

## **CRISIS FINANCIERAS INTERNACIONALES**

*¿Qué rol le corresponde al gobierno?*

DANIEL ARTANA Y JAMES A. DORN  
(Compiladores)

# **CRISIS FINANCIERAS INTERNACIONALES**

**¿Qué rol le corresponde  
al gobierno?**

PRÓLOGO DE  
RICARDO LÓPEZ MURPHY



FUNDACION DE  
INVESTIGACIONES  
ECONOMICAS  
LATINOAMERICANAS

Publicación original: The Cato Journal, volumen 23, número 1  
Título: *International Financial Crises: What Role for Government?*  
© 2003, The Cato Institute

Crisis financieras internacionales : ¿qué rol le corresponde al gobierno? / compilado por Daniel Artana y James A. Dorn. - 1<sup>a</sup>. ed.- Buenos Aires : Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas, 2004.

176 p. ; 23x16 cm.

ISBN 987-9329-18-X

1. Finanzas Internacionales I. Artana, Daniel, comp. II. Dorn, James A., comp.

CDD 330.042

Impreso en la Argentina  
Hecho el depósito que marca la ley 11.723

© 2004, de esta edición y de la traducción al castellano,  
Cato Institute y Fundación de Investigaciones  
Económicas Latinoamericanas  
Córdoba 637, 4º piso  
Buenos Aires, Argentina  
Tel.: 4314-1990/7178

ISBN: 987-9329-18-X

Derechos reservados  
Prohibida su reproducción total o parcial

## CAPÍTULO 4

# *El hombre de paja argentino: respuesta a los críticos de la caja de conversión*

STEVE H. HANKE\*

*Es evidente, por un lado, que gran parte de los mejores trabajos sobre el Dinero son coyunturales. Fueron provocados por episodios particulares, por experiencias particulares de la época de sus autores.*

Sir John Hicks (1967: 156)

Sin duda, Sir John Hicks estaría de acuerdo en que las experiencias particulares también dan lugar a trabajos errados sobre el Dinero. La reciente crisis de la Argentina es un ejemplo. Ha producido una infinidad de comentarios sobre regímenes alternativos de tipo de cambio. La mayor parte de esos escritos (dirigidos tanto a lectores académicos como al público en general) contienen errores analíticos elementales y objetivos.<sup>1</sup> Los errores más notorios y repetidos son los siguientes:

- La Argentina utilizó una caja de conversión desde el 1º de abril de 1991 hasta el 6 de enero de 2002 que impidió que el Banco Central de la República Argentina (BCRA) se sirviera de una política monetaria doméstica.
- El valor de cambio uno a uno del peso con el dólar estaba sobrevaluado y volvió poco competitivas las exportaciones argentinas en los mercados mundiales.

\* Steve H. Hanke es profesor de economía aplicada en la Universidad Johns Hopkins y Senior Fellow del Cato Institute. El autor le agradece a Kurt Schuler por sus comentarios y a Matt Sekerke por su colaboración en la investigación.

1. No todos los trabajos sobre la crisis argentina contienen estos errores notorios. Véanse, por ejemplo, Calvo, Izquierdo y Talvi (2002), Powell (2003) y Schuler (2003). Limitaré las citas a los textos más representativos.

- El rígido sistema de caja de conversión y el peso sobrevaluado causaron la crisis argentina. Una reforma en tres partes que consistiría en devaluar el peso, la “pesificación” de la economía y un tipo de cambio flotante, revigorizaría la economía.
- Reemplazar el peso por el dólar estadounidense –la “dolarización”– fue y es una alternativa impracticable.

### *La denominación errónea de caja de conversión*

Para terminar con la hiperinflación, la Argentina inauguró algo similar a un sistema de caja de conversión el 1º de abril de 1991, mediante la modificación de los estatutos del BCRA. Los argentinos llamaron al sistema “convertibilidad”. La convertibilidad mantuvo un tipo de cambio fijo entre el peso y su moneda de anclaje, el dólar estadounidense, en el mercado al contado. Ese anclaje controlaba la inflación: el índice de precios al consumidor a fines de 2001 era más o menos el mismo que en 1994.<sup>2</sup>

El estatuto del BCRA le permitió comportarse más como un banco central que como una caja de conversión en varios aspectos importantes.<sup>3</sup> Una caja de conversión mantiene un mínimo y un máximo de 100 por ciento y 110 por ciento, respectivamente, para la cobertura en divisas de sus pasivos monetarios. Sus activos netos internos son cero o están congelados. Así, una caja de conversión no puede esterilizar las entradas de divisas, compensar las salidas o usar una política monetaria discrecional. El sistema de convertibilidad tenía un piso por debajo de la cobertura de divisas del BCRA, pero no tenía un techo, y los activos netos internos del BCRA no estaban congelados. Por lo tanto, el BCRA podía esterilizar las entradas de divisas y compensar las salidas.

El BCRA utilizó los poderes de banco central de su estatuto con liberalidad. En efecto, durante casi todos los meses de la vigencia del sistema de convertibilidad el BCRA esterilizó o compensó cambios en sus reservas de divisas, y en la mayoría de los meses después de 1994 lo hizo agresivamente. Durante el tiempo de vida del sistema hubo, en promedio, una correlación negativa entre los cambios en activos netos externos e internos en el balance del BCRA, y el 59 por ciento de los cambios en activos extranjeros netos fueron ya sea esterilizados o compensados con cambios en los activos netos

2. Los indicadores económicos y financieros clave para la Argentina de 1989 a 2002 se encuentran en Schuler (2003: cuadro 1).

3. Para una apreciación temprana de las características de banco central del sistema de convertibilidad y los problemas que podrían darse (y que se dieron), véanse Hanke, Jönung y Schuler (1993: 72-76) y Hanke (1991).

internos del BCRA (Hanke 2002a: 210). La compensación fue dramática en 2001. Las divisas cayeron US\$ 12 mil millones en el transcurso del año. Esta declinación fue compensada en un 122 por ciento por medio de aumentos en los activos netos internos del banco.

Las pruebas mencionadas demuestran que, contrariamente a las cavilaciones de la mayoría de los observadores, el BCRA, con la convertibilidad, mantuvo un considerable poder, especialmente después de 1994. En ese período, la posición de los activos netos internos del BCRA era alrededor de seis veces más volátil que la del Banco Central de Chile, que claramente tiene una política monetaria independiente y un tipo de cambio flotante desde 1999.

Durante la convertibilidad, el BCRA retuvo poderes de banco central adicionales, ofreciendo facilidades de prestamista-de-última-instancia, modificando los requisitos de reserva y regulando el sector bancario. Durante el tiempo de vida del sistema, el BCRA emitió 1.588 nuevos reglamentos mediante sus circulares Serie A, una proporción realmente sorprendente de intervención en el sistema bancario.

Los problemas que desencadenó el Banco Central se vieron exacerbados por el zar de la economía, Domingo Cavallo. Sus políticas hicieron que la convertibilidad perdiera la poca similitud que tenía con un sistema de caja de conversión. Con su nombramiento el 20 de marzo de 2001, la prima de riesgo del peso –medida por la diferencia entre las tasas de préstamo interbancario en pesos por 30 días y dólares estadounidenses– saltó 50 puntos básicos y subió a la par que las medidas que afectaban la confianza, y que fueron el sello de su permanencia en el cargo (Hanke, 2002a: 210-212). Los significativos saltos hacia arriba en la prima de riesgo del peso empezaron el 25 de abril de 2001, cuando Cavallo comenzó su ataque a la convertibilidad. Después de obligar a Pedro Pou a renunciar a la presidencia del BCRA, con un pretexto, Cavallo instituyó canjes de deuda forzados (confiscaciones de propiedad), tipos múltiples de cambio, nueva legislación para cambiar el anclaje del peso al dólar por una canasta de euro-dólar, y la prohibición de la convertibilidad interna. La prima de riesgo alto reflejó igualmente los estribillos constantes de Cavallo sobre las bondades de un tipo de cambio flotante. La resultante suba de las tasas de interés puso la dinámica de la deuda de la Argentina por encima del límite, lo que culminó en el default de la deuda soberana el 23 de diciembre de 2001.

El hecho de que la Argentina no tuviera una caja de conversión ortodoxa, con todos los elementos que la definen, no impidió que los críticos, mientras analizaban minuciosamente la crisis, levantaran un dedo acusador hacia los sistemas de caja de conversión. Incluso, algunos llegaron a decir que la Argentina tenía una “caja de conversión” pura (Eichengreen, 2002: 212). Paul Krugman (2001a), en especial, se lamentó: “Debido a que la caja de conversión no permite ninguna flexibilidad en política monetaria, los diseñadores

de políticas no pueden responder, al estilo Greenspan, abriendo las canillas monetarias”.

Si los críticos de la caja de conversión se hubiesen molestado en leer el estatuto del BCRA, en examinar su balance y revisar la cantidad de regulaciones que salían de las lapiceras de los banqueros centrales, habrían llegado a la conclusión de que la ley de convertibilidad no creó una verdadera caja de conversión. En su lugar, lo que realmente tenía la Argentina era un Banco Central con un tipo de cambio fijo y una política monetaria doméstica que se distinguía por la característica única de la convertibilidad de pesos en dólares a solicitud. Y del mismo modo que la mayoría de los bancos centrales que emplean un tipo de cambio fijo, el sistema argentino se mostró vulnerable a los conflictos entre el punto de apoyo fijo (la política de tipo de cambio) y la política monetaria doméstica (Hanke, 1998). Una revisión apropiada del sistema de convertibilidad habría llevado a un observador informado y objetivo a la conclusión de que las reglas del juego incluidas en el estatuto del BCRA eran defectuosas y que los groseros pasos en falso de las autoridades llevaron a la desaparición eventual del sistema.

Vale la pena señalar que, en 1932, F. A. Hayek llegó a la conclusión de que los críticos del patrón oro también atacaron a un hombre de paja:

Mucho se ha hablado de la caída del patrón oro, especialmente en Gran Bretaña, donde, para el asombro de todos los observadores extranjeros, el abandono del patrón oro fue ampliamente recibido como la liberación de un fastidioso impedimento. Sin embargo, apenas puede dudarse de que los nuevos problemas monetarios en casi todo el mundo nada tienen que ver con las tendencias inherentes al patrón oro, sino que, por el contrario, surgen de los intentos continuos y persistentes durante varios años para impedir el funcionamiento del patrón oro cada vez que aparecían tendencias no deseadas por el país en cuestión. Por eso, no fueron de ningún modo los países económicamente fuertes como Estados Unidos y Francia los que volvieron inoperante el patrón oro con sus medidas, como se cree con frecuencia, sino los países en posiciones relativamente débiles, a la cabeza de los cuales estaba Gran Bretaña, la que finalmente pagó con el derrumbe de su patrón oro sus transgresiones a las “reglas del juego”.

El hecho de que los manejos normalmente conservadores del Banco Central se desviaran de un modo relativamente despreocupado de las normas tradicionales de la política monetaria puede atribuirse a la influencia de las nuevas ideas sobre política monetaria, difundidas por la cofradía académica, que alcanzaron gran circulación durante los años de posguerra (Hayek, 1999: 153).

Hayek recalcó que con el clásico patrón oro, como también con la caja de conversión, la oferta monetaria debería variar en una correspondencia de uno a uno con los cambios en las reservas netas de la autoridad monetaria. Así como la esterilización de entradas de divisas o la compensación de salidas

eran un anatema para Hayek, también lo son para los defensores de la caja de conversión.

### *La patraña de la sobrevaluación*

Los críticos de la caja de conversión afirman que la relación de uno a uno con el dólar durante la convertibilidad llevó a la sobrevaluación del peso e hizo poco competitivas las exportaciones argentinas, lo que contribuyó al malestar económico general. Krugman (2000), por ejemplo, declaró: “Los productores argentinos perdieron competitividad de precios en los mercados mundiales”. Martín Feldstein (2002) estuvo de acuerdo: “Debido a que el tipo de cambio fue fijado a un nivel muy alto, la Argentina exportó muy poco e importó demasiado”. Thomas Willett (2002: 52) también concluyó que el peso sobrevaluado y “la incapacidad de los productores de competir dentro y fuera del país” intensificó la recesión argentina.

¿Resisten el análisis estas versiones? Las exportaciones de la Argentina aumentaron cada año –los doce meses– durante la convertibilidad, excepto en 1999, cuando Brasil, su socio comercial más importante, sufrió una crisis monetaria. Incluso durante los primeros once meses de 2001, las exportaciones habían aumentado el 3,2 por ciento con respecto al mismo período de 2000 (Liskey, 2001). La performance de las exportaciones argentinas era relativamente fuerte, y superó el simple 0,9 por ciento de aumento en el comercio mundial. De hecho, el sector de exportación era, en ese momento, uno de los pocos puntos luminosos de la economía argentina. Si el resto de la economía hubiese crecido tan rápidamente como el sector de exportación durante 2000 y 2001, la Argentina no habría experimentado una recesión.

En sus intentos por demostrar la sobrevaluación del peso, algunos observadores afirmaron (basándose en la tarifa de los taxis desde el aeropuerto u otras impresiones casuales) que los precios eran altos en Buenos Aires, y que los precios altos eran la prueba de que el peso estaba sobrevaluado de manera significativa con respecto al dólar. Una encuesta de precios de la Unión de Bancos de Suiza llevada a cabo en 58 de las mayores ciudades del mundo reveló que por una canasta ponderada de 111 bienes y servicios –que incluía tres categorías de alquiler de vivienda– Buenos Aires ocupaba el lugar 22, casi al medio, entre la ciudad más cara, Tokio, y la menos cara, Bombay. La encuesta también reveló que las tarifas de taxi que eran tan caras en Buenos Aires costaban 8 por ciento menos que en Río de Janeiro (Union Bank of Switzerland, 2000: 6, 19).

También hay otros indicadores que contradicen la versión del peso sobrevaluado. Por ejemplo, el Índice Big Mac de *The Economist* indica que el peso, antes de su devaluación, estaba subvaluado en un 2 por ciento. Pese a que el

Índice Big Mac, así como estimaciones más sofisticadas del tipo de cambio de equilibrio deben ser tratadas con escepticismo, un estudio reciente que usa datos de 1993 a 1999 indica que el peso siempre estuvo dentro del 6 por ciento de su llamado tipo de cambio real de equilibrio fundamental (Hristov, 2001).

Para determinar si las afirmaciones sobre la sobrevaluación del peso antes del abandono de la convertibilidad eran justificadas, calculé un tipo de cambio de equilibrio para el peso sobre la base de los movimientos relativos de precios en la Argentina y los Estados Unidos. En primer lugar, volví a centrar los índices de precios al productor de modo que el número índice para abril de 1991 (el comienzo de la convertibilidad) fuera de 100 por cada índice.<sup>4</sup> La relación de los números índice multiplicada por el tipo de cambio del período de base (1, en este caso) da el tipo de cambio de equilibrio para cualquier fecha subsiguiente. Luego resté el tipo de cambio real (1, en todos los casos) de la predicción del tipo de cambio de equilibrio para obtener la desviación hipotética de su tipo de cambio de equilibrio.

Utilicé entonces el mismo método para computar un tipo de cambio de equilibrio sobre la base de los índices de precio al consumidor en ambas economías.<sup>5</sup> Los resultados de los índices de precios al consumidor dan una versión muy diferente de la de los índices de precios al productor. Pero utilizar los índices de precios al consumidor para el cálculo del tipo de cambio de equilibrio es un error analítico serio. Puesto que el arbitraje internacional es responsable de alinear un tipo de cambio con su nivel de paridad de poder de compra, los precios pertinentes que se deben considerar en un cálculo de tipo de cambio de equilibrio son los precios de los bienes comercializables. Los índices de precios al consumidor incluyen varios bienes no comercializables que no están bajo el control del arbitraje, mientras que los bienes comercializables generalmente dan cuenta de la mayor parte de los precios al productor condensada en un índice. Por consiguiente, las predicciones hechas con los índices de precios al productor reflejan de modo más aproximado el tipo de cambio de equilibrio. Los resultados de mis cálculos se detallan en la figura 1. Queda claro que, al utilizar los índices de precios al productor, no se justifica la versión del peso sobrevaluado.

4. El índice de precios al productor argentino fue elaborado por el Ministerio de Economía; el índice de precios al productor de los Estados Unidos fue elaborado por el Departamento de Estadísticas Laborales (Bureau of Labor Statistics) (índice de todos los bienes manufacturados).

5. El índice de precios al consumidor argentino fue elaborado por el Ministerio de Economía; el índice de precios del consumidor de los Estados Unidos fue elaborado por el Departamento de Estadísticas Laborales (Bureau of Labor Statistics) (CPIU, siglas en inglés; todos los consumidores urbanos, todos los ítem).

*Figura 1. Porcentaje de la sobre/subvaluación del peso argentino, durante la convertibilidad*



### *Los devaluacionistas*

Después de difundir las noticias del incendio, la brigada del balde deva- lucionista salió a apagar las llamas. Para ellos, la devaluación del peso, la pesificación de la economía y un tipo de cambio flotante evitarían el desastre.

Ricardo Hausmann (2001) tomó la delantera y defendió “primero la desdolarización de la deuda exterior, del sistema financiero y del entorno contractual interno; segundo, un tipo de cambio fijo por objetivos estrictos de inflación”. Michael Mussa (2001) y Paul Krugman (2001b) coincidieron. Y aunque Martín Feldstein (1999) alguna vez señaló que la Argentina se había “mantenido competitiva porque sus productores nacionales habían bajado los costos de los bienes argentinos incrementando la productividad”, ahora decía: “La única manera de evitar estos problemas [de competitividad] es un tipo de cambio flotante determinado por el mercado” (Feldstein, 2002).

Huelga decir que el agua de la brigada del balde no era agua sino nafta. El Presidente Duhalde decidió abandonar el sistema de convertibilidad por decreto el 6 de enero de 2002, “pesificar” la economía y los balances bancarios asimétricamente, y flotar el peso, el 12 de enero de 2002. Es importante destacar que la devaluación de Duhalde fue más que una devaluación ordinaria porque

violó la garantía de cambio de la ley de convertibilidad –la obligación legal del gobierno de redimir un peso por un dólar. A pesar de que los tribunales argentinos dictaminaron después, en septiembre de 2002, que la pesificación de la economía y la devaluación eran ilegales, la confiscación de la propiedad de los poseedores de pesos (es decir, las reservas en dólares del Banco Central de US\$ 17,8 mil millones) ocurrió en enero de 2002 (Hanke, 2003).

La devaluación llevó, en efecto, la cuenta comercial de la Argentina al superávit –encarecer tres veces las importaciones logra eso–. Las exportaciones cayeron, en términos del dólar, el 4,5 por ciento de 2001 a 2002, mientras que las importaciones implosionaron, y se contrajeron el 55,7 por ciento en el mismo período.

Antes de la suspensión de la convertibilidad interna (el corralito) y la pesificación asimétrica de los balances bancarios, el sistema bancario argentino era sólido. La importante propiedad extranjera, las regulaciones que requerían un alto nivel de capital, y la acción expedita para cerrar bancos insolventes hicieron el sistema bancario mucho más fuerte de lo que era cuando sobrevino la crisis del tequila en 1995, convirtiéndolo en uno de los más saludables de América latina (Powell, 2003: 16, n. 24). La administración Duhalde, sin embargo, revirtió todo eso cuando decretó la pesificación asimétrica de los balances bancarios. Conforme los términos de la pesificación, fueron incautadas las reservas en dólares de los bancos y convertidas en pesos al cambio de 1,4 pesos por dólar. Los préstamos bancarios en dólares fueron convertidos en pesos a un peso por dólar por medio de una maniobra populista dirigida a reducir el costo del servicio de la deuda personal del consumidor. Por último, los depósitos bancarios en dólares fueron reconvertidos en dólares al cambio de 1,4 pesos por dólar. Imposibilitados de retirar sus depósitos, los argentinos veían cómo fluctuaban las pérdidas en sus depósitos con cada nuevo decreto y propuesta para rescatar a los bancos y a los depositantes. El impacto de esas medidas en el sector bancario fue inmenso. Las pérdidas imprevistas causadas por las medidas inmediatamente después de su implementación excedieron el capital del sistema bancario consolidado.

La confiscación de la propiedad privada y el colapso del sistema bancario (y la resultante restricción pronunciada del crédito) diezmaron la economía. De hecho, la producción industrial cayó el 10,6 por ciento durante 2002 y la confianza del consumidor alcanzó una baja histórica (su punto más bajo). Y no ha terminado todavía. Con la finalidad de promover su compromiso estratégico con América latina, dejado de lado con frecuencia, la administración de Bush exhortó al FMI a rescatar a la Argentina en enero de 2003. El FMI accedió y refinanció US\$ 6 mil millones de deuda argentina.

Haciendo la vista gorda al robo del gobierno de Duhalde y al colapso total de la economía argentina, que ha arrojado a millones a la pobreza más abyecta, la administración de Bush echó por la borda el principio del derecho de

propiedad –un principio cuya importancia quedó claramente establecido en el Informe Anual del Consejo de Asesores Económicos (*Annual Report of the Council of Economic Advisers*) de 2003. El capítulo 6, “Una agenda en favor del crecimiento para la economía global”, dice: “Las instituciones que protegen los derechos de propiedad son fundamentales para el crecimiento económico” (Council of Economic Advisers, 2003: 237). Además, manifiesta que los países que no hacen cumplir la ley y los contratos privados no podrán calificar para la ayuda bilateral de los Estados Unidos a través de la nueva Cuenta del Desafío del Milenio (*Millenium Challenge Account*) del Presidente.

La economía argentina ha empezado a mostrar signos superficiales de recuperación, pero esos beneficios a corto plazo se han logrado a expensas del crecimiento futuro. Las políticas neopopulistas han promovido el consumo del capital existente. En 2002, la depreciación del capital excedió la inversión en un 6,5 por ciento del PBI, y se espera que este año ocurra lo mismo en un 4,5 por ciento por lo menos. Aunque el consumo de capital pueda producir un alivio temporal, presagia un colapso futuro de enorme alcance.

### *El argumento a favor de la dolarización*

El argumento a favor de la dolarización –la liquidación del Banco Central y el reemplazo del peso por el dólar– hoy es más fuerte que nunca. La dolarización, combinada con la actividad bancaria *off-shore*, podría infundirle a la Argentina la confianza que necesita con desesperación. La Argentina nunca tuvo una moneda estable emitida por el Banco Central (Della Paolera y Taylor, 2001). Desde que se fundó el Banco Central en 1935, el peso se ha devaluado en relación con el dólar por un factor de cerca de 9.000.000.000.000. Es comprensible que los argentinos no confíen en el peso. De hecho, los argentinos siguen dolarizando la economía de modo espontáneo e informal a elevado ritmo. En 2001, los billetes que circularon en la Argentina alcanzaron un total US\$ 28 mil millones y en 2002 el total ascendió a US\$ 35 mil millones. Este incremento de US\$ 7 mil millones excedió el valor en dólares de la base monetaria del nuevo peso emitida en el mismo intervalo. Para eliminar la posibilidad de más travesuras monetarias y restablecer la confianza, habría que liquidar el Banco Central, derogar su poder para emitir moneda y permitirles a los bancos privados argentinos que emitan billetes denominados en dólares (Hanke, 2003).

Sin embargo, los críticos han desecharado la dolarización como alternativa viable. Willett (2002: 59) observa que el “debate sobre la dolarización se parecía a una discusión sobre diferentes tipos de cirugía plástica mientras la víctima desfigurada del accidente se desangraba”. Cuando le preguntaron a Anne Krueger del FMI, en una rueda de prensa el 11 de enero de 2002, sobre la opción de la dolarización para la Argentina, respondió: “Bueno, tengo en-

tendido que en este momento [la dolarización] no es factible técnicamente. Así es que no creo que las autoridades la tengan en cuenta; no creo que nosotros la tengamos en cuenta” (Krueger, 2002). El FMI aplastó la posibilidad de dolarización con su fuerza burocrática y convirtió en una farsa su política declarada de fomentar la autonomía local de las políticas económicas.

Sin embargo, los hechos no confirman la posición del FMI. El 10 de enero de 2002, el Banco Central tenía reservas “puras” en divisas por valor de US\$ 14,75 mil millones y 3,93 mil millones de pesos en sobregiros y redescuentos a bancos que fueron totalmente colateralizados por valores comercializados públicamente valuados al valor de mercado. A no ser que el Banco Central esté “cocinando” los libros –o que el FMI sepa algo que nosotros no sabemos–, esas dos categorías de activos habrían sido más que suficientes para cubrir los 17,92 mil millones en pasivos pendientes en pesos, al tipo de cambio de un peso-un dólar, lo cual convierte la dolarización en una opción factible (Hanke, 2002b, 2002c).

### *Conclusión*

La crisis argentina no se debió al fracaso de una caja de conversión, sino a su ausencia. Los críticos de la caja de conversión atacaron al hombre de paja. Lo que la Argentina necesita es moneda estable y gobierno limitado; se pueden alcanzar esas metas a través de la dolarización y la banca libre, la protección de los derechos de propiedad y la responsabilidad fiscal.

---

### REFERENCIAS

- Calvo, G.; Izquierdo, A. y Talvi, E. (2002): “Sudden Stops, the Real Exchange Rates and Fiscal Sustainability: Argentina’s Lessons”, Inter-American Development Bank, 11 de marzo ([www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubS-146.pdf](http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubS-146.pdf)).
- Council of Economic Advisers (2003): “The Annual Report of the Council of Economic Advisers”, en *Economic Report of the President*, Washington: Government Printing Office.
- Della Paolera, C. y Taylor, A. M. (2001): *Straining at the Anchor: The Argentine Currency Board and the Search for Macroeconomic Stability. 1880-1935*, Chicago, University of Chicago Press y NBER.
- Eichengreen, B. (2002): *Financial Crises and What to Do About Them*, Nueva York, Oxford University Press.
- Feldstein, M. (1999): “A Self-Help Guide for Emerging Markets”, en *Foreign Affairs* 78 (marzo-abril): 93-109.
- (2002): “Argentina’s Fall”, en *Foreign Affairs* 81 (marzo/abril): 8-14.
- Hanke, S. (1991): “Argentina Should Abolish its Central Bank”, en *Wall Street Journal*, 25 de octubre.

- \_\_\_\_\_. (1998): "How to Establish Monetary Stability in Asia", en *Cato Journal* 17 (3) (invierno): 295-301.
- \_\_\_\_\_. (2002a): "On Dollarization and Currency Boards: Error and Deception", en *Journal of Policy Reform* 5 (4): 203-222.
- \_\_\_\_\_. (2002b): "Questions the IMF is Obliged to Answer", en *Financial Times*, 17 de enero.
- \_\_\_\_\_. (2002c): "Questions Remain Unanswered", en *Financial Times*, 6 de febrero.
- \_\_\_\_\_. (2003): "A Dollarization/Free-Banking Blueprint for Argentina", en J. Dean, D. Salvatore, y T. Willett (eds.), *The Dollarization Debate*, 387-400, Nueva York, Oxford University Press.
- Hanke, S. H.; Jonung, L. y Schuler, K. (1993): *Russian Currency and Finance*, Londres, Routledge.
- Hausmann, K. (2001): "A Way Out for Argentina", en *Financial Times*, 30 de octubre: 23.
- Hayek, F. A. ([1932] 1999): "The Fate of the Gold Standard", en S. Kresge (ed.), *The Collected Works of F. A. Hayek*, vol. 5: *Good Money Part I: The New World*, 153-168, Chicago, University of Chicago Press.
- \_\_\_\_\_. ([1932] 1984): "Capital Consumption", en R. McCloskey (ed.), *Money, Capital and Fluctuations: Early Essays*, 136-158, Chicago, University of Chicago Press.
- Hicks, J. R. (1967): *Critical Essays in Monetary Theory*, Nueva York, Clarendon Press.
- Hristov, K. (2001): "FEER and Currency Boards: Evidence from the '90s", trabajo presentado en el Centre for Central Banking Studies (Bank of England) Conference on Exchange Rates, 26 de noviembre, versión revisada (enero de 2003) que puede obtenerse del autor en el Banco de la Nación de Bulgaria.
- Krueger, A. (2002): "Transcript of a Press Briefing (Teleconference) on Argentina", Washington, International Monetary Fund (11 de enero) ([www.imf.org/external/np/tr/2002/tr/020111.htm](http://www.imf.org/external/np/tr/2002/tr/020111.htm)).
- Krugman, P. (2000): "The Shadow of Debt", en *New York Times*, 22 de Noviembre: 27.
- \_\_\_\_\_. (2001a): "A Latin Tragedy", en *New York Times*, 15 de julio: 15.
- \_\_\_\_\_. (2001b): "A Cross of Dollars", en *New York Times*, 7 de noviembre: 23.
- Liskey, T. D. (2001): "Argentina Final Oct. Trade Surplus \$ 605M vs. \$ 587M Prelim.", Dow Jones News Service newswire, 7 de diciembre.
- Mondino, G. (2003): "The Cost of a Neo-Populist Experiment", en *Latin Finance*, abril-mayo: 43-44.
- Mussa, M. (2001): "Fantasy in Argentina", en *Financial Times*, 12 de noviembre: 23.
- Powell, A. (2003): "The Argentine Crisis; Bad Luck. Bad Management. Bad Politics. Bad Advice", en S. M. Collins y D. Rodrik (eds.), *Brookings Trade Forum 2002*, 1-59. Washington, Brookings Institution.
- Schuler, K. (2003): "Argentina's Economic Crisis: Causes and Cures", Staff Report. Office of the Vice Chairman. Joint Economic Committee, U. S. Congress ([www.house.gov/jec](http://www.house.gov/jec)).
- Union Bank of Switzerland (2000): "Prices and Earnings Around the Globe: An International Comparison of Purchasing Power", Zurich, Union Bank of Switzerland.
- Willett, T. (2002): "Crying for Argentina", en *Milken Institute Review*, segundo trimestre: 50-59.