



FACULTAD
DE CIENCIAS
ECONÓMICAS



Universidad
Nacional
de Córdoba

REPOSITORIO DIGITAL UNIVERSITARIO (RDU-UNC)

La credibilidad y la política macroeconómica tras el abandono de la convertibilidad

Alfredo Aldo Visintini, Julio Rosales

Artículo publicado en Actualidad Económica
Volumen 29, Número 97, 2019 – ISSN 0327-585X / e-ISSN 2250-754X



Esta obra está bajo una [Licencia Creative Commons Atribución – No Comercial – Sin Obra Derivada 4.0 Internacional](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/)

La Credibilidad y la Política Macroeconómica tras el abandono de la Convertibilidad

The Credibility and the Macroeconomic Policy after the abandonment of Convertibility

Alfredo Aldo Visintini* y Julio Rosales**

**Departamento de Economía y Finanzas, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Córdoba (Argentina)

*avisintini@arnet.com.ar; **rosju77@yahoo.com.ar

Resumen

El presente trabajo describe y analiza la política macroeconómica, adoptada desde el abandono de la Convertibilidad en el año 2002 por el Gobierno de E. Duhalde a partir de considerar el concepto de la credibilidad. Del análisis realizado se concluye que: 1) los anuncios y las medidas de política macroeconómica tomadas para hacer frente a la crisis se implementaron en un contexto de total pérdida de la credibilidad de las autoridades tras el abandono de la Convertibilidad, 2) la respuesta del gobierno ante tal pérdida de credibilidad fue el llevar a extremos el ajuste fiscal y monetario a fin de contener la volatilidad cambiaria y revertir las expectativas de una hiperinflación con un costo enorme en términos de caída del producto, aumento del desempleo y la pobreza y 3) la reversión de las expectativas de los agentes económicos, que se manifestó en la contención de la volatilidad del tipo de cambio, evidencia que el fuerte ajuste fiscal y monetario tuvo un peso mucho mayor que los factores reputacionales en la formación de las expectativas

Palabras Clave: Política Macroeconómica; Políticas de Estabilización; Análisis de Políticas Fiscales y Monetarias; Episodios de Política Económica; Historia Económica.

Código JEL: E61; E63; E65; N16.

Recibido: 20/12/2016

Aceptación definitiva: 10/08/2018

Abstract

This paper describes and analyzes the macroeconomic policy, in particular the monetary and exchange policy, adopted since the abandonment of the Convertibility in 2002 by the Government of E. Duhalde from considering the concept of credibility. The analysis concluded that: 1) the announcements and macroeconomic policy measures taken to deal with the crisis were implemented in a context of total loss of credibility of the authorities after the abandonment of the Convertibility, 2) the response of the In the face of such a loss of credibility, the government took fiscal and monetary adjustments to extremes in order to contain the exchange volatility and reverse the expectations of hyperinflation with a huge cost in terms of falling output, increased unemployment and poverty, and 3) the reversion of the expectations of the economic agents, which manifested itself in the containment of the volatility of the exchange rate, shows that the strong fiscal and monetary adjustment had a much greater weight than the reputational factors in the formation of the expectations

Key words: Macroeconomic Policy; Stabilization Policy; Fiscal and Monetary Policy Analysis; Economic Policy Episodes; Economic History,

JEL Code: E61; E63; E65; N16.

Received: 20/12/2016

Final acceptance: 10/08/2018

1. El rol de la credibilidad de la política macroeconómica: aspectos conceptuales

La Política Económica puede considerarse como un proceso continuo de interacción entre los agentes económicos y las autoridades, en donde los individuos forman sus expectativas y toman sus decisiones a partir de los anuncios y las acciones de las autoridades. A partir del trabajo de Kydland y Prescott (1977), (que en el marco de un modelo de expectativas racionales plantea el problema de la denominada “inconsistencia dinámica” y su efecto sobre la credibilidad en los anuncios de política) en las últimas cuatro décadas, tanto los investigadores como los responsables de la política económica, han resaltado el rol de la credibilidad en el diseño y la ejecución de la política económica y en particular, con respecto al papel que la credibilidad cumple en la política monetaria para lograr el objetivo de la estabilidad de precios.

La importancia del concepto de la credibilidad para la política económica radica en su papel en la formación de las expectativas de los agentes económicos sobre la conducción de dicha política en el futuro y que determinará el comportamiento de los mismos en el presente. Drazer y Masson (1993) define a la credibilidad como “las expectativas de que una anunciada política va a ser implementada”. Caldas (2008) la define como “el grado de confianza de los agentes económicos en las autoridades y el Banco Central sobre su habilidad y determinación para mantenerse y finalmente alcanzar los objetivos propuestos”. En tanto que Amano et al. (2000) la define como “el grado en el cual los agentes económicos creen que los policymakers llevarán a cabo los planes anunciados”. De acuerdo a Cukierman (1986) la credibilidad en el plano de la política monetaria es un tema fundamental ya que el éxito de la política anti-inflacionaria dependerá de las expectativas inflacionarias, las cuales a su vez quedan determinadas por la evaluación de la credibilidad de los policymakers.

Un determinante clave para la credibilidad en los anuncios de política económica es la reputación detentada por el policymaker en el momento del anuncio. La reputación puede definirse como la percepción por parte de los agentes económicos respecto a las intenciones o

las preferencias de los policymakers respecto de los diferentes objetivos de política económica y que va determinar su comportamiento, es decir, las acciones que tome. En el caso concreto de la Política Monetaria, un Banco Central que es percibido por los agentes económicos como uno que asigna un mayor peso en sus preferencias a la estabilidad de precios que a otros objetivos, lleva a los agentes económicos a esperar que implemente todas las medidas que sean necesarias para mantener la inflación baja. Un gobierno que le asigne un mayor peso al objetivo de altos niveles de actividad y bajo desempleo en sus preferencias se espera que tome medidas necesarias para alcanzar esas metas.

En la medida que una de las partes (los agentes económicos) desconoce las preferencias verdaderas de los policymakers respecto a los objetivos de política económica, se presenta la cuestión de preguntarse cómo se forma la “reputación” del mismo bajo este problema de información asimétrica. Amano et al. (1996) sostiene que una primera aproximación es establecer que la reputación es resultado de la observación de su comportamiento en el pasado. Así, un policymaker que ha mostrado poco compromiso por mantener una baja inflación derivará en que adquiera una reputación de “blando” con respecto al compromiso de mantener la estabilidad de precios. Lo contrario si es que ha mostrado un férreo compromiso de mantener una baja inflación.

No obstante, recientes desarrollos conceptuales, basados en un mecanismo de formación de expectativas racionales, han puesto en cuestión este supuesto para la formación de la reputación. El supuesto de la formación de la reputación sobre la base exclusivamente de la información pasada deja afuera cuestiones asociadas con una visión del futuro en la formación de la misma. Es probable que la misma se forme a través de un proceso continuo en el cual los agentes modifican/revisan sus expectativas sobre la reputación en base a toda la información disponible en cada momento. En ese sentido, con un enfoque alternativo, Drazer y Masson (1993) consideran que una manera de modificar la reputación y de construir/aumentar la credibilidad es simplemente persistir en la misma política y llevarla a extremos, si fuera necesario, hasta que

los agentes económicos perciban el cambio y lo entiendan.

La credibilidad depende además de la reputación, de otros factores. Drazer y Masson (1993) consideran que la credibilidad en el plano de la política monetaria depende de: 1) una evaluación del tipo de Banco Central (reputación) y 2) dada la reputación, de una evaluación por parte de los agentes económicos respecto de la probabilidad de que el Banco Central alcance los objetivos y mantenga la política anunciada aún en presencia de shocks exógenos y de los costos en términos de caída del producto o el aumento del desempleo.

La probabilidad de las políticas tengan éxito, es decir, que se alcancen los objetivos propuestos, dependerá de si la política macroeconómica es consistente. El conjunto de medidas de política fiscal, monetaria y cambiaria deben ser compatibles entre sí a fin de alcanzar los objetivos establecidos. La política monetaria debe ser compatible con el régimen cambiario establecido. En el plano de la credibilidad de cambios de política monetaria, Baxter (1995) sostiene que la credibilidad ante esta clase de cambios radica en la consistencia entre la política fiscal y monetaria. Una reforma monetaria “creíble” dependerá también de la política fiscal en tanto que el gobierno debe de operar siempre bajo una restricción presupuestaria intertemporal cuyos desequilibrios financia con emisión monetaria o con deuda pública. Los agentes económicos racionales usarán la información contenida en la postura de la política fiscal en su intento de evaluar la credibilidad de los cambios en la política monetaria. Una anunciada política monetaria contractiva dirigida a contener la inflación solo será creíble si la oferta monetaria efectivamente se reduce y simultáneamente en el plano fiscal, el gobierno elimina el déficit o lo financia con una acumulación de deuda sustentable, es decir, compatible con su restricción presupuestaria intertemporal.

Drazer y Masson (1993) sostienen que la credibilidad no solo refleja la reputación del policymaker de “duro” o “blando” sino la capacidad de mantener sus compromisos aún en circunstancias desfavorables. Aún un policymaker con reputación de “duro” podría abandonar su

anuncio de compromiso con la estabilidad de precios en circunstancias adversas derivadas en una caída del producto o un aumento de la tasa de desempleo. Es decir, cuanto más costosa se haga una política de estabilización, se convertirá en cada vez menos creíble en la medida de que aumentará la probabilidad de que se abandone y se tomen medidas en dirección opuesta. Es el entorno macroeconómico, tanto o más que la reputación lo que determina la viabilidad de los anuncios de los policymakers y por ende la credibilidad de las mismas.

La ausencia de credibilidad aumenta los costos inherentes al logro de los objetivos que la política económica establecidos. En el plano monetario, tal como lo señala De Gregorio (2001) a un policymaker con “mala” reputación y baja credibilidad le resultará más costoso lograr el objetivo inflacionario en términos de pérdida de producto. Es decir, cuando la credibilidad muy baja, la pérdida de producto por cada punto que se quiera reducir la inflación será más elevada. Baxter (1995) sostiene que en el plano de la política antiinflacionaria, la credibilidad tiene una gran importancia ya que si los anuncios en la política son creíbles y logran reducir las expectativas inflacionarias, la des-inflación será menos costosa en la medida que las menores expectativas de inflación serán incorporadas en los reajustes de precios y salarios, contribuyendo a reducir la inflación presente.

Desde que Kydland y Prescott explicaran el problema de la inconsistencia dinámica, se ha planteado las ventajas en términos de mejora de la credibilidad de introducir reglas para la conducción de la política monetaria. Los agentes económicos estarían en condiciones de predecir o anticiparse a los cambios en la política monetaria ante eventuales shocks exógenos en un marco en el cual saben ex-ante cómo se comportará la política económica al seguir la/las reglas establecidas.

De acuerdo a Amano et al. (2010) en el plano de la política monetaria, hay una serie de medidas encuadradas en reformas de carácter institucional que tienen un impacto positivo en la credibilidad de la política monetaria. Estas medidas, muchas de ellas interrelacionadas, comprenden: 1) el establecimiento de reglas para la

política monetaria, que cuanto menos discrecionalidad otorguen al gobierno son más creíbles en términos del objetivo de estabilidad de precios, 2) la designación de un banquero central con reputación formada de desear una baja tasa de inflación y un Banco Central independiente y 3) contratos para banqueros centrales basados en los resultados (performance contracts).

En cuanto a la independencia del banco central, numerosos estudios han tratado de establecer de qué manera, bancos centrales independientes, manejados por autoridades con una reputación de preferir una baja inflación, han derivado en una mayor credibilidad. En este sentido, de acuerdo a Schwartz et al. (1999) la independencia del Banco Central, puede definirse como toda aquella situación en que la autoridad monetaria elegirá por sí misma, aquellos instrumentos que considere como los más idóneos para alcanzar sus objetivos, una vez recibido el mandato de encaminar su política al objetivo de estabilidad de precios.

Asimismo, el anuncio de los objetivos de la política estimulará a que el Banco Central sea más abierto y transparente en sus operaciones. Perrier y Amano (2000) consideran que el establecimiento de objetivos se convierte en un contrato implícito entre el Banco Central y los agentes económicos, obligando al Banco Central a responder por sus acciones y los resultados. Además, objetivos explícitos darán a los agentes económicos un marco concreto de referencia para la formulación de expectativas de inflación y evaluar la efectividad de la política monetaria.

2. Los dilemas de la Política Económica en Argentina tras el colapso de la Convertibilidad

El panorama que presentaba la economía argentina luego de la caída del gobierno de F. de Rúa en Diciembre de 2002, la imposición del llamado “corralito” financiero y del default de la deuda pública presentaba toda una serie de múltiples factores adversos que el gobierno y el Banco Central debían de afrontar de manera simultánea. Como primera limitación para encarar estos problemas por parte de los responsables de política económica estaba la total pérdida de credibilidad en las instituciones políticas, económicas y del ordenamiento legal.

Los objetivos de política económica inmediatos a Enero de 2002 que pueden identificarse fueron: 1) el contener la salida de depósitos y resolver los problemas de iliquidez del sistema financiero, 2) estabilizar el tipo de cambio y el nivel de precios ante los temores de una vuelta de un proceso de muy alta inflación y 3) enfrentar la caída del nivel de actividad y del empleo que venían contrayéndose desde 1998. Un conjunto de alternativas en el plano monetario y cambiario- algunas de las cuales ya se discutían desde 2001- se plantearon para encarar la crisis:

- a) El mantenimiento del Régimen de Convertibilidad, manteniendo el tipo de cambio entre el peso y el dólar a \$1 o un ajuste cambiario a una nueva paridad.
- b) La dolarización monetaria.
- c) La propuesta de “credibilidad importada”.
- d) La devaluación y la adopción de un régimen cambiario de flotación.

En lo que respecta a los objetivos relacionados más estrechamente con la política monetaria como el mantenimiento de la estabilidad monetaria y contener la crisis financiera, todas estas opciones tenían diferentes implicancias respecto a la credibilidad de las políticas a implementar.

El mantenimiento de la Convertibilidad a la paridad original o con reajuste o el paso a una dolarización monetaria, posibilidad planteada incluso por funcionarios del gobierno de F. De la Rúa durante 2001, en cuanto al compromiso por parte del Banco Central de mantener la estabilidad de precios, obviamente son opciones que tienen asociadas un alto grado de credibilidad respecto al mantenimiento de la estabilidad de precios. La limitada posibilidad de financiamiento por parte del Banco Central al gobierno nacional en un régimen de Convertibilidad o la imposibilidad de hacerlo con el paso a la dolarización, desaparecía la posibilidad de la reaparición de la inflación en la economía argentina asociada al financiamiento de los desequilibrios fiscales.

La declaratoria del default de la deuda pública, hundió la reputación del gobierno nacional como emisor de obligaciones de endeudamiento y su incapacidad de eliminar los desequilibrios fiscales, generó la expectativa de los agentes económicos de que tarde o temprano se recurriría

nuevamente al financiamiento monetario, por lo que la continuidad de la Convertibilidad o la adopción de la dolarización contribuiría a disipar los temores respecto a un regreso a un proceso de alta inflación, como los experimentados en la economía argentina hasta la década de los 80.

No obstante, tanto el mantenimiento de la Convertibilidad o el paso a la dolarización hacía imposible el logro de los otros objetivos de política. En primera instancia, en lo concerniente a contener la crisis financiera. Tal como lo señalaban ya en 1998 Calvo y Reinhart, si bien la dolarización mantendría la estabilidad de precios, contribuiría a reducir los niveles de riesgo país y haría menos vulnerable al país ante shocks financieros externos al eliminar las expectativas devaluatorias, se requería de un conjunto de préstamos contingentes o el uso de las reservas internacionales excedentes para hacer frente a una crisis financiera, ante la imposibilidad de que el Banco Central pudiera actuar como prestamista de última instancia. La propia experiencia de la Convertibilidad, durante la Crisis Financiera desatada tras la crisis mexicana de 1995, mostraba que dadas las limitadas posibilidades de proveer liquidez a las entidades financieras en el marco de este régimen, un elemento clave para enfrentar la crisis era contar con el acceso al financiamiento externo para ese fin.^{1,2} El default de la deuda pública y la negativa del FMI de seguir asistiendo con nuevos fondos a la Argentina eliminaban la posibilidad de optar por esas alternativas para encarar la crisis financiera.

Además, la Convertibilidad o la dolarización dejaban sin respuesta otros objetivos asociados con la pérdida de competitividad de la economía

argentina derivados de los shocks externos, especialmente la devaluación de Brasil y que derivaron en la prolongada recesión y caída del empleo desatado en 1998. Numerosa literatura ha resaltado la vulnerabilidad de esquemas como la Convertibilidad o la dolarización para afrontar shocks de carácter real, derivando en efectos negativos sobre el producto y el empleo. En el caso argentino, tal como lo señala Rodríguez (2001) la inexistencia de un mercado laboral flexible impedía que en el marco del mantenimiento de la Convertibilidad o la adopción de la dolarización se pudiera corregir dicho desequilibrio a través de una rápida caída del salario real y la deflación.

La propuesta de Dornbusch y Cavallero de recuperar la credibilidad, a través de lo que denominaron la estrategia de “credibilidad importada” apuntaba a lograrlo vía la intervención de entidades supranacionales en la gestión del presupuesto público, recaudación de impuestos y el Banco Central.³ De acuerdo a esta propuesta, la falta de credibilidad radicaba en la mala reputación del policymaker adquirida de la experiencia argentina pasada y presente. Tal como sostienen Dornbusch y Cavallero, la falta de credibilidad de las autoridades argentinas para inicios de 2002 imponía dos opciones: 1) lo que denominaron “un ajuste brutal tradicional” que implicaba una fuerte y rápida reducción de los desequilibrios fiscales en medio de una economía “ya enferma” con la consecuente posibilidad de un estallido social y 2) su variante propuesta, la “credibilidad importada” donde la falta de credibilidad podría ser sustituida otorgando el manejo de la política fiscal y monetaria a una suerte de “comité internacional”, al estilo de los establecidos en algunos países de Europa del este tras el fin de la Primera Guerra Mundial.

Bajo esta alternativa, que implicaba un cambio inmediato en la reputación al reemplazar

1. En 1995 la fuga de depósitos del sistema financiero fue de alrededor de u\$8000 millones. El gobierno argentino obtuvo financiamiento por orden de u\$7000 millones proveniente del FMI y se colocaron instrumentos de deuda pública por un monto de u\$2000 millones adicionales.
2. Al respecto, Beker y Escudé (2007) destacan que como conclusión a la crisis del Tequila, funcionarios y analistas consideraban que la mayor participación de entidades financieras extranjeras en el sistema financiero argentino derivaría en que las mismas puedan acceder a fondos provenientes de sus países de origen, que actuarían en este caso como una especie de prestamistas de última instancia en caso de afrontar dichas entidades problemas de iliquidez.

3. Véase R. Dornbusch y Cavallero “Argentina: un plan de rescate que funcione (2002). En el caso concreto de la Política Monetaria los autores sostienen que esta debía dejarse en manos de banqueros centrales experimentados lo que “aportaría mucha de la reputación y credibilidad de la Convertibilidad sin cargar con los costos de adoptar una política monetaria hecha a la medida de otro país -estos es, de la dolarización. Los nuevos Pesos no deberían ser impresos en suelo argentino”.

policymakers “blandos” por otros con una reputación de “duros”, la crisis de la Convertibilidad, al menos en lo relativo a la corrida cambiaria y la crisis financiera era fundamentalmente una cuestión de pérdida de confianza. Al margen de fuertes cuestionamientos derivados de la pérdida de soberanía económica que la propuesta planteaba, había una serie de objeciones en el plano económico que pueden plantearse. La primera es el cuestionar el radical cambio en las expectativas de los agentes económicos derivado de una mejor reputación de los nuevos policymakers bajo la intervención extranjera. ¿Cuán confiable era el dejar el manejo de la política macroeconómica en manos del FMI y de los organismos multilaterales que avalaron la política económica argentina en el pasado reciente y que terminó con el fracaso de la Convertibilidad en el 2001?

Tal como se mencionó, la credibilidad no solo depende de la reputación sino también de las expectativas que los agentes económicos le asignan a que las políticas anunciadas se mantengan y tengan éxito. ¿Contarían los nuevos policymakers con todas las herramientas para poder hacer frente simultáneamente a la crisis financiera y la corrida cambiaria? O bien ¿Podría la intervención extranjera en la gestión de la política macroeconómica mantenerse hasta tener éxito en un país como Argentina? La propuesta una vez implementada no evitaba la necesidad de un fuerte ajuste fiscal, con sus consecuencias en términos de caída del producto, ingresos y empleo (aunque deberían ser menores según sus autores a los que se darían sin “credibilidad importada”), el problema de establecer un nuevo régimen cambiario que permita resolver el problema del atraso cambiario, la obtención de recursos externos para detener la corrida cambiaria y dotar de liquidez al sistema financiero por lo menos en el corto plazo y además de requerir de una rápida solución al problema del default.

Finalmente, la opción de la devaluación y la adopción de un régimen de flotación cambiaria implicaban en primer lugar afrontar los efectos negativos sobre la reputación asociados al cambio súbito del régimen de la Convertibilidad. Tal como señala De Gregorio (2007), el abandono de un régimen de tipo de cambio fijo siempre tiene asociado un costo de reputación, ya que indica que la autoridad es incapaz de cumplir con sus

compromisos. Este tipo de acciones por lo general lleva al descrédito de los gobiernos y puede terminar con el cambio del equipo económico. En el caso argentino, los costos reputacionales eran mucho mayores que los asociados al abandono de un régimen cambiario convencional por parte de un gobierno, ya que no solo recaían sobre el policymaker sino también a las instituciones y al marco legal vigente, al estar establecida la Convertibilidad por Ley del Congreso Nacional.

La flexibilidad cambiaria re-introducía nuevamente un alto grado de discrecionalidad en el manejo de la política monetaria y la posibilidad de financiar los desequilibrios fiscales a través de la emisión monetaria. La experiencia pasada de alta inflación, los desequilibrios fiscales y el default de la deuda y la fragilidad institucional argentina derivaban en la percepción de una mala reputación de los policymakers, en términos de una falta de compromiso con el objetivo de estabilidad de precios.

Por otro lado, la devaluación y la flotación cambiaria abrían la posibilidad de que el Banco Central nuevamente esté en condiciones de proveer liquidez a las entidades financieras, en el marco de su función de prestamista de última instancia, limitada en el marco de la Convertibilidad e inexistente en un régimen de dolarización monetaria. Aunque debe señalarse que dada la corrida cambiaria, la posibilidad de asistencia de liquidez a los bancos conspiraba con el objetivo de estabilidad de precios y del tipo de cambio. En medio de la falta de credibilidad en cuanto al mantenimiento de la estabilidad de precios tras el colapso de la convertibilidad, los agentes económicos desataron una abrupta dolarización de su riqueza y una corrida bancaria que derivó en el establecimiento del “corralito” en diciembre de 2001. La provisión de una mayor liquidez, una vez abandonada la Convertibilidad, solo derivaría en una agudización de la sustitución monetaria y un aumento del tipo de cambio y la inflación.

3. La Política Macroeconómica implementada tras el colapso de la Convertibilidad

Las principales medidas implementadas en el plano monetario y financiero por el nuevo gobierno de E. Duhalde y el BCRA para hacer

frente a la corrida bancaria y la crisis financiera a partir de Enero de 2002 fueron:

- El abandono del régimen de Convertibilidad – Ley de Emergencia Económica
- Nuevo Régimen Cambiario dual: un tipo de cambio oficial y otro libre. (unificado en Febrero de 2002).
- Modificación de la Carta Orgánica del BCRA – Programa Monetario (Enero 2002 y revisión en Junio de 2002).
- La reprogramación compulsiva de los depósitos a plazo fijo en Pesos (Enero de 2002). Estas disposiciones que endurecían las restricciones a los depósitos ya impuestas en Diciembre de 2001 fueron a constituir lo que vino a denominarse “el Corralón”.
- Incremento de la liquidez de las entidades financieras a través de una intensificación del otorgamiento de adelantos y de pases activos.
- La continuidad de la imposición de topes a los retiros en efectivo de los saldos en depósitos a la vista y caja de ahorro.
- La pesificación de los depósitos en dólares a \$1,40 y préstamos a \$1, la denominada “pesificación asimétrica” de Febrero de 2002.

En el contexto de total pérdida de reputación y falta de credibilidad en las instituciones políticas y económicas en ese momento, el gobierno opta abandonar la Convertibilidad por un régimen de flotación cambiaria. En el plano institucional, el nuevo ordenamiento legal creado para la flotación cambiaria quedó establecido por la Ley de Emergencia Económica de Enero de 2002 y la modificación de la Carta Orgánica del BCRA de Febrero de 2002. A fin de modificar las expectativas de los agentes económicos y restaurar la credibilidad, se dieron una serie de medidas de carácter institucional que aseguraran la estabilidad de precios y limitaran el financiamiento monetario del sector público.

Se mantuvo en la Carta Orgánica reformada del BCRA que el objetivo fundamental de la autoridad monetaria era “preservar el valor de la moneda”, evitando así el introducir otros objetivos que dieran lugar a expectativas del uso de la política monetaria contrario al mantenimiento de la estabilidad de precios. Además, se estableció una nueva ancla nominal para la política mone-

taria que estaría desde ese momento definida por un Programa Monetario que debería establecer metas para el crecimiento de los agregados monetarios y límites al financiamiento al Tesoro Nacional. Si bien se autorizó al BCRA a financiar al gobierno a través de adelantos transitorios, en la Carta Orgánica modificada se imponen límites explícitos para dicha financiación.

Así, en Febrero de 2002, el BCRA anuncia el Programa Monetario para el período Febrero – Diciembre de 2002. Las metas para las variables claves del mismo y los valores finalmente alcanzados se presentan en el Cuadro 1.

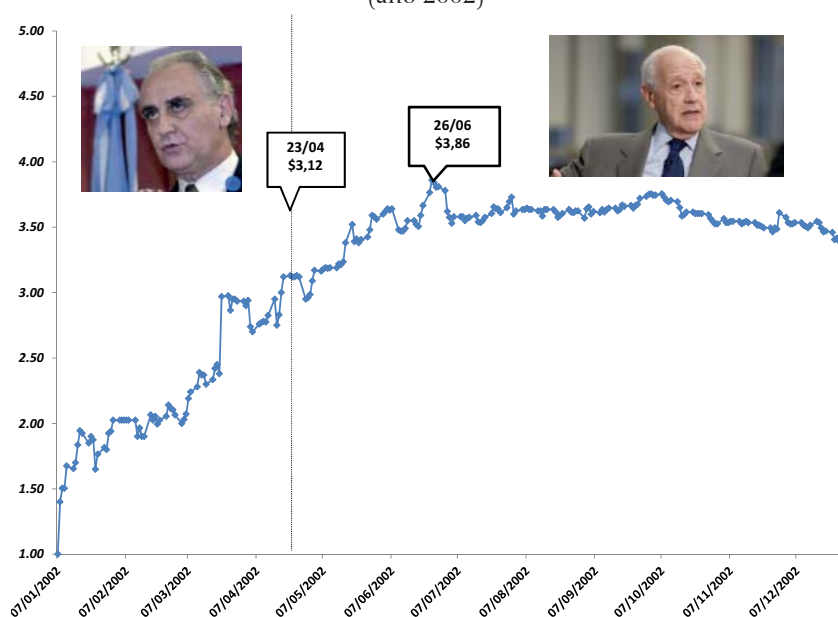
Cuadro 1: Variación agregados clave Programa Monetario BCRA Febrero 2002 – Junio 2002 y valores reales a Diciembre de 2001 (en millones de \$)

	Febrero	Junio	Efectivo
Base Monetaria	4,489	14,702	13,797
Adelantos Transitorios del Tesoro	1,000	1,000	3,724
Asistencia a Entidades Financieras	3,489	13,553	18,106
Circulante en poder del público	2,86	8,119	6,962
Lebac	1	3,586	3,221
Intervención Cambiaria (en millones de u\$d)	1,692	-4,125	-3,593

Fuente: BCRA.

Se estableció en concordancia con los límites impuestos al financiamiento al gobierno por parte de la Carta Orgánica, un límite de financiamiento a través de adelantos transitorios en un monto de \$1000 millones. Para el caso de la asistencia financiera a las entidades financieras en medio de la corrida cambiaria desatada desde 2001, el Programa contemplaba el otorgamiento de adelantos por un monto de \$3489 millones. Toda esa expansión potencial de la liquidez debería ser neutralizada vía 1) la colocación de instrumentos de deuda emitidos por el BCRA, las Letras del Banco Central (LEBAC) por \$1000 y por intervenciones en el mercado cambiario que deberían generar una reducción de las Reservas Internacionales de u\$1692 millones.

Gráfico 1: Evolución del Tipo de Cambio Nominal (*) durante las gestiones de Remes Lenicov – Lavagna (año 2002)



(*) Tipo de Cambio Oficial de referencia BCRA

Fuente: Secretaría de Programación Económica, Ministerio de Economía de la Nación sobre la base de fuentes del BCRA

Pero el elemento clave para la implementación de la flotación y evitar que derivara en una exposición cambiaria e inflacionaria fue la imposición de la reprogramación compulsiva de los depósitos a plazo fijo en pesos y en dólares, el denominado "corralón". Tal como lo habían anticipado varios analistas, en un contexto de total falta de credibilidad en la estabilidad de precios y del sistema financiero, la flotación cambiaria sin una solución que derivara en el congelamiento de los depósitos a plazo fijo en pesos y en dólares atrapados en el "corralito" hubiese derivado en la total dolarización de estos depósitos, generando en una presión sin precedentes sobre el tipo de cambio.⁴ El efecto de esta medida fue una formidable contracción de los medios de pago de la economía, que pasó de ser de alrededor del 30% del PBI a ser de apenas un 10% si se considera además del circulante en poder del público, los saldos en caja corriente y caja de ahorro.

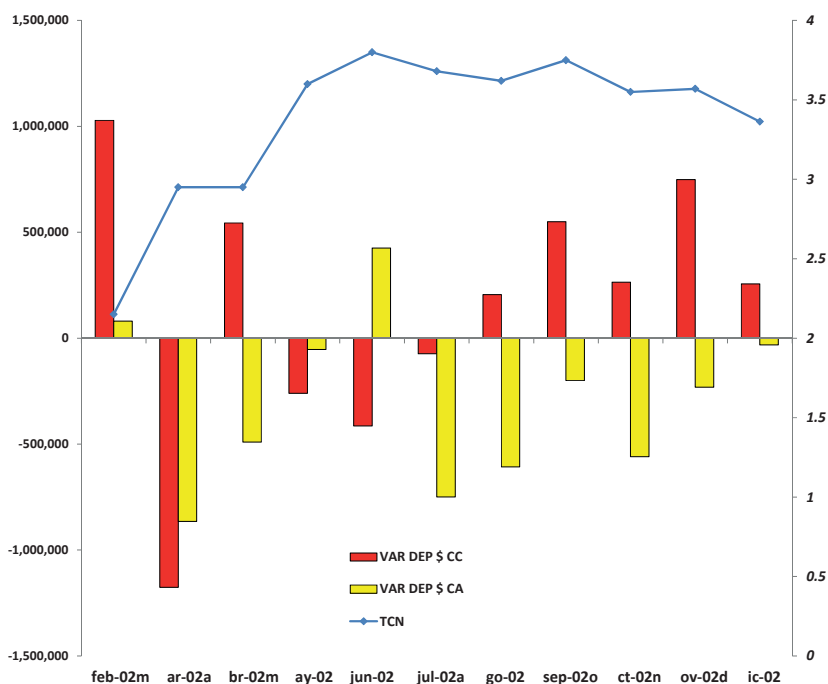
4. Una alternativa a la reprogramación compulsiva de los depósitos era implementar un canje de los mismos por bonos públicos, similar al Plan Bonex de 1989. Si bien dotaba a los ahorristas de una mayor liquidez (el bono podría venderse en los mercados secundarios) los montos de los depósitos a canjear eran absolutamente diferentes (u\$3000 millones en 1989 contra u\$45000 millones en 2001).

La respuesta de los agentes económicos ante estas medidas y que reflejaban sus percepciones respecto a la credibilidad respecto al compromiso del gobierno por mantener la estabilidad de precios y la supervivencia del sistema financiero pueden verse en la dinámica tanto del tipo de cambio como de los depósitos en caja de ahorro y en cuenta corriente en pesos no atrapados en las reprogramaciones de los depósitos y que observan en los Gráficos 1 y 2.

El retiro de depósitos del sistema financiero entre Enero y Junio de 2002 alcanzó los \$12,684 millones de pesos fue también conocido como "el goteo". Dicho retiro de depósitos fue resultado de una serie de fallos judiciales dados a lo largo de este período y que obligaron a los bancos a reintegrar los fondos de los depositantes atrapados en el corralón. La propuesta del Ministro Remes Lenicov de un canje compulsivo de los depósitos por bonos por parte del Congreso, derivó en su renuncia en Mayo de 2002.

En cuanto a la evolución del tipo de cambio, la salida de la convertibilidad agudizó la sustitución monetaria ya iniciada en 2001 y llevó a una brusca suba del tipo de cambio a casi \$4 en Julio de 2002, para luego bajar y estabilizarse en

Gráfico 2: Evolución de los depósitos en Cuenta Corriente, Caja de Ahorro en pesos y Tipo de Cambio Nominal (Febrero – Diciembre de 2002)



Fuente: BCRA – Balance Consolidado del Sistema Financiero/Agregados Monetarios (2002)

alrededor de \$3.50 a finales del año. Tomando en cuenta las gestiones ministeriales, la mayor volatilidad se asocia con la gestión de Jorge Remes Lenicov (Enero – Abril) en el cual tanto el tipo de cambio sube un 200% hasta fines de Abril de 2002 a la par una fuerte fuga de depósitos del sistema financiero. La dinámica del tipo de cambio y de los retiros de depósitos llevó a que el programa monetario inicial quedara completamente desfasado, lo que llevó a su corrección en Junio de 2002.

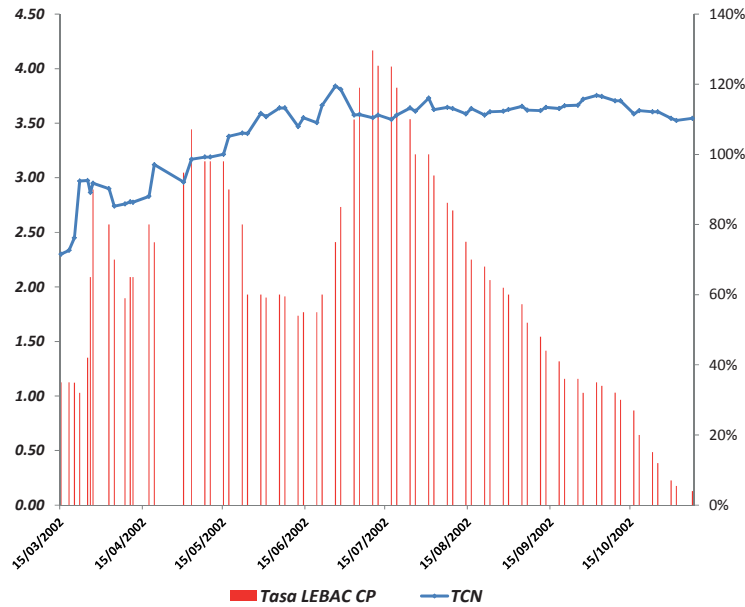
La evolución tanto del Tipo de Cambio como de los depósitos del sistema financiero entre Enero y Junio evidencia que ninguno de los anuncios ni las medidas que se dieron a fin de restaurar la confianza de los agentes económicos en la estabilidad de la moneda y la supervivencia del sistema financiero tuvieron efectos. La respuesta de los agentes económicos fue la intensificación de la fuga de depósitos y la dolarización de su cartera de activos. El reafirmar el compromiso anti-inflacionario del BCRA en la Carta Orgánica modificada y la formulación del Programa Monetario, entendido como un nuevo arreglo institucional implementado para limitar el manejo discrecional de las autoridades de la creación de dinero, evidenciaron ser muy débiles

para restaurar la confianza del mantenimiento del poder adquisitivo de la moneda argentina.

Además, el gobierno entrante no tomó ninguna acción para restaurar al menos en parte la reputación anti-inflacionaria e independiente del poder ejecutivo de las nuevas autoridades del Banco Central. Desde la salida de Pedro Pou mediante un juicio político en 2001 y cuyo mandato debió concluir en 2004, la institucionalidad del BCRA se vio mellada y muy dependiente del gobierno nacional. Durante todo el 2002, como otro reflejo de la precaria debilidad institucional del país, el BCRA tuvo nada menos que 4 Presidentes: Roque Maccarone hasta Enero de 2002, Mario Blejer de Febrero a Junio, Aldo Pignanelli de Junio a Diciembre y Alfonso Prat Gay desde Diciembre de 2002.

¿Cuáles son las razones por las cuales se detuvo la acelerada depreciación del Peso y el proceso de intensa sustitución monetaria desde Junio de 2002? En primer lugar, se intensificaron las acciones para eliminar los amparos judiciales que derivaron en el "goteo". A fines de Abril de 2002 el Congreso de la Nación por Ley 25.587 denominada la Ley "anti-goteo". Dicha Ley eliminaba la posibilidad de retiro de los depósitos

Gráfico 3: Evolución del Tipo de Cambio Nominal y Tasa de Colocación LEBACs (14 – 15 días) (Marzo – Noviembre de 2002)

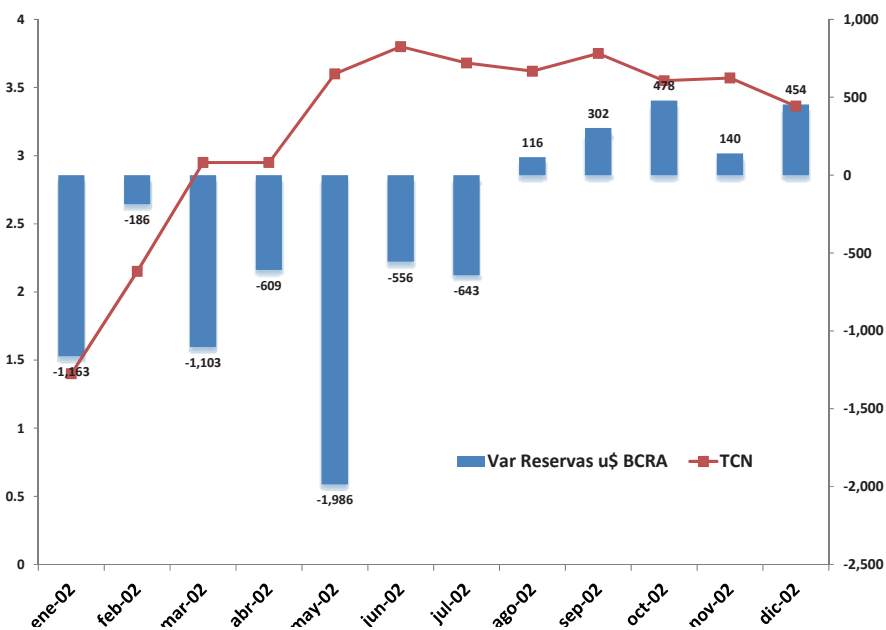


Fuente: BCRA – Tipo de cambio de referencia y Tasa de colocación de LEBAC (2002)

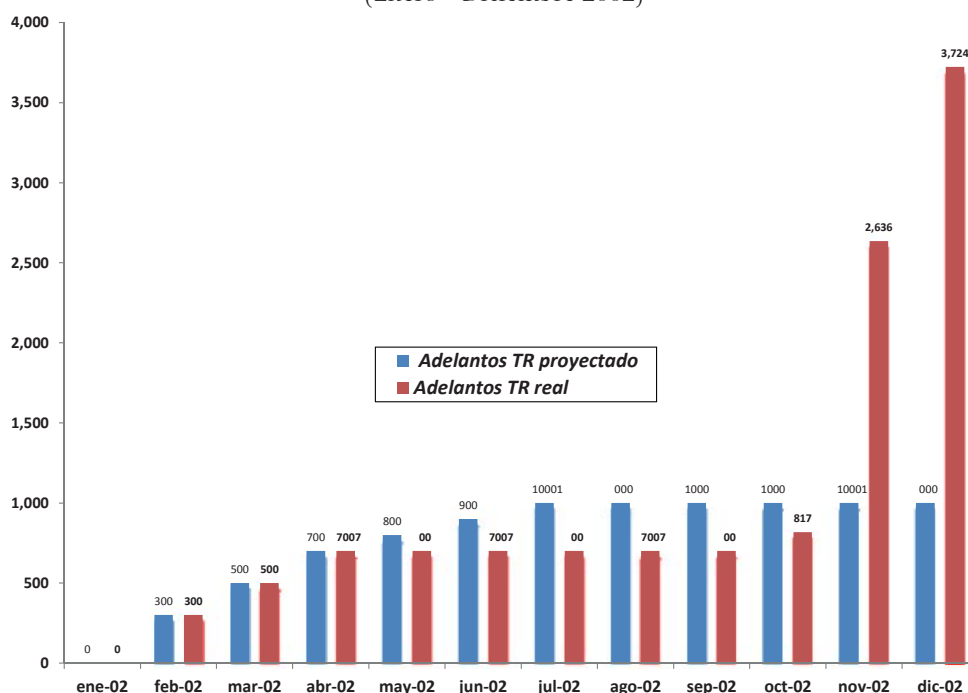
a través de medidas cautelares, requiriendo una sentencia en firme para que el retiro sea posible. Además el fallo en Mayo de 2002 de la Corte Suprema de la Nación ratificó la constitucionalidad de la Ley de Emergencia Económica y la reprogramación de los depósitos. Además, la otra fuente de fuga de los depósitos tenía una vida limitada. Si bien el Programa Monetario inicial

no había contemplado como una potencial fuente de filtración de los depósitos, las llamadas “desprogramaciones” tuvieron cada vez menor incidencia en los aumentos de los stocks de depósitos a la vista y a partir de allí su fuga al dólar. Hasta el fin del “corralito” no se dieron más medidas que implicaran nuevos descongelamientos de los depósitos alcanzados por la reprogramación.

Gráfico 4: Evolución del Tipo de Cambio Nominal y variación Reservas Internacionales BCRA (Febrero – Diciembre 2002)



Fuente: BCRA – Balance Consolidado del Sistema Financiero/Agregados Monetarios

Cuadro 3: Evolución Adelantos Transitorios al Tesoro Nacional BCRA
(Enero - Diciembre 2002)

Fuente: BCRA: Balance consolidado del BCRA 2002

Además, a partir de junio de 2002 el BCRA buscó imponer un estricto proceso de esterilización de la expansión de la Base Monetaria, intensificando las colocaciones de LEBAC y NO-BACs. Hasta mayo, la respuesta del BCRA para contener la suba del tipo de cambio fue intervenir en el mercado cambiario, lo cual llevó a una rápida reducción de las reservas internacionales. En el marco del nuevo Programa Monetario, se incrementan las colocaciones de LEBACs, especialmente las de muy corto plazo (14 y 15 días) a tasas de corte que entre junio y julio estuvieron alrededor del 100%. Es recién a partir de agosto, una vez que el Overshooting del tipo cambiario empieza a su fase descendente, que el BCRA logra colocaciones de LEBACs a tasas decrecientes, llegando a ser de un apenas un 4% a Noviembre de 2002.

Finalmente, y quizá el factor fundamental, el BCRA mantuvo su compromiso de mantener

limitada su asistencia al Tesoro Nacional a través del otorgamiento de adelantos transitorios. Si bien del Cuadro 1 se desprende que el otorgamiento de adelantos transitorios superó durante 2002 la meta de \$1000 millones iniciales, del Cuadro 3 se observa que durante el período de mayor volatilidad cambiaria y agudo retiro de depósitos bancarios, el BCRA se mantuvo estrictamente en su compromiso de mantener rígida la asistencia al gobierno en la meta de \$1000 millones. Fue solo cuando se logró estabilizar el tipo de cambio, ya entre noviembre y diciembre de 2002 que flexibilizó la meta comprometida inicial de asistencia al Tesoro.

En términos de la reputación y la credibilidad, tal como fue señalado por Drazer (1998), la evidencia argentina apunta a comprobar que aún con la historia pasada de alta inflación, desequilibrios fiscales y financiamiento monetario al Tesoro, los temores a una hiperinflación se disi-

Cuadro 2: Déficit fiscal, Gastos corrientes y pago de intereses de la deuda (en % del PBI)

Año	1999	2000	2001	2002	2003
Déficit Fiscal	-4,51	-3,3	-7,03	-0,81	1,159
Pago de Intereses Deuda Pública	3,39	4,06	4,06	2,65	2,36
Gastos Corrientes	11,15	11,09	11,09	10,05	9,57

Fuente: Boletín Fiscal – Ministerio de Economía (2002)

Cuadro 2: Remuneraciones Sector Público y Gasto en Bienes y Servicios (en % del PBI)

	1999	2000	2001	2002	2003
Remuneraciones Sector Público	8,89	9,07	9,52	8,07	7,44
Gasto en Bienes y Servicios	2,23	2,02	2,25	1,96	2,11

Fuente: Boletín Fiscal – Ministerio de Economía (2002)

Cuadro 3: Índice (2001 = 100) Salario real sector público y privado trimestral (IV:2001 – II:2003)

	IV-01	I-02	III	III-02	IV-02	I-03	II.03
Salario Privado	100	94,33	79,71	83,26	82,79	84,64	88,59
Salario Público	100	94,34	79,35	72,62	70,99	69,46	69,21

Fuente: Ministerio de Economía – Ministerio de Trabajo (2002)

paron cuando los agentes económicos advirtieron a través del comportamiento de los agregados monetarios y la tasa de interés de la orientación de la política monetaria implementada por el BCRA. Durante los meses de mayor presión cambiaria, aún con los crecientes requerimientos de liquidez por la corrida cambiaria, el BCRA dio las señales a los agentes económicos que la orientación de la política era contener el crecimiento de la liquidez, aún a costa de endurecer las restricciones al retiro de depósitos y elevar la tasas de interés para estabilizar el tipo de cambio, en medio del difícil equilibrio de hacerla compatible con la supervivencia del sistema financiero.

La evidencia de la estabilización argentina de 2002 revela además que en toda situación en la cual se implementan políticas con una ausencia de credibilidad, los costos para alcanzar los objetivos en términos de caída del producto y aumento del empleo serán muy altos. Una vez que el gobierno privilegiara el objetivo de mantener la estabilidad cambiaria y de precios y superar la crisis financiera, por encima del objetivo de actividad y del empleo, tanto la política monetaria y fiscal fueron marcadamente contractivas, derivando en una formidable caída del producto, del empleo y el aumento de la pobreza durante 2002, a niveles sin precedentes en la historia de la Argentina. El PBI real de 2002 cayó un 11%, una caída mayor incluso a la experimentada durante la Gran Depresión de 1930. La tasa de desempleo alcanzó el 21% para mayo de 2002 y

la fracción de la población bajo la línea de pobreza e indigencia superó el 50%, un nivel incluso mayor al de la hiperinflación de 1989 (MECON, 2003).

Finalmente, la dinámica del tipo de cambio y de la fuga de los depósitos durante el 2002, revela aspectos respecto a los determinantes de las expectativas de los agentes económicos. Como se mencionó, como resultado de la larga historia de alta inflación y desequilibrios fiscales del gobierno argentino, la salida de la Convertibilidad derivó en una pérdida total de la credibilidad tanto del gobierno como del Banco Central. No obstante ello y teniendo en cuenta el relativo corto período de extremada volatilidad cambiaria (desde Enero hasta Junio-Julio cuando el Tipo de Cambio se estabilizó alrededor de los \$4), los agentes económicos parece haber puesto por encima de la experiencia pasada argentina la postura de la política fiscal y monetaria al momento de revisar sus expectativas. Una vez que reconocieron la postura y el carácter consistente de las políticas dirigidas a mantener la estabilidad de precios y contener la volatilidad del tipo de cambio, quedó en evidencia que no habría un estallido inflacionario y que el valor alcanzado del tipo de cambio entre Junio-Julio de \$4 no era sostenible, revirtiendo a partir de entonces, dicha tendencia.

4. Conclusiones

El propósito del presente trabajo fue el hacer un análisis de la política macroeconómica implementada en Argentina durante el año 2002 tras el abandono del Régimen de la Convertibilidad y el default de la Deuda Pública. En un contexto de total falta de credibilidad en las autoridades, instituciones públicas y el Banco Central respecto a sus anuncios y su capacidad de mantener el valor de la moneda y los depósitos del sistema financiero, las políticas macroeconómicas implementadas fueron consistentes y marcadamente contractivas, una vez decidida la preeminencia del objetivo de estabilidad de precios y el rescate al sistema financiero por sobre el objetivo de contener la caída del ingreso y el empleo.

La extremada volatilidad del tipo de cambio que siguió al abandono del tipo de cambio fijo fue neutralizada por una política monetaria dirigida a restringir la liquidez pero buscando sostener la asistencia a los bancos y que operó conjuntamente con la denominada “pesificación” y congelamiento compulsivo de los depósitos o el denominado “corralón” lo que generó una caída de la liquidez global de la economía. A su vez, la Política Fiscal también operó en igual dirección, cayendo el salario y el gasto corriente del sector público en términos reales y como % del PBI.

La dureza de las políticas contractivas puede explicarse por la carencia de la credibilidad de los policymakers, ya que en una situación como esta, las políticas deberán ser aún más contractivas. La nueva “ancla” adoptada en un contexto de falta de credibilidad fue una fuerte contracción de la liquidez. El caso argentino del año 2002 parece ser uno en el cual los “hechos hablaron mejor que las palabras”. Tal como señalan Da Silveira y Tadeu Lima (2015) el logro sostenido de los objetivos de política es el mecanismo más apropiado para la conquista de la credibilidad con percepciones o expectativas rígidas (sticky confidence). No obstante, todas estas medidas extremas se tradujeron en un incremento de la tasa de interés, contracción del crédito y una caída del salario real, dando como resultado una formidable contracción del ingreso, empleo y aumento de la pobreza e indigencia durante el año 2002, la mayor de la historia económica argentina de la que se tenga registros.

5. Referencias

- Amano, R., Fenton, P., Tessier, D. y Norden, S. (2000). “The credibility of monetary policy: A survey of the literature with some simple applications to Canada”. Bank of Canada.
- Banco Central de la República Argentina (2003). “Boletín Monetario y Financiero – Edición Anual 2002”. Buenos Aires, Argentina
- Banco Central de la República Argentina (2002). “Programa Monetario” versiones Febrero y Junio 2002.
- Baxter, M. (1985). “The role of expectations in stabilization policy”. *Journal of Monetary Economics*, vol 15.
- Becker, V. y Escudé (2007). “Vida, pasión y muerte de la convertibilidad en Argentina”. *Anales de la Asociación Argentina de Economía Política*, Bahía Blanca
- Calvo, G. y Reinhart, C. (1999). “Capital Flow Reversals, the Exchange Rate Debate, and Dollarization” *IMF Finance and Development* Vol. 36, N° 3.
- Caldas Montes, G. (2009). “Reputation, credibility and monetary policy effectiveness”. *Estudos Econômicos* (São Paulo), v. 39, n. 3, p. 673-698.
- Cukierman, A. (1986). “Central Bank Behavior and Credibility: Some Recent Theoretical Developments”. Federal Reserve Bank of St. Louis, USA.
- Da Silveira, Jair y Tadeu Lima, Gilberto (2015). “Conquering credibility for Monetary Policy under sticky confidence”. *Revista Brasileira de Economia* v. 69 n. 2 / p. 251-261. Río de Janeiro, Brasil
- Drazer, A. y Masson, P. (1993). “Credibility of policies versus credibility of policymakers” NBER Working Paper N° 4448, Cambridge, USA.
- De Gregorio, J. (2007). *Macroeconomía: Teoría y Política*. Ed. Pearson education, Santiago de Chile.
- De Pablo, J. C. (2012). “Política Económica y toma de decisiones” Serie Documentos de Trabajo N° 492, UCEMA, Buenos Aires.
- Levi Yeyati, E. (2001). “10 años de Convertibilidad: la experiencia argentina”. *Revista de Análisis Económico* volumen 16, N°2, Universidad Alberto Hurtado, Santiago de Chile.
- Laurens, B. y de La Piedra, E. (1998). “Coordination of Monetary and Fiscal Policies” International Monetary Fund, Working Paper 98/25

Perrier, P. y Amano, R. (2000). "Credibility and monetary policy" Bank of Canada Review. vol. 2000, issue spring.

Remes Lenicov, J. Todesca, J. y Ratti, E. (2003). "La política económica de principios de 2002: cambios profundos para superar la crisis provocada por el colapso de la convertibilidad y sentar las bases para el funcionamiento de una economía normal, integrada al mundo". Buenos Aires.

Rodríguez, C. A. (2001). "Carta a los que proponen la dolarización". CEMA, Buenos Aires. Disponible en: <https://www.ucema.edu.ar/u/car/Dolarizacion.pdf>