



EL CAMINO DE LA DEVALUACIÓN

Eduardo Levy Yeyati

1. INTRODUCCIÓN

La crisis de la periferia europea, se sabe, es a la vez financiera (sobreendeudamiento) y real (una economía cara que no crece y que genera déficits gemelos). Por eso, cualquier solución que contemple sólo el primer aspecto (por ejemplo, la emisión de eurobonos o el default y reestructuración de la deuda) deja dudas sobre su sostenibilidad, en la medida en que no se complemente con un plan para recuperar la competitividad y dinamizar la actividad económica.

En este frente, las opciones son pocas. Una «devaluación interna» –eufemismo con el que se suele denotar una reducción importante de precios y salarios nominales al estilo de la implementada recientemente en Letonia– no sólo resulta políticamente inaccesible en países desarrollados como España, sino que termina siendo económicamente contraproducente al elevar la relación deuda-ingresos.

Es en este marco que debe analizarse la opción de una devaluación tradicional, que no es otra cosa que la salida del euro y la introducción de una nueva moneda nacional, que a fines prácticos llamaré aquí «peseta», como medio de curso legal.¹

¹ En la discusión, conviene dejar de lado soluciones creativas como la coexistencia de dos monedas o la salida transitoria del euro, propuestas imaginadas en el fragor de la crisis que suelen verse mejor en el papel que en la práctica, y que suelen caer presa de la anticipación del mercado o del pánico del ahorrista.

El debate sobre la deseurización incluye al menos dos preguntas relacionadas, que abordaré en las secciones siguientes: ¿Cuál es la mejor manera de implementarla? ¿Cuáles son los efectos (y, en particular, los beneficios) esperados en el corto y mediano plazo?

Aquí caben dos advertencias. Primera: la eurización, por construcción, implica una importante asimetría entre la entrada y la salida. Aun si se concede que su implementación pudo haber deparado costos que superaron sus beneficios, esto no implica que desandar ese camino sea la elección óptima, ya que una de las «virtudes» de la eurización –la característica que la hace previsible– es precisamente la existencia de grandes costos de salida. La eurización, en la medida en que elimina la moneda local en todas sus funciones, quema las naves: inducir demanda por una nueva moneda destinada a depreciarse es una aventura de desenlace incierto.²

Segunda advertencia: la historia económica reciente no ofrece precedentes que nos sirvan para el análisis, lo que implica que éste será en gran medida especulativo y por ende cuestionable. Dicho esto, la salida de la caja de conversión en Argentina en 2002 puede servir de referencia parcial para identificar qué podría esperarse de una salida anunciada del euro.

² En cambio, una caja de conversión como en Argentina preserva la moneda local como medio de pago y, en muchos casos, unidad de cuenta, lo que facilita la salida.



Por último, un comentario general: dadas las ostensibles diferencias en la naturaleza y gravedad de los problemas enfrentados por los distintos países europeos periféricos, es difícil generalizar el análisis: si en Grecia una reestructuración de la deuda parece inevitable, en España parecería más acertado poner el énfasis en el déficit de competitividad y crecimiento que hoy amenaza con espiralizar un cociente de endeudamiento a estas alturas manejable. Por esto, en lo que sigue, la discusión tiene en mente éste último caso.

2. ¿DE QUÉ HABLAMOS CUANDO HABLAMOS DE PESETIZACIÓN?

Definido esquemáticamente, el problema macro financiero español podría caracterizarse como una trampa de endeudamiento y bajo crecimiento, en la que una deuda creciente –reflejo de una desaceleración económica que afecta negativamente la capacidad de pago del emisor– inhibe la demanda y el crecimiento, disparando un círculo vicioso de altas primas, baja inversión, estancamiento de la actividad económica y déficit fiscal. Esta situación ha introducido cuestionamientos a la eurización, hacia atrás (beneficios y costos) pero fundamentalmente hacia adelante: ¿Es la sujeción al euro una razón detrás del problema del crecimiento?

Aún si aceptamos que el estancamiento del producto y el alto desempleo en efecto estuvieran ligados a la declinante competitividad de España, la «pesetización» (es decir, la introducción de una nueva moneda nacional en reemplazo del euro como único medio de pago de curso legal) no es necesariamente la salida natural a la crisis.

Aquí se abren varios nuevos interrogantes: ¿en qué medida la pesetización abre la puerta a una devaluación expansiva, al estilo de los manuales de texto de economía abierta? ¿Qué alternativas existen para instrumentar un cambio de precios relativos que emule el efecto de una devaluación? ¿Bajo qué condiciones la nueva moneda generaría una recuperación económica? ¿Qué costos de corto plazo son inevitables si se avanza con una pesetización? ¿Qué

medidas de contención deberían tomarse antes de avanzar?

A. DEVALUACIÓN INTERNA

No son muchas las opciones que se presentan como alternativas a la pesetización. La más natural es seguramente la denominada «devaluación interna», que consiste esencialmente en generar una deflación de precios y salarios, impulsada ya sea por una contracción de la demanda y un aumento del desempleo (por ejemplo, por efecto de un ajuste fiscal), o directamente por la imposición de recortes salariales.

Desde el punto de vista político, ésta es en esencia la estrategia implícita en las condiciones de los paquetes de ajuste del Fondo Monetario Internacional (en el caso europeo, diseñados en gran medida en Bruselas). Desde el punto de vista económico, se trata del tradicional ajuste de precios relativos en regímenes de tipo de cambio fijo.

Tal vez por ser políticamente impopulares y económicamente inciertas, los ejemplos de devaluaciones internas no abundan. Dos casos recientes, diametralmente opuestos, son los de Argentina en 2000-2001 y de Letonia en 2008-2010.

En el primero, a la deflación propia de un ciclo recesivo que comenzó en 1999 y acumuló una contracción del PIB de más del 20% hacia el cuarto trimestre de 2001, se le sumó un intento de reducción automática de salarios públicos que, bajo el lema del «déficit cero», determinaba recortes de modo tal de balancear las cuentas públicas mes a mes –recortes que comenzaron con un 13% el primer mes de implantación– pero que fueron altamente resistidos por la población y disputados jurídicamente, al punto que, tras el colapso de la caja de conversión, fueron revertidos en su totalidad merced a un fallo judicial adverso.³

³ Una alternativa que apuntó en la misma dirección fue la devaluación fiscal defendida, para el caso argentino, por Guillermo Calvo entre otros, y ensayada en 2001 por el



Letonia, por su parte, acumuló también, en poco menos de dos años una caída del producto de más del 20% y otro tanto de reducción de costos salariales, antes de comenzar a recuperar el nivel de actividad –y su acceso a los mercados: en diciembre 2010 la nota de crédito del país fue elevada a BB+ por S&P, con prospecto positivo⁴.

Argentina y Letonia representarían un ejemplo fallido y otro exitoso de este cambio de precios relativos sin depreciación nominal. Esquemáticamente, la diferencia en el resultado final podría atribuirse a la mayor flexibilidad laboral en economías ex soviéticas sin un poder sindical organizado con influencia sobre las decisiones legislativas y judiciales, y al apoyo financiero de la Unión Europea (y de un renuente FMI).

Este último detalle es esencial ya que la devaluación interna (tanto como la externa), al deprimir los ingresos públicos y privados, no resuelve sino que agrava la dinámica negativa de la deuda en el corto plazo, merced a la célebre deflación de deuda: a medida que la economía reduce nominalmente su valor (deflaciona), la capacidad para servir la deuda, que permanece nominalmente constante, se deteriora.⁵ Por esto mismo, la devaluación interna comparte muchas de las contraindicaciones de una devaluación común, incluyendo su efecto nocivo sobre la tasa de

morosidad bancaria y la solvencia financiera del sector privado.

Dicho esto, las dos variantes de la devaluación difieren en un aspecto relevante: la velocidad de ajuste. Una deflación que reduzca precios y salarios lentamente al ritmo de la contracción de la economía real es menos proclive a generar temores sobre la solvencia del deudor que gatillen pánicos y corridas bancarias, al costo, no menor, de una prolongada recesión y un alto y persistente desempleo. En cambio, una devaluación rápida al ritmo de los mercados financieros casi inevitablemente detonaría una corrida de ahorristas temerosos de una conversión forzada de sus depósitos –precipitando dicha conversión y las suspensión de la convertibilidad bancaria a fin de evitar un colapso del sistema de pagos. En otras palabras, mientras que la deflación es una terapia larga y dolorosa, la devaluación suele requerir una intervención drástica y concentrada en el tiempo. Sobre estos puntos volveremos más adelante.

B. VARIANTES DE LA DESEURIZACIÓN

La adopción de una moneda fuerte en reemplazo de una más débil (la «eurización») no es difícil ni particularmente inusual.⁶ Introducir una nueva moneda nacional, más débil, para sustituir a otra más fuerte en tiempos de dificultades financieras es una cuestión totalmente diferente, de la que la mayoría de los economistas sabemos poco. El problema principal, naturalmente, es generar demanda por una moneda que, al menos en el corto plazo, está destinada a depreciarse.

Aquí vale una aclaración importante: como se señaló anteriormente con respecto a la devaluación interna, la pesetización al margen (como cualquier otra variante de devaluación) implica no sólo una caída de precios y salarios en euros sino también de los ingresos públicos y privados, lo que agravaría severamente el peso

entonces Ministro de Economía Domingo Cavallo. La medida consistía en un cambio en los precios relativos efectivos mediante el uso de impuestos a las importaciones y subsidios a las exportaciones. Sin embargo, hoy parecería haber poco margen de maniobra para avanzar en este camino sin violentar las reglas del comercio internacional. Para un raccon-to detallado de la crisis argentina y su resolución, ver de la Torre et al. (2002).

⁴ Los recientes casos de Grecia y España, que incluyeron sendos recortes en los salarios nominales de empleados públicos, podrían considerarse variantes intermedias, en la medida en que los ajustes fueron mucho menores a los ensayados en Argentina y Letonia y que, a diferencia de esta última, enfrentaron un importante resistencia pública que pone en duda la posibilidad de profundizar en esa dirección.

⁵ En este sentido, la deflación de deuda es el dual del efecto balance asociado a la devaluación en el marco de deudas denominadas en moneda extranjera, excepto en lo que respecta a la velocidad de ajuste, sobre la que se discute más adelante.

⁶ El Salvador y Ecuador representan dos casos recientes.



de la deuda.⁷ Por esto, es virtualmente inconcebible una devaluación sin una reestructuración de los contratos de deuda, ya sea a través de un default, o de una conversión de denominación y licuación, sobre las que ahonda la siguiente sección. En otras palabras, la devaluación debe ser analizada no como una salida alternativa a la reestructuración de pasivos sino como su complemento.

En todo caso, para analizar un escenario de deseurización para el que no existen referencias históricas relevantes vale la pena distinguir entre dos versiones alternativas de la deseurización: (i) deseurización en el margen, que involucra la introducción de la peseta como medio de pago (idealmente, como única moneda de curso legal), posibilitando la flexibilidad de precios y salarios pero preservando la denominación de contratos financieros a fin de evitar corridas y desintermediación, y limitar el costo legal y político de la transición; y (ii) deseurización total o «pesetización», que suma a la anterior la redenominación forzada de todos los contratos eurizados bajo ley doméstica, a una paridad euro-peseta por debajo de la determinada por el mercado, típicamente la prevaleciente al momento de la conversión (que de realizarse simultáneamente con la introducción de la peseta sería a la par del euro). Veamos cada uno de estos dos casos en orden.

C. DESEURIZACIÓN EN EL MARGEN

La versión más simple y menos conflictiva de la deseurización implica la introducción de una nueva moneda nacional, preservando la denominación de una parte de los contratos existentes –particularmente, los contratos financieros– a fin de evitar una corrida de ahorristas al euro para protegerse de la esperable (y deseable) depreciación

real de la nueva moneda.⁸ Esta moneda nacional flotaría frente al euro y tendría privilegios de curso legal, de modo de inducir una demanda natural. Por ejemplo, podría ser la única moneda aceptada en transacciones con el sector público, la única unidad de cuenta de contratos futuros y contratos no financieros (salarios, alquileres) y, en el extremo, único medio de curso legal en el país.

De este modo, la lógica de la pesetización en el margen refleja la clásica distinción entre sustitución de activos (el uso de la moneda como reserva de valor, algo que una peseta destinada por diseño a depreciarse frente al euro difícilmente ofrecería: de ahí el riesgo de que la deseurización de instrumentos financieros genere una corrida), y sustitución de moneda (como medio de pago y unidad de cuenta). En particular, relega al euro a la primera función, para concentrarse en generar demanda por la peseta en los otros dos roles.¹⁰

En relación a este punto, algunos observadores han sugerido una variante basada en el precedente de la Argentina con las «cuasi monedas» (bonos de baja denominación en pesos convertibles aceptados como medio de pago) que comenzaron a emitirse a mediados de 2001 para compensar la iliquidez producida por la corrida cambiaria bajo el cerrojo de la caja de conversión. Siguiendo este ejemplo, se argumenta, España podría introducir la peseta para denominar salarios y precios seleccionados, evitando de este modo abandonar completamente el euro. Sin embargo, esta analogía pasa por alto un aspecto esencial: las cuasi monedas argentinas fueron concebidas para satisfacer necesidades fiscales y

⁷ De hecho, es de esperar, en el caso de una devaluación nominal, que el gasto público se vea inflado por las demandas de los deudores eurizados de un seguro de cambio a expensas del fisco, por lo que una parte importante de la deuda privada acabaría de facto nacionalizada.

⁸ Dado que la nueva moneda tiene como fin reducir el precio relativo de los transables para mejorar la competitividad de la economía, nada aportaría a tal fin una moneda que preservara su paridad con el euro.

⁹ Ize y Levy Yeyati (2001) definen y analizan los determinantes de la dolarización de facto enfatizando esta distinción.

¹⁰ Si bien los ítems de alto valor seguirían cotizando en euros, la experiencia de la obligación de reportar precios en la moneda local en países como Perú o Bolivia demuestra que esto tiende a incrementar la demanda transaccional de moneda local en detrimento de la moneda extranjera.



no como mecanismo de devaluación encubierta, por lo que el valor secundario de estos papeles, emitidos en pesos convertibles al euro, nunca se alejó mucho de la paridad.¹¹

Otra diferencia de peso entre la experiencia argentina y la realidad europea reside en el hecho de que, debido a que la caja de conversión nunca eliminó el peso como el principal medio de pago y unidad de cuenta, preservó la demanda transaccional por moneda nacional. De ahí que la demanda real de pesos se haya mantenido estable (o crecido, merced a la iliquidez inducida por las restricciones al retiro de depósitos) mientras la moneda se depreciaba drásticamente en el primer semestre de 2002. Por el contrario, España tendría que promover la demanda para su nueva moneda allí donde no existe, un proceso sin duda más lento e incierto.

Más allá de las dificultades técnicas en generar una demanda genuina por la nueva moneda, aun si esta estrategia tiene éxito, conlleva riesgos que no pueden perderse de vista.

Un primer aspecto a considerar es si es posible introducir de jure una nueva moneda (o reiniciar la emisión de la vieja) sin necesidad de revocar o modificar leyes en vigencia, o aprobar nuevas leyes. El dato no es menor, habida cuenta que uno de los ángulos más delicados en este proceso es el manejo de la anticipación y la expectativa: cambios drásticos en el régimen monetario, como en cualquier situación de stress financiero, requieren movimientos rápidos y certeros a fin de no derivar en pánicos –precisamente lo que el camino intermedio de la pesetización al margen pretende evitar¹².

¹¹ En Argentina, el recurso a la impresión de cuasi monedas relajó las restricciones de liquidez que son el mecanismo de ajuste automático de una caja de conversión en un escenario de corrida. Pero al ser aceptadas a la par para el pago de impuestos (y, merced a acuerdos impulsados por el gobierno, por algunos negocios minoristas como grandes supermercados), junto con la convertibilidad del peso en que fueron denominados, limitó la flexibilidad nominal que podría lograrse a través de su uso a un descuento en el mercado secundario que nunca superó el 10 por ciento.

¹² En este sentido, la comunicación es esencial. En Argentina, ante la prolongada incertidumbre, el público comenzó

Un segundo aspecto de importancia práctica es el alcance de la redenominación de contratos: es de esperar que la renuente aceptación de la peseta alimente (y convalide) una rápida depreciación frente al euro, que será función tanto de las expectativas como de las funciones para las que la peseta sea medio único de pago legal. Y, si bien la depreciación es un elemento esencial de la estrategia de deseurización, una depreciación descontrolada reduciría todavía más su aceptación, lo que llevaría a aumentos compensatorios de precios y salarios en pesetas, inflación, y menor demanda real de pesetas.¹³ Si bien un contexto recesivo con alto desempleo suele morigerar esta espiral inflacionaria, una mala implementación de las medidas puede generar el repudio prematura de la nueva peseta, dando por la borda con toda la estrategia.

A la luz de las consideraciones anteriores, es evidente que, aun en el caso en que el gobierno sea exitoso en la comunicación de estas medidas, las características únicas de las mismas y la incertidumbre natural sobre sus resultados podrían disparar una corrida preventiva. Por ejemplo, la expectativas de una profundización de la deseurización mediante una conversión forzada de los contratos financieros que gatille una corrida bancaria e incentivos a un congelamiento o pesetización de los depósitos podría, si es anticipada por el mercado, precipitar la corrida mucho antes de que el plan diera señales de fracaso.

En otras palabras, a pesar de sus ventajas teóricas, existe una probabilidad no menor de que la desaurización en el margen detone en la práctica una crisis bancaria que requiera de una suspensión temporaria de la convertibilidad de los

a retirar sus depósitos casi un año antes de la salida de la caja de conversión, alimentando la fuga de capitales y las presiones del mercado para abandonar la paridad con el dólar (Levy Yeyati et al. 2010).

¹³ Por ejemplo, si la nueva moneda pierde un 1% de su valor contra el euro en el primer mes de cotización, es probable que los empleados públicos absorban el ajuste; si la moneda pierde un 10% de su valor, en cambio, es de esperar que los empleados públicos demanden inmediatamente un aumento de salarios.



depósitos, lo que depositaría al gobierno a las puertas de una pesetización total.

3. PESETIZACIÓN

La deseurización total o «pesetización» a secas involucra, lisa y llanamente, el reemplazo del euro por una nueva moneda nacional en todas sus funciones. En particular, en relación a la deseurización al margen, implica el uso de la peseta como unidad de cuenta, esto es, la pesetización de los contratos financieros domésticos. Esto permitiría eliminar de cuajo la deflación de deuda mencionada anteriormente, sin necesidad de un default y reestructuración convencional.¹⁴ En otras palabras, la pesetización puede –y, como veremos enseguida, debe– ser vista como una variedad de default, potencialmente menos problemática ya que, al ser inmediata, eludiría el largo y engorroso proceso de reestructuración de deudas –particularmente en el sector privado donde los procesos de quiebra pueden llevar años– y su impacto sobre una economía debilitada.

En concreto, con la pesetización, tanto acreedores como deudores en euros en los mercados domésticos verían sus activos redenominados a una nueva moneda nacional que flotaría en relación al euro. Como contrapartida, la conversión crearía instantáneamente una masa de ahorros previamente eurizados y ahora denominados en una moneda que se deprecia, que correría a reeurizarse por fuera del sistema financiero local, lo que derivaría probablemente en un congelamiento y reestructuración de depósitos para prevenir una caída masiva de bancos y preservar el funcionamiento del sistema de pagos.

Precisamente este dilema entre el costo de resolución del sobreendeudamiento en euros y el costo de resolución de una corrida hacia el euro

es el aspecto principal que distingue esta alternativa de la anterior.

El experimento más cercano en este sentido es probablemente la salida de Argentina de su caja de conversión con el euro en 2002 a un régimen flotante que deprecio el peso en un 300% en los primeros seis meses. Pero aun en este caso existen diferencias que inhiben comparaciones mecánicas. Como ya se dijo, en Argentina el peso coexistió con el dólar y fue mayoritariamente usado como medio de pago y, con excepción de ítems de gran valor, unidad de cuenta. El dólar, por su parte, dominaba los activos de ahorro como moneda de reserva de valor. En términos llanos, entonces, a fines de 2001 el argentino promedio tenía euros en el banco y pesos en la billetera.¹⁵

A raíz de esto, al momento de la flotación, el traslado a precios de la devaluación fue limitado (alrededor del 10% en los primeros seis meses) y la demanda de saldos reales en pesos se mantuvo estable (o incluso, debido a la prima de liquidez generada por las restricciones al retiro de depósitos, en ascenso), lo que evitó la hiperinflación o la dolarización espontánea (por repudio del peso) que muchos analistas vaticinaban.

Nótese que, en rigor, la pesetización elimina al euro bancario (el cuasi dinero en euros) generando una demanda por euro billete como paso previo para la adquisición de activos externos, una fuga de capitales con consecuencias adversas para la estabilidad bancaria –y, en caso en que se permitan los retiros–, para el overshooting cambiario.

En este contexto, la conversión a una unidad indexada a la inflación ayuda sólo marginalmente, ya que es de esperar una apreciación real importante, el objetivo último de la introducción de la nueva moneda. Argentina ofrece nuevamente un ejemplo, ya que a pesar de que la conversión de depósitos se realizó a una unidad indexada al IPC, el CER, esto no detuvo la corri-

¹⁴ Naturalmente, esto comprendería sólo a la deuda emitida localmente bajo ley doméstica, que en el caso europeo suele ser la mayor parte. La deuda externa podría preservarse en euros, aunque por cuestiones de equidad (y esperables presiones políticas) difícilmente pueda evitarse una reestructuración.

¹⁵ Técnicamente, Argentina experimentó un proceso de sustitución de activos, sin un correlato de sustitución de moneda.



da. Del mismo modo, a fin de mitigar la protesta de los depositantes, la conversión a pesos se hizo a un tipo de cambio de 1.4 pesos por euro.¹⁶ Previsiblemente, ambas concesiones sólo incrementaron en valor la masa de cuasi dineros dispuesta a correr contra el peso y redolarizarse. Sin embargo, en una implementación más cuidadosa de la pesificación, estos «beneficios» podrían ofrecerse al vencimiento (reprogramado) del certificado de depósito, de modo de que obren como un incentivo a dejar el dinero en el banco, y no como un premio al momento de retirarlo.

En todo caso, una pesetización forzada casi inevitablemente disparará una corrida bancaria, la que requerirá algún mecanismo de suspensión de convertibilidad de los depósitos, que evite la quiebra de bancos, a través del congelamiento, reprogramación y potencial titularización de depósitos, con la excepción de los dineros transaccionales (cuentas corrientes y cajas de ahorro) necesarios para el funcionamiento del sistema de pagos.¹⁷

La pesetización de los ahorros probablemente derive en síntomas adicionales. Por ejemplo, es de esperar que los ahorradores locales se desprendan de activos no bancarios en busca de la moneda extranjera, alimentando aún más la presión sobre el tipo de cambio o sobre las reservas —dependiendo de cómo el gobierno decida manejar la esperada depreciación de la pesetización por la cual es casi inevitable la imposición de controles cambiarios y restricciones a la salida de capitales. Asimismo, la crisis de liquidez asociada a la corrida inducirá una caída de la velocidad de circulación del dinero, lo que suele tener un impacto mayor en los habitantes de menores ingresos (por ejemplo, trabajadores informales o eventuales que suelen percibir sus ingresos en efectivo), un dato que contribuiría a la naturaleza regresiva del proceso y elevaría las necesidades

de gasto social. Por último, existen cuestiones técnicas que deben ser tenidas en cuenta con antelación a fin de no demorar peligrosamente la introducción de la nueva moneda. Por ejemplo, la creación de una cámara de compensación en pesetas, en un contexto de riesgo de contraparte creciente en el sistema bancario, revestiría un esfuerzo de complejidad técnica no menor.

Un punto relevante es el tratamiento de los contratos con jurisdicción extranjera, que no pueden ser pesificados de jure por el gobierno nacional. En el caso de Argentina, el camino fue una combinación de default soberano y controles selectivos a la salida de capitales (autorizados para importaciones pero vedados para el servicio de deuda) que inhibieron a los privados de honrar sus obligaciones externas, y propiciaron en muchos casos reestructuraciones de deuda corporativa. En otras palabras, si la conversión de moneda de los contratos locales fueron un default de facto que sustituyó la necesidad de quiebras masivas, los contratos internacionales fueron incumplidos de jure. En el caso de los países europeos, donde la deuda externa es una fracción menor de la deuda total, las deudas internacionales con acreedores privados podrían ser honradas en tiempo con la ayuda de un paquete financiero externo, aunque cuestiones de equidad podrían llevar al gobierno a optar por un default que pusiera a tenedores de deuda externa en igualdad de condiciones que los tenedores de deuda doméstica.¹⁸

En suma, una deseurización de jure enfrentaría a las autoridades a la necesidad de pesificar contratos, imponer fuertes restricciones a las operaciones de la banca comercial (en particular, congelando depósitos a plazo), introducir controles cambiarios y a la salida de capitales y, posiblemente, reestructurar la deuda externa o recurrir a un paquete de rescate internacional.

¹⁶ El argumento tomó en cuenta que se esperaba que el tipo de cambio real de equilibrio se corrigiera en el largo plazo en sólo un 40%.

¹⁷ Esta distinción no es trivial y debe planificarse con antelación a la corrida, antes de que los ahorros se trasladen a cuentas a la vista para su posterior retiro.

¹⁸ La excepción, en este frente, son los pasivos externos de los bancos comerciales, que enfrentaría un quebranto por la diferencia de cambio asociada a sus deudas en el exterior. En el caso argentino, se optó por compensar este déficit mediante un título público dolarizado, un camino equivalente a otorgar un seguro de cambio selectivo, a expensas del fisco.



Así, si bien la adopción de una moneda más débil se basa en la necesidad de recuperar la competitividad y mejorar el balance externo –y, por este canal, revitalizar una economía estancada–, en el corto plazo, el stress bancario y la litigiosidad social, bien podría tener el efecto opuesto: caída de la inversión y crecimiento negativo, hasta tanto las variables nominales encuentren su punto de equilibrio. ¿Cómo se explica entonces el éxito de la devaluación argentina? ¿Qué otros mecanismos activaría la pesetización para contrarrestar esta incertidumbre financiera?

4. EL EFECTO DILUCIÓN

¿En qué medida la performance argentina se vio mejorada por la competitividad precio de un tipo de cambio devaluado? Aunque en este frente la evidencia es circunstancial, sobre todo por la simultaneidad de la mejora del tipo de cambio y el aumento de productividad agrícola y de los términos de intercambio que favoreció a los exportadores de granos como Argentina, una mirada casual al desempeño del balance comercial indicaría que la historia de una «devaluación expansionista» aplicada a la recuperación Argentina ha sido exagerada.

Si bien la devaluación favoreció la sustitución de importaciones, elevó las exportaciones de origen industrial de sus bajísimos niveles históricos, y redujo los salarios reales, tanto la penetración comercial en mercados externos, el incremento en volúmenes exportados y el dinamismo de sectores transables fue similar o inferior al de países vecinos comparables.

En cambio, la pesificación sí tuvo un efecto decisivo en la recuperación y el posterior crecimiento: su contribución a la dilución de deuda y transferencia de ingresos, típica toda devaluación «exitosa».

La matemática es simple. Imaginemos una empresa argentina que, a finales de 2001, debía 1 millón de dólares al banco (que a su vez debía 1 millón de dólares a sus depositantes). Seis meses más tarde, con los pasivos domésticos

«pesificados» (convertidos a la moneda local al uno a uno de la caja de conversión) y el tipo de cambio en cuatro pesos por dólar, el deudor vio su deuda en dólares reducida un cuarto. La dilución de deuda resultante, en un contexto de salarios deprimidos y precios de servicios públicos administrados, jugó un papel crucial en la recuperación de una Argentina sin crédito.

Por otra parte, las empresas argentinas pueden haber estado cortas en dólares al momento de la crisis, pero sus dueños estaban en su mayoría largos, debido a la sistemática fuga de capitales (acelerada en los meses previos a la devaluación) que derivó en un considerable (y mayormente anónimo) stock de activos extranjeros.

No fue la demanda externa sino la rentabilidad extraordinaria de las empresas y el efecto riqueza de la devaluación sobre los ahorristas offshorizados lo que explica el rápido repunte de la inversión en maquinaria y equipos y de la construcción, los motores de la reactivación, y los únicos rubros de la demanda agregada que incrementaron marcadamente su participación. Si la transferencia de riqueza hacia el sector corporativo y las familias ricas (es decir, hacia los que tienen una mayor propensión a ahorrar e invertir) suele ser un patrón de las devaluaciones «exitosas», en el caso argentino la combinación de una fuerte devaluación con la «pesificación» de jure de los pasivos domésticos sin duda potenció este mecanismo y su efecto propulsor.

¿Qué nos dice esto sobre una eventual salida del euro? Con la cautela que imponen las comparaciones imperfectas, la experiencia argentina parecería indicar que, si bien una nueva moneda depreciada podría mejorar las exportaciones o activar la inversión extranjera, no es de esperar que una devaluación lleve a una recuperación liderada por la demanda externa –sobre todo en el contexto de un estancamiento global al que el desmembramiento de la zona del euro sin duda contribuiría. Pero la conversión de los contratos financieros a la nueva moneda –la única manera de evitar un default tras una devaluación– dejaría a los deudores libre del peso de la deuda y dispuestos a gastar.



¿Quién pagaría el costo de esta transferencia de riqueza? En principio, los acreedores (los depositantes, los tenedores de bonos) que, de no mediar una conversión compulsiva de denominación, verían su riqueza en pesetas multiplicarse con la devaluación. Uno estaría tentado a afirmar que, en tal caso, manteniendo los contratos financieros en euros, se le ofrecería a los acreedores una ganancia extraordinaria e inmerecida a expensas del resto –aunque las consideraciones de equidad de una pesificación son demasiado complejas para ser tratadas en unas pocas líneas.¹⁹ En todo caso, el hecho de que la contracara de la transferencia de riqueza sea la pérdida de una ganancia extraordinaria pero contingente (es decir, una que sólo se realizaría con una devaluación) contribuiría a limitar la protesta social de los perdedores de la pesetización.

5. CONCLUSIONES

El presente trabajo no pretende hacer recomendaciones en una u otra dirección, sino ofrecer material para un debate de naturaleza tanto política como económica sobre el destino de la unión monetaria en países europeos asolados por la recesión y el stress financiero. Es sólo con este criterio, y con el fin de discutir sus posibles implicaciones, que el trabajo especula con escenarios de modificación del régimen cambiario.

Naturalmente, una devaluación tendría implicaciones técnicas y sociales que no se han mencionado en el trabajo por cuestiones de espacio. En todo caso, la conclusión es clara: una salida del euro sólo puede ser contemplada como una solución de último recurso, en ausencia de una unión fiscal con riesgo soberano solidario y gestión centralizada del crédito público, que en principio sería el camino natural para fortalecer al debilitado euro.

Excluyendo esta posibilidad, ¿cómo se compara un default con una salida del euro con pesetiza-

ción? Como se señaló, una devaluación sin default es difícil de concebir. Pero, ¿es posible un default sin devaluación? ¿Puede subsistir el euro cuando los activos denominados exhiben riesgos tan diferenciados? ¿Es necesaria una devaluación para resolver el problema de flujos: los déficits gemelos detrás de la dinámica explosiva de la deuda?

Si bien la falta de precedentes inhibe de dar respuestas taxativas a estos interrogantes, la discusión previa permite extraer algunas conclusiones preliminares.

Primero, la deseurización, en cualquiera de sus variantes, no es sustituto de una reestructuración de los pasivos en euros; en el mejor de los casos, la conversión compulsiva a la nueva moneda devaluada ofrece una variante de la reestructuración potencialmente menos ardua, aunque no por esto menos controversial.

Segundo, la salida del euro acompañada de una devaluación presentaría riesgos y costos considerables: corrida bancaria, reprogramación de depósitos, control de capitales, litigiosidad e iliquidez transitoria, todos efectos recesivos que probablemente dominen el impacto expansivo propio del uso del tipo de cambio de manera contra cíclica. Por esto, los argumentos a favor de una devaluación «expansiva» no son contundentes, al menos en el mediano plazo mientras se recompone el desarreglo financiero asociado al cambio de régimen.

Tercero, como sugiere la experiencia argentina, el principal efecto expansivo radica en el impacto de la devaluación en la riqueza y la rentabilidad de empresas y estratos sociales altos, de acuerdo a un mecanismo de redistribución de riqueza que favorece a aquellos con mayor propensión al ahorro y la inversión.

Así, si bien es poco probable que una salida del euro, per se, reinicie el crecimiento de la Europa periférica, la conversión de deudas eurizadas a una nueva moneda nacional depreciada puede ser un camino poco ortodoxa pero efectivo para salir del estancamiento. Al final de cuentas, la recuperación no se trata tanto de fortalecer la demanda externa como de eliminar de cuajo la razón detrás de la recesión: la deuda. La salida del euro puede ser un recurso de última instancia en esa dirección.

¹⁹ Spector (2009) presenta una discusión minuciosa de este punto. Vale hacer notar que parte del costo probablemente sería absorbido por el estado.

