicaría una devaluación inesperada del tipo de cambio nominal en dólares que afectaría la ejecución de todos los contratos en el mercado de bienes y de activos nominados en dólares generando en principio una transferencia de ingresos entre sectores de la economía, con el consiguiente aumento de la incertidumbre en ambos mercados y las consiguientes renegociaciones de contratos, con sus costos de transacción asociados.

Para evitar la situación descrita en el párrafo anterior, en el artículo 2 de la ley de modificación de la convertibilidad monetaria se establece:

La presente ley rige a partir del día siguiente a aquél en el que un euro de la Unión Europea (E 1) cotice a un dólar de los Estados Unidos de América (US\$ 1), para la venta en el mercado de Londres, o supere dicha cotización.

En otras palabras, este artículo de la ley condiciona la aplicación del nuevo sistema de convertibilidad monetaria a la igualación del tipo de cambio nominal entre el dólar y el euro, y sólo a partir de allí comenzará a regir un tipo de cambio que fluctuará en promedio a la fluctuación de ambas monedas a las que es convertible.

El déficit fiscal y la deuda pública

Una de las consecuencias relevantes de la regla de moneda convertible, como la detallada en los apartados anteriores, es que no permite la financiamiento del déficit del sector público mediante la emisión de moneda nacional (pesos); en otras palabras, impide la “monetización” del déficit fiscal.

En este sentido, en caso de generarse tal déficit los medios de financiamiento posibles son:

- a) la emisión de deuda pública
- b) el aumento de la recaudación de impuestos a través de diversos mecanismos

Ambos medios de financiamiento se utilizaron intensivamente durante la vigencia de la regla de moneda convertible dado que, especialmente a partir de 1994, el sector público incurrió en un déficit permanente.

Se puede observar en el Cuadro 1 “Sector Público Nacional no financiero – Base Caja, en millones de pesos”, para el periodo 1993-2000 (datos oficiales de la Secretaría de Hacienda del Ministerio de Economía) que el déficit del sector público nacional (no incluyen los estados provinciales y municipales) ha crecido sistemáticamente en el periodo llegando, a un déficit corriente de 4 mil 289 millones de pesos en 2000 y a un déficit global (considerando los recursos y gastos de capital) de 6 mil 791 millones. Además, se puede afirmar que el comportamiento de los recursos y los gastos (cuya diferencia arroja el déficit mencionado) han tenido un sentido creciente para el mismo período: los ingresos corrientes experimentaron un aumento significativo (de 50.058 millones de pesos para 1993 a 56.169 millones para 2000); dicho comportamiento es factible de atribuir el crecimiento del PBI para los años 1997 y 1998 donde además no hubo cambio significativos en el régimen tributario y, luego, a la generación de nuevos impuestos o un aumento proporcional de los existentes, especialmente a partir de 1998 como por ejemplo el aumento proporcional del impuesto a los combustibles y la creación de los impuestos a la renta presumible y a los intereses). En mayor proporción aumentaron los gastos corrientes (en 1993 fueron de 44.245 millones de pesos y para 2000 de 60.459 millones observándose la creciente participación en este rubro del ítem “intereses de la deuda externa” que fue de 2 mil 915 millones en 1993 pasando a 9 mil 503 millones en 2000) generando necesidades de financiamiento crecientes. El financiamiento de déficits fiscales permanentes desde 1995 generó un aumento del uso del crédito público en general, y del crédito externo público en particular.

Como puede observarse en el Cuadro 2 “Deuda Total del Sector Público por instrumento y tipo de plazo” hacia 1995 la deuda total ascendía a 97 mil 105 millones, de los cuales una gran proporción era deuda nominada en moneda extranjera, pasando a ser de 127.401 millones; notándose



Cuadro 1
Sector Público Nacional no Financiero - Base Caja (anual)
En millones de pesos

	Año								
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	
I. INGRESOS CORRIENTES	50,058.7	50,271.3	49,037.8	46,917.7	54,641.1	56,217.3	55,676.7	56,169.2	
- Ingresos Tributarios	29,007.2	31,614.1	31,034.7	33,176.0	38,352.3	40,362.8	38,625.6	40,671.8	
- Contrib. a la Seguridad Social	13,345.0	14,083.8	13,704.8	10,281.0	12,201.7	11,990.0	10,891.8	10,684.3	
- Ingresos no Tributarios	2,041.3	2,103.3	1,709.6	1,350.9	1,505.7	2,148.4	3,472.3	2,085.9	
- Ventas de Bs. y Serv. de las Adm. Púb.	252.1	345.6	322.3	168.8	149.3	203.8	196.8	185.0	
- Ingresos de Operación	5,016.4	1,439.4	1,091.0	917.6	851.6	276.8	1,073.3	1,039.2	
- Rentas de la Propiedad	331.0	579.1	1,072.3	958.6	1,514.6	1,054.2	1,155.1	980.2	
- Transferencias Corrientes	0.0	12.0	55.5	62.8	65.9	181.3	261.8	522.8	
- Otros Ingresos	65.7	94.0	47.6	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
II. GASTOS CORRIENTES	44,245.8	47,477.2	48,449.4	49,369.8	55,858.6	57,032.4	60,047.1	60,459.0	
- Gastos de Consumo y Operación	12,327.5	10,259.7	9,850.2	9,862.7	10,278.6	9,350.3	10,455.5	9,576.3	
. Remuneraciones	7,626.8	7,642.2	7,249.7	7,213.3	7,554.2	6,844.3	7,353.9	6,899.1	
. Bienes y Servicios	4,084.1	2,444.7	2,482.3	2,472.9	2,659.9	2,477.1	2,877.6	2,315.1	
. Otros Gastos	616.6	172.8	118.2	176.5	64.5	28.9	224.0	362.1	
- Rentas de la Propiedad	2,914.0	3,150.8	4,086.6	4,609.5	5,747.3	6,661.2	8,223.9	9,656.4	
. Intereses	2,914.0	3,150.3	4,083.5	4,607.9	5,745.0	6,660.3	8,223.6	9,656.0	
.. Intereses Deuda Interna	362.1	234.7	193.0	147.6	247.8	215.0	223.6	152.1	
.. Intereses Deuda Externa	2,551.9	2,915.6	3,890.5	4,460.3	5,497.2	6,445.3	8,000.0	9,503.9	
. Otras Rentas	0.0	0.5	3.1	1.6	2.3	0.9	0.3	0.4	
- Prestaciones de la Seguridad Social	12,513.3	15,241.1	15,627.8	15,443.9	17,199.3	17,480.6	17,436.4	17,431.3	
- Otros Gastos Corrientes	0.2	0.5	11.6	1.4	0.5	0.8	0.9	10.6	
- Transferencias Corrientes	16,440.6	18,742.3	18,684.0	19,452.3	22,632.9	23,539.5	23,930.4	23,772.4	
. Al Sector Privado	3,249.9	4,567.7	4,679.6	4,444.7	5,700.3	5,909.8	6,411.0	6,155.2	
. Al Sector Público	13,166.3	14,133.0	13,983.8	14,903.0	16,848.8	17,541.0	17,438.6	17,550.4	
.. Provincias y MCBA	11,808.6	12,535.3	12,428.7	13,335.8	15,176.1	15,832.8	15,640.7	15,823.1	
...Recursos Coparticipados	9,917.8	10,673.2	9,966.1	10,854.4	12,544.4	13,353.4	12,889.7	12,947.2	
...Garantía Acuerdo Prov.	746.6	262.3	748.9	421.9	229.6	4.4	0.0	303.5	
...Leyes Especiales	319.9	375.1	328.0	277.6	436.8	600.8	573.9	516.1	
...Resto	824.3	1,218.7	1,385.7	1,781.9	1,965.3	1,874.2	2,177.1	2,056.3	
.. Universidades	1,290.3	1,412.1	1,410.2	1,528.6	1,614.8	1,645.4	1,779.9	1,718.4	
.. Otras	67.4	185.6	139.3	38.6	57.9	62.8	18.0	8.9	
. Al Sector Externo	24.4	41.6	26.2	104.6	83.8	88.7	80.8	66.8	
- Otros Gastos	50.2	82.8	189.2	0.0	0.0	0.0	0.0	12.0	
III. AHORRO CORRIENTE (I-II)	5,812.9	2,794.1	588.4	-2,452.1	-1,217.5	-815.1	-4,370.4	-4,289.8	
IV. RECURSOS DE CAPITAL	667.8	806.9	1,255.8	751.2	735.6	508.8	2,778.7	401.3	
- Privatizaciones	523.3	732.9	1,171.2	374.9	305.7	96.3	2,579.1	144.7	
- Otros	144.5	74.0	84.6	376.3	429.9	412.5	199.6	256.6	
V. GASTOS DE CAPITAL	3,750.2	3,886.9	3,217.5	3,563.5	3,794.7	3,767.2	3,176.7	2,903.1	
- Inversión Real Directa	1,666.0	1,214.8	871.7	757.6	855.1	888.0	634.8	402.0	
- Transferencias de Capital	1,992.9	2,514.8	2,262.2	2,765.4	2,791.0	2,821.8	2,487.0	2,466.8	
. Provincias y MCBA	1,908.4	2,236.3	2,080.4	2,550.4	2,499.1	2,500.5	2,203.7	2,217.9	
...Leyes Especiales	826.3	1,032.2	1,003.1	1,178.8	1,169.4	1,129.5	1,098.6	1,065.9	
...Resto	1,082.1	1,204.1	1,077.3	1,371.6	1,329.7	1,371.0	1,105.1	1,152.0	
. Otras	84.5	278.5	181.8	215.0	291.9	321.3	283.3	248.9	
- Inversión Financiera	91.3	157.3	83.6	40.5	148.6	57.4	54.9	34.3	
. A Provincias y MCBA	34.0	50.1	27.9	3.3	5.1	2.6	3.7	1.5	
. Resto	57.3	107.2	55.7	37.2	143.5	54.8	51.2	32.8	
VI. INGRESOS TOTALES	50,726.5	51,078.2	50,293.6	47,668.9	55,376.7	56,726.1	58,455.4	56,570.5	
VII. GASTOS TOTALES	47,996.0	51,364.3	51,666.9	52,933.3	59,653.3	60,799.6	63,223.8	63,362.1	
VIII. RESULTADO GLOBAL (VI-VII)	2,730.5	-285.9	-1,373.3	-5,264.4	-4,276.6	-4,073.5	-4,768.4	-6,791.6	
IX. RESULTADO S/PRIVATIZACIONES	2,207.2	-1,018.8	-2,544.5	-5,889.3	-4,582.3	-4,169.8	-7,347.5	-6,936.3	
X. GASTOS PRIMARIOS (*)	45,082.0	48,214.0	47,583.4	48,325.4	53,908.3	54,139.3	55,000.2	53,706.1	
XI. SUPERAVIT PRIMARIO TOTAL (VI-X)	5,644.5	2,864.2	2,710.2	-656.5	1,468.4	2,586.8	3,455.2	2,864.4	
XII. SUPERAVIT PRIMARIO SIN PRIVATIZ.	5,121.2	2,131.5	1,538.2	-1,281.4	1,162.7	2,490.5	876.1	2,719.7	

Fuente: Secretaría de Hacienda. Ministerio de Economía.

(*) Excluye pago de intereses

Cuadro 2
Deuda total del Sector Público por instrumento y tipo de plazo (1)
En millones de pesos

A fines de	Dic 96	Mar 97	Jun 97	Sep 97	Dic 97	Mar 98	Jun 98	Sep 98	Dic 98	Mar 99	Jun 99	Sep 99	Dic 99	Mar 00	Jun 00	Sep 00	Dic 00	Mar 01
Bilateral	10,162	9,321	8,569	8,379	8,104	7,637	7,500	7,201	7,455	6,578	6,278	6,091	5,918	5,455	5,203	4,857	4,561	4,752
Club de París	6,725	6,091	5,295	5,216	5,144	4,697	4,678	4,384	4,512	3,800	3,658	3,338	3,235	2,865	2,771	2,521	2,375	2,214
Otros Bilaterales	3,437	3,230	3,274	3,163	2,960	2,940	2,822	2,817	2,943	2,779	2,620	2,753	2,682	2,590	2,432	2,336	2,186	2,538
Multilateral	16,367	16,233	16,625	16,412	16,790	16,463	16,383	16,471	19,122	1,888	17,708	19,707	20,311	19,804	19,560	19,507	21,764	24,029
BID	4,756	4,689	4,968	4,865	5,050	5,002	4,909	4,987	6,259	6,303	6,226	6,454	7,208	7,167	7,200	7,152	7,622	7,685
BIRF	5,316	5,405	5,473	5,560	5,816	5,872	5,970	6,038	7,417	7,576	7,638	8,521	8,596	8,558	8,567	9,042	9,054	8,966
FMI	6,280	6,124	6,167	5,971	5,908	5,572	5,480	5,417	5,420	4,979	4,815	4,698	4,472	4,051	3,757	3,278	5,053	7,343
FONPLATA	15	15	17	16	17	17	17	21	19	23	23	27	29	21	30	28	29	28
FIDA			7	7	7	7	7.2	7	7.3	6.4	7.6	6.7	6.7	6.5	6	6.3	6.5	6.2
Otros acreedores (2)	283	252	225	755	731	697	637	613	628	635	616	637	641	1,141	1,307	1,280	1,045	1,022
Banca comercial	1,452	1,501	1,459	1,429	1,423	2,325	2,324	3,494	3,646	3,546	3,550	3,961	5,029	4,709	4,640	4,659	2,461	2,302
Bonos y Títulos Públicos	68,841	70,948	72,775	72,442	74,054	74,187	76,236	78,542	78,212	80,352	82,827	84,778	85,804	87,038	88,120	88,063	93,079	90,304
En moneda nacional	8,168	8,468	8,421	9,372	9,500	8,235	8,212	8,181	7,800	7,660	6,662	6,574	6,390	4,716	4,589	4,439	4,410	3,241
En moneda extranjera	60,673	62,480	64,354	63,070	64,554	65,952	68,024	70,361	70,411	72,692	76,165	78,204	79,414	82,323	83,531	83,624	88,668	87,063
Mediano y largo plazo	97,105	98,255	99,653	99,417	101,101	101,309	103,079	106,321	109,062	109,999	111,780	115,175	117,703	118,154	118,829	118,367	122,910	122,408
Deuda por operaciones que vencen dentro del año (3)				1,529	2,034	3,055	3,295	3,602	3,586	3,619	4,174	4,766	4,693	5,300	5,108	4,993		
DEUDA TOTAL	102,838	105,113	109,377	112,357	113,601	115,366	118,794	121,877	122,920	123,522	123,666	128,018	127,401					

Fuente: Secretaría de Hacienda.

(1) Deuda interna y externa instrumentada del sector público financiero y no financiero. La deuda del sector financiero incluye la del BCRA y la de los bancos oficiales con aval de la Nación pero no la de aquellas destinadas a su propio financiamiento.

(2) Incluye préstamos con proveedores y créditos abiertos a favor de las provincias de acuerdo al Decreto N° 1.023/95.

(3) Operaciones realizadas según el artículo 82 de la Ley 24.156, que autoriza a la Tesorería General de la Nación a emitir letras para cubrir diferencias estacionales y que deben ser reembolsadas antes de que venza el ejercicio.

un incremento notable de vencimientos a un año desde 1998 hasta 2001 debido a la maduración de los plazos de los distintos instrumentos de deuda.

Los datos son concluyentes respecto del uso creciente de los medios de financiamiento que se utilizaron, en el marco de una moneda convertible, para una economía con déficit fiscal permanente a través del periodo considerado. A su vez, del análisis conjunto de los datos mencionados se puede concluir que la conjunción de moneda convertible con déficit del sector público permanente contribuyó a generar un aumento sostenido de la presión fiscal y de la emisión de deuda pública (especialmente deuda nominada en moneda extranjera). Estos factores contribuyeron a generar aumentos significativos de la tasa de interés⁶ de la economía, caída del PIB, aumento en el riesgo de cesación de pagos, desde el primer semestre del presente año el cierre de los mercados voluntarios de deuda para el Estado y, consecuentemente, para el sector privado. Tal situación, que profundizó la recesión económica, recibió como respuesta del gobierno nacional la presentación al Congreso y posterior sanción de la denominada “ley de déficit cero” que, en términos generales, subordina el nivel de gasto público al nivel de recaudación efectiva de impuestos. La situación en la actualidad mantiene un altísimo nivel de incertidumbre, básicamente en dos frentes:

- el de una eventual declaración unilateral de cesación de pagos o de operaciones de reprogramación de la deuda pública cuyas características no se conocen y/o
- el abandono de la aplicación de la regla de moneda convertible

Ambos frentes generadores de incertidumbre en los agentes económicos contribuyen a consolidar el proceso recesivo de la economía.

⁶ Obsérvese en el Cuadro 3 “Principales Tasas de Interés Internas” que, tomando como base enero de 1996 (ya superado el denominado “efecto tequila”) la tasa activa para deudas en moneda local era de 11.54% anual levemente superior a la tasa para deudas en dólares estadounidenses, tasas muy similares a las vigentes en enero de 2001. No obstante, en agosto de 2001, la tasa activa en pesos era de 38.63% y en dólares estadounidenses de 24.10% verificándose un importante incremento que refleja el

El “factor de convergencia”

Consideraciones iniciales

En junio del presente año las autoridades económicas resolvieron aplicar una medida que afecta al mercado de bienes transables al reconocer las fluctuaciones actuales entre euro/dólar, derivadas de su tipo de cambio. En otras palabras, las exportaciones de bienes y servicios reciben por dólar estadounidense exportado un tipo de cambio resultante de aplicar a la paridad 1 dólar = 1 peso un factor que resulta de considerar la fórmula de “convertibilidad ampliada” que se desarrolló en el subapartado anterior:

Dado que en la actualidad la paridad entre el euro y el dólar estadounidense es diferente de 1 euro = 1 dólar, entonces la paridad actual resultante de la aplicación de lo establecido por la nueva ley de “convertibilidad ampliada” arroja el siguiente resultado:

$$1 \text{ US\$} = 0.50 * 1 \$ + 0.50 * E/\text{US\$} + C$$

Despejando tenemos

$$C = 1 - 0.50 * 1\$ + 0.50 * E/\text{US\$}$$

Referencias:

US\$ dólar estadounidense

E = euro

E/US\$ = tasa de cambio de euro por dólares estadounidenses

C = factor que suma o resta para hacer ponderar la tasa de cambio actual entre euros y dólares o factor de convergencia.

cierre de los mercados voluntarios de deuda por el aumento sustancial de la prima de riesgo de cesación de pagos, por un lado y de riesgo de devaluación del peso, por el otro, lo que se manifiesta en el aumento de la brecha de la tasa de interés para deudas en pesos y en dólares estadounidenses. Por último cabe destacar el repunte que tuvieron las tasas mencionadas en agosto de 1998 en ocasión de la devaluación del rublo en Rusia, que marcó en fin del crecimiento del PIB hasta la fecha.



Cuadro 3
Principales tasas de interés internas
Promedios mensuales en % nominal anual

	DEPOSITOS EN PESOS (1)			DEPOSITOS EN DOLARES(1)			CALL Hasta 15 d.	ACTIVA (1a. Línea)		
	En Caja de Ahorros	A Plazo Fijo 30 a 59 d.	60 d.o más	En Caja de Ahorros	A Plazo Fijo 30 a 59 d.	60 d.o más		Pesos 30d.	Dólares 30 d.	Dólares 90 d.
1996										
Enero	3.63	8.62	9.55	2.67	7.15	7.60	5.68	11.54	10.31	11.19
Febrero	3.55	7.62	8.39	2.63	6.53	7.00	5.59	10.65	9.58	10.40
Marzo	3.47	7.27	8.12	2.59	6.27	6.74	5.44	10.23	9.27	10.03
Abril	3.47	7.11	7.87	2.58	6.14	6.82	5.40	9.99	8.97	9.65
Mayo	3.46	6.66	7.44	2.57	5.90	6.36	5.29	9.74	8.74	9.36
Junio	3.40	6.55	7.27	2.54	5.74	6.23	5.65	9.70	8.76	9.31
Julio	3.40	6.67	7.49	2.54	5.78	6.28	6.62	9.98	8.99	9.57
Agosto	3.39	7.45	8.00	2.53	5.89	6.35	8.51	11.30	9.11	9.83
Septiembre	3.44	7.76	8.34	2.53	5.96	6.48	6.81	11.46	9.05	9.81
Octubre	3.45	7.44	8.09	2.53	5.92	6.52	6.79	10.59	8.94	9.49
Noviembre	3.45	7.53	8.10	2.52	5.92	6.37	6.29	10.47	8.87	9.36
Diciembre	3.54	7.60	8.14	2.55	5.98	6.45	6.67	10.48	8.84	9.35
1997										
Enero	3.45	7.33	7.78	2.55	5.90	6.38	5.77	10.15	8.57	9.11
Febrero	3.42	6.92	7.58	2.51	5.78	6.21	5.95	9.56	8.27	8.69
Marzo	3.36	6.77	7.24	2.45	5.74	6.29	5.94	8.74	7.67	8.35
Abril	3.31	6.67	7.24	2.39	5.75	6.18	5.75	8.02	7.32	7.98
Mayo	3.30	6.49	7.21	2.40	5.69	6.21	6.06	7.92	7.34	7.93
Junio	3.30	6.43	7.02	2.38	5.67	6.23	5.62	7.77	7.26	7.82
Julio	3.28	6.42	6.99	2.38	5.68	6.08	6.01	7.66	7.21	7.74
Agosto	3.28	6.38	6.98	2.38	5.71	6.04	6.70	7.83	7.32	7.86
Septiembre	3.24	6.43	6.98	2.45	5.71	6.13	6.51	7.79	7.33	7.83
Octubre	3.22	6.70	7.23	2.45	5.88	6.22	8.23	8.67	7.83	8.31
Noviembre	3.22	8.78	9.09	2.74	6.40	6.56	8.61	14.16	9.35	10.26
Diciembre	3.38	8.28	8.60	2.64	6.48	6.76	8.45	12.64	8.57	9.35
1998										
Enero	3.17	7.71	8.34	2.43	6.35	6.54	6.46	11.44	8.43	9.18
Febrero	3.10	6.81	7.42	2.40	6.05	6.40	7.02	9.78	8.04	8.77
Marzo	3.07	6.76	7.33	2.35	6.03	6.39	6.58	9.04	7.81	8.44
Abril	3.05	6.69	7.20	2.31	5.96	6.27	6.18	8.43	7.60	8.15
Mayo	3.03	6.68	7.27	2.29	5.94	6.31	6.19	8.38	7.58	8.14
Junio	2.97	6.63	7.03	2.27	5.90	6.38	5.79	8.30	7.54	8.09
Julio	2.97	6.71	7.26	2.29	5.95	6.26	6.14	8.02	7.40	7.94
Agosto	2.97	7.23	7.63	2.41	6.16	6.39	7.36	9.53	8.35	8.95
Septiembre	2.96	10.34	9.64	2.42	7.79	7.19	8.20	16.94	13.25	14.30
Octubre	2.96	9.16	9.90	2.48	7.34	7.06	7.00	15.39	12.25	13.59
Noviembre	2.94	7.97	8.14	2.45	6.61	6.70	7.69	11.55	9.76	11.01
Diciembre	2.93	8.05	8.19	2.39	6.71	6.70	7.14	10.82	9.33	10.26
1999										
Enero	2.92	9.18	8.58	2.42	7.25	6.86	7.80	13.67	11.17	12.07
Febrero	2.93	8.31	9.20	2.44	6.68	6.66	6.45	12.96	10.30	11.43
Marzo	2.91	6.84	8.27	2.44	5.95	6.42	6.16	9.44	8.16	9.22
Abril	2.94	6.08	7.30	2.35	5.56	6.05	5.18	8.16	7.28	8.21
Mayo	2.82	6.29	7.85	2.33	5.66	5.94	6.36	8.26	7.42	8.16
Junio	2.81	7.46	9.98	2.32	6.15	6.28	6.89	10.15	8.67	9.30
Julio	2.72	7.66	10.76	2.36	6.22	6.32	5.81	10.31	8.61	9.33
Agosto	2.84	7.64	9.79	2.61	6.23	6.33	5.85	10.03	8.46	9.35
Septiembre	2.82	8.04	10.12	2.64	6.50	6.65	7.73	10.46	8.86	9.64
Octubre	2.82	9.36	10.64	2.61	6.96	7.01	9.14	12.59	9.99	10.85
Noviembre	2.78	9.42	9.86	2.57	6.73	6.86	8.09	13.00	9.82	10.82
Diciembre	3.13	10.28	10.58	2.95	7.11	7.09	8.47	13.45	10.05	10.76
2000										
Enero	2.94	7.86	9.10	2.74	6.42	6.60	7.07	11.22	9.16	10.07
Febrero	2.96	8.24	8.47	2.75	6.72	6.84	7.74	10.80	9.18	9.96
Marzo	2.94	7.29	8.19	2.78	6.29	6.59	6.30	9.80	8.55	9.34
Abril	2.90	7.22	8.56	2.77	6.39	6.65	6.66	9.20	8.26	8.99
Mayo	2.86	8.05	9.74	2.81	6.96	6.85	7.10	10.11	9.12	9.73
Junio	2.84	7.62	9.03	2.79	6.71	6.89	7.15	9.94	8.99	9.62
Julio	2.76	7.35	8.37	2.75	6.66	6.80	7.01	9.60	8.81	9.33
Agosto	2.72	7.25	8.44	2.67	6.60	6.75	7.16	9.39	8.94	9.41
Septiembre	2.68	7.86	8.80	2.62	6.92	7.03	8.23	9.98	9.38	9.80
Octubre	2.64	8.44	9.54	2.56	7.22	7.16	8.93	10.82	9.95	10.44
Noviembre	2.77	10.62	11.97	2.66	8.26	7.88	11.03	15.31	11.91	12.73
Diciembre	2.77	12.26	12.19	3.02	9.24	8.74	13.34	16.86	13.78	13.91
2001										
Enero	2.59	8.66	8.98	2.74	7.47	7.46	7.37	11.65	10.51	11.18
Febrero	2.65	6.56	8.60	2.72	6.16	6.68	5.69	8.60	7.97	8.70
Marzo	2.87	11.03	12.21	2.96	6.92	7.00	21.61	16.64	10.94	11.16
Abril	2.82	13.45	14.07	2.90	8.17	8.65	15.10	23.61	14.77	15.72
Mayo	2.70	12.51	13.50	2.67	8.46	9.28	9.58	22.26	15.74	16.74
Junio	2.67	10.53	10.99	2.46	8.07	8.31	8.00	16.53	12.88	14.10
Julio (*)	3.87	19.99	22.20	3.52	9.85	10.77	53.95	36.05	19.69	20.31
Agosto (*)	3.75	26.66	23.99	3.72	13.97	10.99	20.49	38.63	24.10	24.69

Fuente: Boletín Estadístico del B.C.R.A.

(1) Tasas de interés promedio ponderadas correspondientes a una muestra de entidades de Cap. Fed. y Gran Buenos Aires.

(*) Datos provisionales.



Aplicando la tasa de cambio actual entre euros y dólares obtenemos el valor de C para la fecha:

$$C = 1 - 0.50 \$ + 0.50 * 0.85$$

$$C = 0.075$$

El valor de 0.075 (en este caso positivo) se adiciona al valor previo de la convertibilidad 1 \$ = 1 dólar arrojando un valor de cambio igual a 1.075 pesos por dólar estadounidense. A la inversa, si el euro se revaluara respecto del dólar superando la paridad 1 euro = 1 dólar, el factor de convergencia se tornaría negativo.⁷

La pregunta que cabe plantearse aquí es si la aplicación del factor de convergencia implica una devaluación del peso respecto del dólar estadounidense. De acuerdo con Dornbusch,⁸ para que haya devaluación los residentes del país que devalúa tendrían que pagar más por las monedas extranjeras. Esto no ha ocurrido, dado que todas las transacciones del mercado de activos y de bienes no transables se puede seguir pactando al tipo de cambio fijo establecido en la ley de convertibilidad. No obstante, ¿qué podría ocurrir con el tipo de cambio real?

Una depreciación real del peso respecto del dólar significa que los precios en pesos de los productos estadounidenses (\$/US\$ * Pusa) aumentan en relación con los precios en pesos de los productos argentinos (PArg). Desde este punto de vista, efectivamente, la aplicación del factor de convergencia implica una depreciación del tipo de cambio que será en términos reales si dicha variación no afecta el nivel de precios de la economía nacional en el próximo periodo.⁹

De todos modos, la particularidad de esta depreciación es que no afecta al mercado de activos (dinero y bonos)

⁷ El factor de convergencia se calcula y se publica diariamente según lo establecido en Comunicación del BCRA "A" 3289 que se puede consultar en <www.bcra.gov.ar/convergencia>.

⁸ *Op.cit.*

⁹ Es poco probable, con el actual esquema monetario, que la variación del tipo de cambio produzca un alza en el nivel del precios general, dado que la economía argentina sufre desde julio de 1998 un proceso continuo de caída del PIB: -4.4% en 1999; -0.6% en 2000 y -2% proyectado en el primer semestre de 2001.

dado que las transacciones en dicho mercado continuarán realizándose con el sistema de 1 dólar = 1 peso hasta que entre en vigencia el nuevo esquema de convertibilidad que incluye al euro. En este sentido, la aplicación del factor de convergencia se asemeja a una política de tipo comercial, que de alguna manera desdobra el mercado cambiario: mercado cambiario comercial con aplicación del factor de convergencia, y mercado cambiario para los activos, en el cual no se aplica. Desde este punto de vista se puede afirmar que, hasta que entre en vigencia la convertibilidad que incluye al euro se ha abandonado, el "tipo de cambio único" para el mercado de bienes y de activos.

El impacto comercial de la aplicación del "factor de convergencia"

¿Cuáles son las razones de su aplicación? El efecto buscado por la medida es anticipar los beneficios de la convertibilidad ampliada a los productores de bienes de exportación o a quienes compiten internamente con importaciones.

Al analizar la aplicación del mecanismo de convertibilidad ampliada, es decir, la convertibilidad del peso con el promedio del dólar y el euro y en función de los tres escenarios posibles, tenemos:

Escenario 1 (E1): el dólar más barato que el euro.

Implicaría que ya está actuando el sistema de convertibilidad ampliada, dado que previamente se debió producir el E2. Este escenario (E1) favorece a los importadores que pagan en dólares, los cuales compran a menos de un peso, y les quita competitividad a los exportadores que venden en dólares, que reciben menos dólares por sus productos y cuyos costos de producción se pagan en pesos dentro del país. En otras palabras, antes por cada peso que invirtieran en los costos internos recibían un dólar equivalente a un peso, con la convertibilidad ampliada, y en este escenario recibirán menos de un dólar. Es un escenario al cual no se asignan grandes posibilidades hasta más allá del mediano plazo, aunque a principios de año parecía un hecho muy probable, dado que el 5 de enero el euro se cotizó a 0.9750 dólares.



Escenario 2 (E2): el dólar igual al euro.

Es el momento en que comienza a regir el sistema de convertibilidad ampliada. Las posibilidades de concretarse en el corto plazo no son muy altas, por lo cual se le piensa a mediano plazo.

Escenario 3: el dólar más caro que el euro.

Al igual que el escenario E1, implicaría haber pasado por el escenario E2 y haber puesto en vigencia el nuevo sistema de convertibilidad ampliada. Este escenario, que es el actual, es el que favorece a los exportadores y encarece las importaciones; por eso se decidió anticipar los efectos de la convertibilidad ampliada para las operaciones de comercio exterior, hasta que se produzca el escenario E2. En otras palabras, lo que produce este régimen transitorio es un adelanto de las consecuencias, benéficas para los exportadores, que surgirían de la aplicación del nuevo sistema, haciendo como si el escenario E2 hubiera acontecido y por ende el sistema efectivamente rigiera.

Debe quedar claro, para entender el régimen transitorio, que en este tercer escenario aumentarían los precios de los bienes y servicios pactados en dólares. Para comprar un dólar haría falta un peso, más la mitad de la diferencia entre el dólar y el euro, que es lo que se conoce ahora como factor de convergencia. Aproximadamente, de acuerdo con la cotización del euro actual, para comprar un dólar se necesitarían 1.07 pesos. Sin embargo, el “factor de convergencia” viene a solucionar algunas consecuencias no deseadas a corto plazo que producía la ley de convertibilidad ampliada, conservando sus beneficios a largo plazo.

El sistema de convertibilidad ampliada a corto plazo presenta una perspectiva positiva y otra negativa. Por un lado mejora la competitividad de los exportadores, pero por otro eleva el nivel de protección efectiva (cierra la economía), al subir los aranceles de insumos y mantener el máximo en 35%. Sin embargo, a largo plazo la propuesta luce positiva, dado que junto a los anuncios del régimen del factor de convergencia se decidió la baja de los reintegros a los exportadores de 12% a 4% y los

aranceles que llegaban hasta 35% para los bienes de consumo se bajan a 27%. Entonces, si efectivamente el euro y el dólar convergen al 1 a 1, al final del camino queda una economía más abierta, con aranceles más bajos, menos dispersión y menos reintegros.

¿Qué naturaleza tiene la medida? Si bien las autoridades económicas explicaron que el diferencial para la exportación que produce el factor de convergencia es una medida comercial y no monetaria, los mercados la percibieron como una devaluación encubierta del peso y esta observación fue aún más fuerte entre los exportadores de Brasil. Podría decirse que es una compensación fiscal que se vale de un factor cambiario y eso creó mucha confusión en los mercados. Lo que interesa resaltar aquí es que esta medida de ninguna manera configura una devaluación, por cuanto claramente es de naturaleza comercial y no monetaria.

También en Argentina se creó mucha confusión; hubo hasta quienes temieron el retorno de los tipos de cambios múltiples, es decir según la naturaleza de la transacción era el tipo que se le aplicaba. Estas fueron medidas que apuntaban a contener la inflación; es decir que se aplicaron, aunque sin éxito, en ambientes económicos muy diferentes de los actuales. Nos referimos a épocas de Argentina, más de una década atrás, en que había pocas divisas y mucha presión sobre su precio; si se dejaba fluctuar al dólar los precios subían y el salario real bajaba. Hoy el mercado cambiario carece de restricciones y la situación no es inflacionaria, sino todo lo contrario; es producto de tres años de recesión que ya puede clasificarse como depresión económica. En este contexto, el factor de convergencia funciona como un mecanismo de aliento a la actividad económica, que fomenta las exportaciones al actuar como un incentivo fiscal.

En síntesis, con el factor de convergencia se cuenta con una política comercial capaz de mejorar las exportaciones, manteniendo intacto el régimen de convertibilidad de la moneda. Atento a que, desde el punto de vista monetario, un peso se sigue canjeando y está respaldado por un dólar, hasta que rija la convertibilidad ampliada. Mientras esto sucede rige el factor de convergencia para las operaciones



de comercio exterior, que adelanta las consecuencias del nuevo sistema de convertibilidad del peso con el promedio del euro y el dólar, provocando un incentivo a las exportaciones.

¿Quiénes ganan y quiénes pierden? Para entender quienes son los ganadores y los perdedores con el factor de convergencia debemos tener en cuenta lo siguiente: antes del régimen había convertibilidad y había reintegros de 12% que bajaron a 4%, y había aranceles que llegaban hasta 35% para los bienes de consumo que bajaron a 27 por ciento.

El nivel de reembolsos que tenía Argentina era cuestionado en la Organización Mundial del Comercio (OMC) y por algunos países. Con este sistema se evita esa discusión, porque la convergencia es transitoria y la OMC no cuestiona este tipo de medidas de política comercial.

De mantenerse la relación del dólar con el euro en los niveles actuales el efecto es prácticamente neutro para las exportaciones e importaciones fuera del Mercosur. Se podría decir que fuera de la zona no hay prácticamente cambio de paridad real. Sin embargo, esta medida tiene consecuencias para el Mercosur, fundamentalmente para Brasil. La diferencia con otros regímenes de protección externa con altos aranceles es que no eran aplicables en el Mercosur y el factor de convergencia sí lo es. En tal sentido, los exportadores a Brasil son los grandes beneficiarios con las medidas en favor del comercio exterior anunciadas el 15 de junio, al ser los únicos que escapan a un sistema de beneficios y perjuicios que se compensan entre sí. El Estado es el otro ganador, ya que el fisco recaudará 600 millones de pesos, según calculan las autoridades económicas.

Los importadores argentinos de bienes de origen brasileño, que también escapan a esa compensación, son los más perjudicados y además pagarán más con la diferencia del tipo de cambio y compensarán al Estado la ganancia cambiaria que le dará a los exportadores. El sistema llamado “factor de convergencia” de alguna manera compensa la depreciación del real brasileño, dando y quitando a exportadores e importadores, según el siguiente esquema:

A los exportadores: el sistema les dará la diferencia de cambio entre el promedio del euro y el dólar (hoy aproximadamente 7 u 8 centavos por cada dólar de exportación). Pero les reduce los reintegros de exportación de 12 a 8% y elimina los que se ubicaban de 8% para abajo.

A los importadores: el sistema les agrega el promedio del euro y el dólar de manera que por cada dólar importado deberán pagar 7 u 8 centavos más. Pero les reduce de 35 a 27% el Arancel Externo Común (AEC) de importación de bienes de consumo.

Para el comercio con Brasil: los exportadores no tienen reintegros, con lo cual tendrán una ganancia neta por los 8 centavos adicionales que recibirán. Y entre los más beneficiados está el sector automotor, donde 90% de las exportaciones va a Brasil, sin reintegros.

A su vez, los más perjudicados son los que importan desde Brasil, porque no pueden compensar los 8 centavos que deben pagar de más con la reducción del AEC (con Brasil no hay aranceles de importación). Por otra parte, como el AEC sólo se redujo para los bienes de consumo, los importadores de otro tipo de mercancía no podrán tampoco compensar los 8 centavos que estarán pagando de más. Sin embargo, la diferencia, que como se ha dicho actualmente puede calcularse entre 7 y 8 centavos de dólar, se agrega no sólo al valor de la mercadería, sino también al costo y flete (transporte internacional y seguro internacional) y a la base imponible del IVA (impuesto al valor agregado), encareciendo más la operación. Todos los servicios locales como acarreo y almacenaje no estarán guiados por el factor de convergencia. Para los bienes de consumo importados desde fuera de la zona el arancel de importación descendió de 35 a 27%, generando un impacto menor o nulo en las operaciones de comercio exterior provenientes de fuera del Mercosur.

¿Cómo funciona operativamente? El exportador va a cobrar el factor de convergencia en el momento en que se cruce en el manifiesto de embarque y el manifiesto de

recepción en el exterior. Por lo general tarda tres semanas. En forma automática, la aduana depositará el monto en la cuenta que elija el exportador por medio de una cuenta recaudadora y pagadora en el Banco Nación. Mediante el Decreto 803, publicado en el *Boletín Oficial*, y la resolución 1030 de la AFIP, quedaron fijados los nuevos mecanismos para la operatoria de comercio exterior. El Banco Central comunica diariamente a las 10 de la mañana el factor de convergencia, según la cotización del euro a las 14 horas en la plaza londinense.

En otras palabras el sistema funciona de la siguiente manera:

Para exportadores: se oficializa el despacho y se solicita el envío de una certificación de la aduana de destino en que conste el arribo de la mercadería (declaración aduanera con intervención consular). El operador presenta ante la aduana dicha certificación, que automáticamente envía al Banco Nación la solicitud de acreditación del valor total del factor de convergencia en la cuenta del exportador.

Para importadores: a partir de la puesta en curso de un despacho y de su oficialización, el sistema fija automáticamente al valor de referencia (si lo hubiere) o al valor declarado, el piso de convergencia proporcionado por el Banco Central. Cuando el valor FOB declarado resulte distinto al valor de referencia, el factor se aplicará sobre el que resulte mayor. Cuando el importador deposite el pago, transferirá a una cuenta del Banco Nación el valor total por piso de convergencia de las operaciones de importación cobradas ese día.

Conclusiones e interrogantes

A partir del análisis realizado y de los interrogantes planteados al comienzo del artículo, se puede concluir que:

1. La economía argentina tiene un sistema, hasta ahora, bimonetario. Se basa en la convertibilidad de pesos a dólares a una paridad fija establecida por ley que incluye la obligación legal del BCRA de mantener por lo menos una cantidad de oro y dólares igual al monto que tenga la base monetaria en pesos.
2. La inclusión del euro en el sistema de convertibilidad monetaria de ninguna manera implica el abandono del sistema de moneda convertible; si un cambio de modalidad en el tipo de "bien" que actúa como reserva y que limita la oferta física de moneda nacional: ahora se incluye al euro como moneda de reserva. Esta modificación se realiza con el objetivo explícito de reducir las fluctuaciones del tipo de cambio real del peso respecto a otras monedas importantes como, sin duda, lo es el euro. Entonces, se introduce el tema cambiario como motivo para modificar el esquema de moneda convertible; no obstante, el peso sigue siendo una moneda convertible, ahora con respecto a dos monedas (el dólar y el euro). Por tanto, no hay abandono del sistema de moneda convertible.
3. A partir de la entrada en vigencia del sistema de convertibilidad ampliada, cuando un dólar y un euro sean equivalentes uno a uno, el BCRA cambiará dólares estadounidenses y/o euros de acuerdo el tipo de cambio resultante cada día de la fórmula de convertibilidad expresada en la modificación de la ley que la regula.
4. ¿Se ha producido una devaluación del tipo de cambio por la aplicación del "factor de convergencia"? La respuesta es no. Lo que se logra con el factor de convergencia es una política comercial capaz de mejorar las exportaciones, manteniendo intacto el régimen de convertibilidad de la moneda. Atento a que, desde el punto de vista monetario, un peso se sigue canjeando y está respaldado por un dólar, hasta que rija la convertibilidad ampliada. Mientras esto sucede, rige el factor de convergencia para las operaciones de comercio exterior, que adelanta las consecuencias del nuevo sistema de convertibilidad del peso con el promedio del euro y el dólar, provocando un incentivo a las exportaciones.
5. ¿El tipo de cambio real será más estable? Es probable que sí, dado que las fluctuaciones del dólar tendrán un impacto menor y sus fluctuaciones tenderán a compensarse con la propia fluctuación de éste con el euro. Es decir, el efecto buscado es captar la volatilidad de la relación euro-dólar para darle mayor flexibilidad al tipo de cambio.



6. ¿La nueva convertibilidad será aceptada por los agentes económicos? Cuando se aplicó la convertibilidad peso/dólar esta moneda era de aceptación generalizada por los agentes económicos como sustituto de la moneda nacional. Y el esquema funcionó correctamente en el sentido de que una vez que el dólar actuó como respaldo volvieron a aumentar las transacciones en moneda nacional, aunque con restricciones en términos del grado de monetización de la economía. Por tanto, con la concepción de que la elección de la moneda es una decisión social,¹⁰ a la fecha la evidencia empírica indica que los agentes económicos en Argentina aceptan la moneda nacional en tanto esté respaldada por dólares estadounidenses: ¿Aceptarán respaldo en euros? o, en otros términos, ¿tomarán al euro como moneda para realizar intercambios, ahorrar, endeudarse...? Cualquier predicción al respecto presenta una altísima incertidumbre. No obstante, el BCRA, por la aplicación del sistema de convertibilidad ampliada, deberá garantizar el intercambio de la moneda que los agentes económicos demanden (dólares o euros) al tipo de cambio resultante de la aplicación de la fórmula de convertibilidad expresada en la modificación de la ley que la regula.

7. ¿La economía argentina tiene moneda? No es fácil responder a esta pregunta. No obstante, se puede afirmar que Argentina posee una moneda (el peso) que circula y cumple las funciones de medio de intercambio, unidad de cuenta, reserva de valor y medio de pago (funciones que es misión del BCRA preservar), con cierta restricción que se manifiesta en el relativamente bajo grado de monetización en pesos de la economía y con la condición de que sea convertible a otra moneda cuya oferta física se sabe limitada. ¿Limitada por quién? Por las instituciones monetarias de los países emisores de dichas monedas, que los agentes económicos suponen apuntan a preservar el valor de las mismas para que cumplan sus funciones esenciales.

8. ¿Qué se puede esperar en el futuro próximo? En la actualidad la economía argentina se encuentra en una situación compleja; uno de sus rasgos esenciales es la existencia de déficit fiscal con mercados voluntarios de

deuda prácticamente cerrados, a la par de una situación de recesión con caída continua del PIB desde hace ya tres años. Esto en el marco del sistema de convertibilidad monetaria. Los senderos a seguir no son muchos y son bastante estrechos para buscar que se reduzcan las necesidades de financiamiento del sector público:

- Reducir el gasto público eliminando su déficit.
- Aumentar los impuestos eliminando el déficit.
- Una combinación de los anteriores.

Si alguno de dichos senderos fallara en su aplicación, o no se recurriera a ninguno de ellos, se podría afirmar que la desconfianza de los agentes económicos respecto al mantenimiento del sistema de convertibilidad monetaria, y con ello la estabilidad del valor del peso, generaría la sustitución de la demanda de la moneda nacional por el dólar estadounidense. Forzando el argumento, en el extremo, los agentes económicos “comprarían” las reservas de dólares estadounidenses a cambio de entregar pesos al tipo de cambio vigente (1 dólar = 1peso), llegándose a dolarizar la economía. Y aquí la pregunta final sin respuesta:

¿Las autoridades políticas y económicas respetarían el cumplimiento estricto de lo establecido en la ley de convertibilidad monetaria, vendiendo todas o una cantidad altamente significativa de las reservas de dólares estadounidenses?

Si, en ese caso, las autoridades políticas y económicas no aplicaran el sistema de moneda convertible establecido en la ley correspondiente, otros senderos con búsqueda de financiamientos compulsivos aparecerían en el horizonte. Aquellos senderos que, a principios de los años noventa el sistema de convertibilidad contribuyó a erradicar.

Bibliografía

- Clower [1969], R. W., *Monetary Theory*, Penguin, Londres.
- Corden, W. M. [1966], “The structure of a Tariff System and the Effective Protective Rate”, *The Journal of Political Economy*, vol. 74, núm. III, pp. 221-237.

¹⁰ R. Clower, *op. Cit.*



- Dornbusch, Rudiger, Stanley Fisher, y Richard, Startz [1998], *Macroeconomía*, McGraw Hill Interamericana de España.
- Eggertsson, Thráinn [1995], *El comportamiento económico y las instituciones*, Alianza Economía, España.
- Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas y otros [1995], *Sistemas bancarios y financieros en América Latina*, Fundación Konrad Adenauer, Argentina.
- Klein, Benjamin [1974], “The competitive Supply of Money”, *Journal of Money, Credit and Banking* vol. 6, núm. 4, pp. 423-454.
- Krugman, Paul y Maurice Obstfeld [1995], “Economía internacional: teoría y política”, McGraw Hill Interamericana, de España.
- Llach, Juan [1997], “Otro siglo, otra Argentina”, Ariel Sociedad Económica, Argentina, 1997.
- Ossa Scaglia, Fernando [1999], “Economía monetaria internacional”, Ediciones Universidad Católica de Chile-Alfaomega Editor, Colombia.
- Sachs, Jeffrey, y Felipe Larraín [1994], “Macroeconomía en la economía global”, Prentice Hall Hispanoamericana, México.

Fuente de datos:

- Instituto Nacional de Estadísticas y Censos; Información Estadística Nacional; acceso por Internet: <www.indec.mecon.gov.ar> .
- Banco Central de la República Argentina, <www.bcra.gov.ar> .

