

*La propuesta de convertibilidad
de la cuenta de capital de Brasil
y la experiencia argentina*

ANDRÉ MOREIRA CUNHA
ANDRÉS FERRARI
FERNANDO FERRARI FILHO*

INTRODUCCIÓN

En los últimos años, Pérsio Arida (2003a y 2003b) y Arida, Bacha y Lara-Resende (2004) han defendido la propuesta de adoptar una convertibilidad plena de la moneda brasileña, el real, que permitiría que se reduzcan las tasas de interés en dólares en títulos de largo plazo en el exterior. Consecuentemente, también se obtendrían menores tasas de interés en reales, lo que implicaría fortalecer las tres bases de la actual política económica brasileña: un importante superávit fiscal primario, tasas de interés determinadas por la meta inflacionaria y un tipo de cambio fluctuante.

Manuscrito recibido en septiembre de 2005; aceptado en marzo de 2006.

* Profesor del Departamento de Economía en la Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS) e investigador del Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq) <amcunha@hotmail.com>; estudiante de Doctorado en Economía en la UFRGS y becario del CNPq <andres@ppge1.ppge.ufrgs.br>; profesor titular del Departamento de Economía en la UFRGS e investigador del CNPq <ferrari@ppge1.ppge.ufrgs.br>, respectivamente. Los autores agradecen los valiosos comentarios de dos dictaminadores anónimos.

Este debate tiene especial importancia debido a que Brasil y otras economías en desarrollo han experimentado, en los últimos años, un proceso de intensa apertura comercial y financiera, cuyos resultados están lejos de presentar un cuadro animador. Como muestran los estudios más recientes sobre los efectos de la apertura financiera en los países en desarrollo, no es posible establecer un vínculo causal robusto entre la liberalización de los mercados financieros y el crecimiento económico, o incluso entre aquella y la estabilidad macroeconómica (Edison *et al.*, 2002; Prasad *et al.*, 2003). Esta perspectiva cautelosa que surge tanto de estudios académicos como de instituciones que promovían la liberalización, recomendaría un mayor cuidado con la implementación de nuevas medidas que profundizaran la apertura financiera. En el caso brasileño, en particular, este proceso avanzó considerablemente en la década de los noventa (Freitas y Prates, 2001) y, recientemente, una serie de nuevas medidas fueron adoptadas por el Banco Central de Brasil (BCB) con el objetivo de otorgar mayor libertad para que los poseedores de riqueza puedan convertir sus activos en divisas. En este sentido, el debate propuesto por Arida, Bacha y Lara Resende coincidió con lo contenido, al menos parcialmente, en algunas normas que dispusiera recientemente el BCB, lo que aumenta la relevancia de analizar sus presupuestos teóricos e históricos.

El presente artículo tiene como objetivo efectuar un análisis de los argumentos respecto a la propuesta de convertibilidad plena de la cuenta de capital en Brasil, concentrándose, básicamente, en los argumentos presentados por Arida (2003a y 2003b) y Arida, Bacha y Lara-Resende (2004). Se tomará como base de comparación la experiencia del Plan de Convertibilidad de Argentina en los años noventa. Es importante aclarar que el término “convertibilidad” fue utilizado en el caso argentino para expresar la estrategia de estabilización monetaria con base en la adopción de un régimen de *Currency Board*. En esta estrategia estaba implícita la liberalización de la cuenta de capital y la posibilidad de que los agentes domésticos y extranjeros poseyeran activos y pasivos denominados en moneda extranjera (usualmente el dólar norteamericano, o simplemente dólar), tanto como saldar contratos internamente en dólares. El reciente debate brasileño aquí

considerado no contempla la introducción de un régimen de *Currency Board*. La convertibilidad plena del real, propuesta por Arida, Bacha y Lara-Resende, presupone que el arreglo óptimo de política macroeconómica para Brasil es el mantenimiento del esquema triple de tipo de cambio flexible, metas de inflación y superávit fiscal. En lugar de trabajar con un ancla cambiaria, se opta por un sistema de metas de inflación para la ejecución de la política monetaria y la coordinación de las expectativas inflacionarias.

Nuestra hipótesis central es que, en los marcos actuales de las finanzas globalizadas y desreguladas, la adopción de la convertibilidad plena del real implica un riesgo no despreciable de ampliación en el grado de inestabilidad de la economía brasileña. Desde una perspectiva vinculada a la tradición keynesiana,¹ argumentamos contra el énfasis de Arida (2003a y 2003b) que los cambios respecto del *status* legal de la moneda brasileña puedan ser, *per se*, capaces de alterar la percepción de los poseedores de riqueza sobre la calidad intrínseca del real y, por tanto, sobre su liquidez relativa frente a las principales divisas de mayor aceptación en los mercados financieros internacionales, como el dólar o el euro. Para sostener nuestra posición, efectuamos un análisis crítico de los fundamentos de la propuesta de Arida y rescatamos la experiencia histórica reciente de Argentina, en donde la apuesta a la liberalización financiera y a las reformas pro-mercado garantizaron, por muchos años, el apoyo cuasi unánime del *establishment* oficial, académico y del mercado.²

Sin embargo, en pocos años Argentina pasó de *show-case* de los defensores de las reformas de liberalización en América Latina a la condición de paria de los mercados financieros internacionales. Después de una década de adopción de un régimen de tipo de cambio fijo, de la llamada convertibilidad y de reformas de liberalización, el país sufrió, entre 2001 y 2002, una

¹ En el debate brasileño, la perspectiva keynesiana es sustentada, entre otros, por Bresser-Pereira y Nakano (2003), Carvalho y Sicsú (2004), Oreiro *et al.* (2004) y Ferrari Filho *et al.* (2005). En el presente trabajo procuramos reforzar las principales críticas de estos autores a la propuesta de Arida, incorporando, además, una comparación crítica de la experiencia argentina reciente con el régimen de convertibilidad, actualmente en discusión para ser aplicado en el Brasil.

² Williamson (1995) y Mundell (2000) son algunos ejemplos destacables.

sería crisis financiera que profundizó el cuadro de degradación económica y social que venía manifestándose desde 1999. La euforia de los años de la nueva *plata dulce* dejó como herencia una elevada deuda externa, cuya reestructuración en 2005 parece ser uno de los mayores casos de quita registrados en la historia reciente de las finanzas internacionales. Además, promovió un sensible deterioro social, que se manifestó en un fuerte aumento en el nivel de pobreza, del desempleo y subempleo y de la desigualdad en la distribución de la riqueza.

El artículo está dividido en seis secciones, además de esta breve introducción. En la sección siguiente se presentan los argumentos teóricos, tanto favorables como desfavorables, a la adopción de un régimen de convertibilidad plena de la cuenta de capital para países emergentes. La tercera sección presenta la dinámica de desregulación y apertura de la cuenta de capital de la economía brasileña en los años noventa y expone la experiencia argentina del Plan de Convertibilidad. En la cuarta se presentan los argumentos de Arida, Lara-Resende y Bacha de convertibilidad plena del real. La quinta efectúa una evaluación crítica de la propuesta de la convertibilidad plena del real, con base en los contenidos de los puntos anteriores. Finalmente, la última sección consiste en un sumario de los argumentos principales desarrollados en el artículo.

OPCIONES DE RÉGIMENES CAMBIARIOS PARA PAÍSES EMERGENTES

Flexibilización cambiaria y liberalización de la cuenta de capital: las implicaciones para países emergentes³

Por lo general, el régimen cambiario que usualmente es definido como ideal para países emergentes, según los organismos multilaterales internacionales, es representado por un mercado de capitales con elevado grado de apertura,

³ Nuestros argumentos están organizados a partir del análisis de Davidson (2002) y Eatwell y Taylor (2000).

en el que la movilidad de capitales es absoluta y existe un sistema de tipo de cambio flexible o libre (IMF, 2002).

En este régimen se considera que los activos financieros (títulos) domésticos son sustitutos perfectos de los títulos internacionales. Así, la paridad de la tasa de interés doméstica con la tasa internacional define la eficacia de la política monetaria. Una expansión monetaria reduce la tasa de interés doméstica a niveles inferiores al de la tasa internacional, generando una fuga de capitales con una consecuente desvalorización cambiaria, cuyos efectos positivos sobre la cuenta corriente terminan provocando una expansión de la demanda agregada, lo que hace elevar la tasa de interés doméstica hasta que el equilibrio de la balanza de pagos sea reestablecido. Efectos simétricos se generan con una política monetaria restrictiva.

No obstante, esta dinámica de régimen cambiario se altera cuando no se produce un ajuste instantáneo de la cuenta corriente y las expectativas con respecto al tipo de cambio son inestables. En el caso de que se generen cambios en las expectativas en relación con el comportamiento del tipo de cambio, la determinación de la tasa de interés tiende a incluir la expectativa de desvalorización (valorización) cambiaria –esto es, el llamado cupón cambiario–, dado que los agentes económicos van a exigir una remuneración mayor (menor) frente al riesgo cambiario.

En estas circunstancias, si se supone dada la tasa de interés internacional –considerando que los países emergentes no son capaces de promover alteraciones en esta tasa–, cuando surge una divergencia entre la tasa de interés doméstica y la internacional se produce una entrada (salida) de capitales que ocasiona una valorización (desvalorización) del tipo de cambio, con lo que se elimina la diferencia entre los retornos doméstico e internacional. Este comportamiento introduce un riesgo cambiario que, junto a los movimientos del tipo de cambio, puede mitigar parcialmente la entrada o la salida de capitales, manteniéndose la diferencia en las tasas de interés. Es importante mencionar que este resultado no considera los demás determinantes de los flujos de capitales, ni tampoco considera alguna hipótesis sobre el comportamiento de la balanza de pagos. En otras palabras, en este régimen, la balanza de pagos se encuentra siempre en equilibrio, siendo que el ajuste

en dirección al equilibrio se realiza a través de la tasa de interés o por medio de la fluctuación cambiaria.

Entretanto, cuando se analiza de forma detallada la estructura de la balanza de pagos se observa que el ajuste del tipo de cambio en un régimen flexible, en un contexto de liberalización de la cuenta de capital, impone una serie de restricciones, en especial en los países emergentes. Por un lado, dado que estos países son relativamente pequeños, frente a un diferencial positivo entre la tasa de interés interna y la internacional, que no se explica por las expectativas de desvalorización, el ingreso de recursos resulta demasiado grande; de esta manera, se obliga a adoptar políticas internas de esterilización, que, en un contexto de fuerte valorización de la moneda nacional, tienen efectos perversos sobre la cuenta corriente. Por otro, la apreciación cambiaria generada por la entrada de capitales es usualmente seguida por una fuerte desvalorización, a medida que el propio ciclo de valorización, al deteriorar el saldo en cuenta corriente, genera expectativas cada vez más acentuadas de valorización, y que, muchas veces, sucede juntamente con políticas de elevación de la tasa de interés en los países centrales. De esta forma, se produce un movimiento de salida de capitales hacia el exterior, lo cual genera una fuerte depreciación del tipo de cambio y con ello se confirman las expectativas anteriores.

Los efectos de este tipo de ciclos sobre las economías emergentes son inequívocos. En las fases de entradas masivas de capitales externos y de valorización de la moneda doméstica, el Banco Central (BC) es, muchas veces, obligado a implementar políticas de esterilización, aumentando las reservas por medio de la emisión de deuda pública, para evitar los impactos de estos recursos sobre la base monetaria y el nivel general de precios. Entretanto, las operaciones de esterilización, por un lado, dificultan el propio ajuste de la balanza de pagos, ya que la esterilización impide la reducción de la tasa de interés doméstica en respuesta a la entrada de capitales, con lo cual se mantiene el incentivo a la entrada de capitales de corto plazo. Por otro, las mencionadas operaciones generan un significativo costo fiscal para el país, debido al diferencial entre las tasas de interés que el Tesoro Federal paga sobre los títulos emitidos (tasa de interés doméstica) y las tasas de interés

recibidas por la colocación de las reservas internacionales en el exterior (tasa de interés internacional).

A medida que la entrada de capitales aumenta, crece la tensión entre el deseo de las autoridades monetarias de contener la inflación y mantener un tipo de cambio competitivo y estable. Cuando las señales de *overshooting* aparecen y los inversores están cada vez más atentos a la tensión entre los dos objetivos de la política económica, un cambio en las sensaciones del mercado puede ocurrir, generando una rápida reversión en los flujos de capitales.

Durante la fase de salida de capitales, surge una fuerte presión inflacionaria debido al impacto sobre los precios de la depreciación del tipo de cambio (efecto *pass-through*). Además, la salida de capitales obliga al BC a (re)comprar títulos del mercado –y, de esta manera, a expandir la oferta de moneda–, con lo que se sancionan las presiones inflacionarias.

Este contexto crea un ambiente muy inestable para las economías emergentes, que, después de sufrir las crisis cambiarias, son obligadas a restablecer la credibilidad en sus economías por medio de políticas convencionales, para poder mitigar la crisis en la balanza de pagos y evitar que se profundice el ciclo recesivo (Carstens, 1998, p. 378).

En este sentido, la combinación entre una fuerte integración (o grado de apertura) financiera con el resto del mundo, una gran inestabilidad de financiamiento y un régimen de tipo de cambio flexible hace que el ajuste de la balanza de pagos a través de las modificaciones cambiarias sea particularmente difícil en el caso de los países emergentes.

El argumento convencional respecto a las dificultades enfrentadas por los países emergentes, por lo general, atribuye este comportamiento volátil del financiamiento externo a la adopción de políticas irresponsables (Caramazza y Aziz, 1998). Esta explicación, sin embargo, no considera que la naturaleza del capital que tiende a ingresar en las economías emergentes es especulativa, de corto plazo, cuyo objetivo es obtener ganancias por diferencias de tasas de interés.

La implementación de un régimen cambiario de libre fluctuación y amplia movilidad de capitales, aún apoyada por una política económica responsable o creíble –en el sentido definido por el Consenso de Washington–,

hace a los países emergentes rehenes de los humores y de la lógica de corto plazo de acumulación de estos capitales. El resultado del binomio tipo de cambio libre y movilidad de capitales es que se comportan como factores que desestabilizan y dinamizan las crisis cambiarias en los países emergentes. Siendo así, la inestabilidad del comportamiento de los flujos de capitales para los países emergentes coloca como cuestión central al tipo de régimen cambiario y a la estructura de la liberalización de la cuenta de capital a ser utilizada por estas economías.

Régimen cambiario crawling-peg y control de capitales: una estrategia para los países emergentes

El debate respecto a los regímenes cambiarios⁴ (fluctuación cambiaria *vis-à-vis* cambio administrado) y control de capitales o liberalización plena de la cuenta de capital volvió a ser el centro de atención, principalmente a partir de los desdoblamientos de las crisis cambiarias y financieras de México, 1994-1995; del este asiático, 1997; Rusia, 1998; Brasil, 1998-1999; Argentina, 2001-2002; Brasil, 2002.

Una de las constataciones de este debate es que, en un mundo crecientemente globalizado, en términos de movilidad de capitales, la llamada “trinidad imposible” parece ser cada vez más verdadera: no es posible conciliar perfecta movilidad de capitales con la adopción de un tipo de cambio fijo y una política monetaria independiente. Esta constatación es más que adecuada para los países emergentes, cuyas economías son inherentemente inestables debido a su vulnerabilidad y fragilidad externas y su dependencia con relación a capitales extranjeros.

En este sentido, la necesidad de preservar las autonomías de la política fiscal y, principalmente, monetaria de los países emergentes –dígase de paso, las fundamentales para asegurar trayectorias de crecimiento económico sustentable y desarrollo social armónico–, en el contexto de globalización financiera, ha

⁴ Los aspectos teóricos y normativos de este debate se encuentran en el libro coordinado por Ocampo y Uthoff (2004).

reforzado los puntos de vista de economistas y *policymakers* de que es necesaria la adopción de un régimen cambiario que evite una fluctuación excesiva del tipo de cambio y la implementación de control de capitales.

Respecto al régimen cambiario, la adopción de un tipo de cambio de *crawling-peg* tiene como objetivo hacer que las incertidumbres empresariales con relación a la volatilidad de los contratos futuros de tipo de cambio se resuelvan y, por consiguiente, la demanda efectiva de las economías emergentes, tanto interna como externa, se expanda. La idea consiste en establecer un margen de fluctuación *ex ante* del tipo de cambio de manera que la autoridad monetaria pueda intervenir en el mercado cuando el tipo de cambio se aproxime a los valores extremos, superior e inferior de la banda de fluctuación previamente establecida. En suma, la determinación previa de la fluctuación del tipo de cambio tiene como finalidad influir en las expectativas de los agentes económicos.

Simultáneamente a la implementación de un régimen cambiario *à la crawling-peg*, es necesario implementar mecanismos de control de capitales, en forma preventiva, de la cuenta de capital, utilizando, para ello, un sistema moderno y eficiente de regulación de flujos de capitales (Paula, 2003; Carvalho y Sicsú, 2004). Por lo general, los controles de capitales pueden implementarse de tres maneras: (i) controles administrativos, o sea, restricciones cuantitativas de flujos de capitales, según sus orígenes, duración y destinos; (ii) depósitos compulsivos sobre los flujos de capitales que ingresan; y (iii) regulación financiera, esto es, imposición de límites sobre las posiciones cambiarias de residentes.

Las propuestas de control de capitales varían desde la sugerencia de un acuerdo internacional que implemente un impuesto único sobre los flujos de capitales (el llamado “impuesto Tobin”) –cuya idea básica es “tirar arena en la máquina” del mercado financiero, parafraseando una analogía consagrada mundialmente (Eichengreen, Tobin y Wyplosz, 1995)– hasta iniciativas como la tributación sobre ingresos de capitales y el establecimiento de plazos mínimos de permanencia del capital (la llamada “cuarentena”). Grenville (2000, p. 60), por ejemplo, entiende que la utilización de controles de capitales puede variar del modelo adoptado por Chile (cuarentena) hasta

el modelo utilizado por Singapur, que limitó la capacidad de los bancos domésticos de prestarle a no residentes en moneda nacional, lo que dificulta las posiciones vendidas en la moneda doméstica por los especuladores. Adicionalmente, sugiere la adopción de controles de prudencia a fin de (i) limitar las oportunidades para que los residentes tomen prestado en moneda extranjera y (ii) mantener una fuerte restricción a la capacidad de los bancos de abrir posiciones en moneda extranjera o elevar su exposición en moneda extranjera a través de los préstamos indexados al tipo de cambio.

En suma, la adopción de controles de capitales para economías emergentes tiene dos objetivos: por un lado, restringir los flujos de capitales implica reducir la demanda por activos en moneda convertible internacionalmente y, por tanto, que la especulación potencial contra el tipo de cambio resulte significativamente reducida; por otro lado, al evitarse la excesiva fluctuación del tipo de cambio, se obtiene una mayor autonomía de política monetaria.

LA APERTURA DE LA CUENTA DE CAPITAL DE LA ECONOMÍA BRASILEÑA Y EL PLAN DE CONVERTIBILIDAD ARGENTINO

Las cambios estructurales en la economía brasileña en los años noventa

A lo largo de los años noventa, las estrategias de políticas económicas antiinflacionarias –políticas fiscal y monetaria restrictivas y, por lo general, apreciación cambiaria– y las transformaciones estructurales ocurridas en la economía brasileña –entre las cuales se destacan la liberalización comercial y la desregulación del mercado financiero y de la cuenta de capital de la balanza de pagos– condicionaron la dinámica del crecimiento económico del país. La gestión Fernando Collor inició estas estrategias y transformaciones: entre 1990 y 1992, la política antiinflacionaria se basó en las restricciones fiscal y, principalmente, monetaria; la política comercial se caracterizó por un proceso amplio de liberalización, cuya esencia fue la eliminación de las barreras aduaneras con relación a las importaciones y la anulación de los incen-

tivos fiscales a las exportaciones; la desregulación del sistema financiero y la liberalización de la cuenta de capital se implementaron para posibilitar el curso del programa de privatizaciones lanzado por el Presidente.⁵

A partir del gobierno Itamar Franco y de los gobiernos Fernando Henrique Cardoso, especialmente en su primer mandato en el marco del Plan Real, la política económica, más allá de las ortodoxias fiscal y monetaria, se centró en “anclar” relativamente el tipo de cambio nominal y en acelerar las aperturas comercial y financiera. Las consecuencias de las aperturas comercial y financiera, juntamente con la sobrevalorización cambiaria, acabaron por crear, en la segunda mitad de la década de los noventa, restricciones que impidieron el crecimiento económico del país.

Como se sabe, los programas de estabilización económica basados en un ancla cambiaria y en la liberalización comercial y financiera muestran que, en un primer momento, se produce una caída abrupta de la tasa de inflación acompañada por una apreciación sustancial del tipo de cambio.⁶ El tipo de cambio real se aprecia como resultado de la diferencia entre la tasa de inflación doméstica y la tasa de inflación internacional en un contexto en el cual el tipo de cambio nominal se mantiene relativamente estable, lo que resulta en déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Normalmente, estos déficit son acompañados por la entrada de capital, no sólo para financiar los déficit mencionados, sino, también, para estabilizar el volumen de las reservas internacionales. Pues bien, Brasil, así como otros países de América Latina, implementó, a partir del Plan Real, una política de estabilización basada en la liberalización comercial y financiera y en un ancla cambiaria.

A pesar de que el Plan Real logró un éxito relativo con respecto al control del proceso inflacionario, el incentivo a las importaciones, debido a la apertura comercial y a la valorización cambiaria, y el lento ritmo de las exportaciones ocasionaron un rápido deterioro de la balanza comercial. Si

⁵ Sobre la apertura financiera en el gobierno Fernando Collor, véase Hermann (2005).

⁶ Una dependencia de flujos de capitales internacionales causa, entre otros problemas, la apreciación del tipo de cambio real y, por consiguiente, el crecimiento de los desequilibrios comerciales que dejan al país en una situación de creciente vulnerabilidad externa.

se adicionan al déficit acumulado en este periodo los pagos por intereses y el aumento de las remesas de lucros y dividendos, se entiende que la economía brasileña haya presentado habitualmente significativos déficit en la cuenta corriente.

Los déficit mencionados pasaron a ser financiados por el ingreso de capital externo, ya sea de inversión de riesgo, ya sea, predominantemente, de endeudamiento y de portafolio, lo que provocó una elevación del pasivo externo del país. Al procurar atraer capital extranjero, imprescindible para el equilibrio de las cuentas externas, durante el período del Plan Real el proceso de liberalización financiera se caracterizó “por un esfuerzo de reintegración del [p]aís en el mercado financiero internacional” (Hermann, 2005, p. 228). De esta manera, durante el período mencionado, de acuerdo con Hermann, la liberalización financiera se desarrolló en dos etapas: inicialmente, Brasil se adhirió al Acuerdo de Basilea y a la renegociación de la deuda externa, en los marcos de la propuesta del Plan Brady y, posteriormente, el sistema financiero se desreguló, con el objetivo de permitir la entrada de bancos extranjeros en el país.

Como sugieren Ferrari Filho y Sobreira (2004), el Plan Real consiguió controlar el persistente proceso inflacionario de la economía brasileña; sin embargo, la “trampa del tipo de cambio”⁷ generó serias restricciones macroeconómicas, básicamente, una elevada fragilidad externa y un crecimiento acelerado de la deuda pública.

En un contexto en que la economía brasileña pasó a ser cada vez más dependiente de recursos externos para cubrir sus desequilibrios en la balanza de pagos, las sucesivas crisis cambiarias mexicana, del este asiático y, principalmente, rusa acabaron por contribuir, de modo significativo, a exacerbar

⁷ Por “trampa del tipo de cambio”, según Ferrari Filho y Sobreira (2004, p. 20), se entiende una situación en la cual la sobrevalorización del tipo de cambio entre julio de 1994 y diciembre de 1998, junto con la apertura comercial a comienzos de los años noventa, resultó en desequilibrios crecientes en el saldo de la cuenta corriente. Éstos fueron financiados por el ingreso de capitales internacionales, predominantemente volátiles, atraídos por la elevada tasa de interés doméstica. La contrapartida de la elevación de la tasa de interés fue el crecimiento de la deuda pública, lo cual presionó el desequilibrio del sector público.

la fragilidad financiera externa del país, lo que resultó no sólo en la pérdida de confianza de los agentes económicos en la capacidad de las autoridades monetarias de mantener la política vigente, sino también en la crisis cambiaria brasileña de 1998-1999 y, por consiguiente, en la ruptura de los fundamentos del Plan Real. En palabras de Ferrari-Filho y Paula (2003, p. 79):

La crisis monetaria brasileña [1998-1999] se manifestó tanto debido a la disolución del contexto de normalidad que había prevalecido desde el inicio del Plan Real como al deterioro de las expectativas de los agentes económicos con respecto al contexto de fragilidad externa, como resultado de la pérdida de confianza en la habilidad del Gobierno para mantener el régimen de relativa rigidez del tipo de cambio y para sostener el equilibrio de balance de pagos.

A comienzos de 1999, en un contexto en que la estrategia de política económica implementada durante el Plan Real no sólo contribuyó al proceso de crecimiento *stop-and-go* sino, principalmente, no consiguió asegurar el financiamiento del déficit externo crónico, no hubo otra alternativa que modificar el régimen monetario-cambiario; para ello, se sustituyó la banda cambiaria por un tipo de cambio flexible y se implementó el sistema de metas de inflación, lo que acabó por determinar el fin del modelo de estabilización adoptado hasta ese momento.⁸

La modificación del régimen cambiario ocasionó una mejora sustancial en el saldo de la balanza comercial que resultó, entre 1999 y 2002, en reducciones anuales del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y, en 2003 y 2004, en un superávit.

Es importante mencionar que la flexibilización del régimen cambiario y la adopción del régimen de metas de inflación, fundamentales para la dinámica operativa de la política macroeconómica posPlan Real, contribuyeron con la continuidad del proceso de liberalización financiera, dado que, por las resoluciones n° 2.588/99 y n° 2.689/2000 del BCB, “fueron adoptadas

⁸ Entre 1994 y 1998, la política económica se articuló de forma tal que el tipo de cambio era responsable de la administración de los precios y la tasa de interés tenía la responsabilidad de equilibrar la balanza de pagos, vía la cuenta de capital. A partir de 1999, la lógica de la política económica se invirtió: el tipo de cambio pasó a ser responsable del equilibrio de la balanza de pagos y la tasa de interés pasó a monitorear el sistema de *metas de inflación*.

diversas medidas procurando dar mayor flexibilidad al mercado cambiario y a las inversiones externas (entre las que se destacan la unificación de las posiciones de tipo de cambio, la flexibilización de los inversores externos registrados en el segmento comercial del mercado de cambio [...])” (Hermann, 2005, p. 249).

La experiencia argentina con el régimen de convertibilidad

Como es sabido, el escenario macroeconómico argentino de la década de los ochenta se caracterizó por una fuerte inestabilidad económica: hiperinflación, déficit públicos estructurales y estancamiento del nivel de producto.

Después de algunas tentativas no exitosas de estabilizar la economía argentina en los años ochenta, en abril de 1991 Argentina implementó un programa de estabilización económica denominado Plan de Convertibilidad, que consistió en la introducción de un régimen de cambio *à la Currency Board*, cuya esencia fue el anclaje del peso al dólar. Simultáneamente, procurando el ajuste fiscal y la modernización de la infraestructura de la economía argentina, el Plan fue acompañado por un proceso de privatizaciones y un programa de reformas estructurales.

Con la Ley de Convertibilidad, la moneda argentina, hasta ese momento el austral, fue convertida en dólares norteamericanos a una tasa fija de 10 000 australes por dólar. Redenominada peso argentino, a 10 000 australes por peso, surgió el conveniente tipo de cambio fijo exacto de un peso por dólar. La Ley de Convertibilidad exigió, también, que la base monetaria fuese respaldada enteramente por las reservas cambiarias, oro y moneda de liquidez internacional; esto redujo la capacidad del Banco Central de la República Argentina (BCRA) de financiar los déficit del gobierno por medio de la emisión continua de moneda.

Los resultados alcanzados por el nuevo régimen cambiario y monetario argentino pueden ser divididos en dos períodos: entre 1991-1998, la economía argentina creció de forma sostenida, los niveles de inflación se redujeron sustancialmente y Argentina fue considerada una de las econo-

mías emergentes más exitosas; entre 1998-2001, la economía pasó por un prolongado proceso recesivo que, acompañado de ataques especulativos al peso que derivaron en la reversión de los ingresos de capitales y en la crisis de balanza de pagos, concluyó en el colapso del Plan de Convertibilidad en diciembre del 2001.

Fanelli (2004, p. 604) señala tres factores determinantes para el colapso del Plan de Convertibilidad argentino: primero la secuencia de *shocks*, a partir de 1998, que acabaron afectando la competitividad y la posición financiera de la economía argentina. Entre estos, destacan la caída de los precios de las principales *commodities* exportadas por Argentina, la contracción de la liquidez internacional, la valorización del dólar y la desvalorización del real en enero de 1999. El segundo factor se relaciona con el hecho de que los mecanismos disponibles de naturaleza fiscal, monetaria y financiera eran limitados para enfrentar problemas cíclicos generados por los mencionados *shocks*. Por último, frente a una expectativa de desvalorización cambiaria, las relaciones contractuales, principalmente privadas, denominadas en dólar, acentuaban la vulnerabilidad de las empresas y del sistema financiero.

LOS ARGUMENTOS DE ARIDA EN FAVOR DE LA CONVERTIBILIDAD PLENA DE LA CUENTA DE CAPITAL⁹

El argumento central de Arida (2003a y 2003b) y Arida, Bacha y Lara-Resende (2004) consiste en que si el real fuese una moneda plenamente convertible, la estabilidad macroeconómica de Brasil estaría consolidada, reforzando la trayectoria seguida en los últimos años sustentada en un importante superávit primario, una tasa de interés dependiente de la meta inflacionaria y un tipo de cambio fluctuante. Para Arida (2003a y 2003b), los controles administrativos sobre operaciones con moneda extranjera derivan en mayores tasas de interés con respecto a una situación de convertibilidad plena.¹⁰ Arida

⁹ Esta sección está basada en Ferrari Filho *et al.* (2005).

¹⁰ Según Arida (2003b, p. 152): “Los mecanismos de control cambiario, típicos del régimen de tipo de cambio controlado, sobrevivieron a la transformación del régimen cambiario. Nuestro tipo de

sostiene que bajo el régimen de libre convertibilidad, el BC mostraría tener plena confianza en su propia política. En su visión, sin controles administrativos a las operaciones con moneda externa, conjuntamente con los elevados superávits primarios, se reduciría el endeudamiento público como proporción del producto interno bruto (PIB), dado que menores tasas de interés permitirían tanto un menor superávit primario como un mayor nivel de inversión privada, y así también un mayor crecimiento económico.

La propuesta de Arida es preciso entenderla como reflejo de un momento de *impasse* en el debate político y económico brasileño.¹¹ Esto porque, con el Plan Real (1994) y el proceso de liberalización y desregulación de la economía el país logró un éxito relativo en el control del proceso inflacionario crónico, sin que, por ello, se lograra alcanzar una trayectoria de crecimiento autosustentado, o incluso de estabilidad macroeconómica. La depreciación del tipo de cambio real, que había sido parte de la estrategia en el combate a la inflación en el período 1994-1998, generó graves desequilibrios de flujos –déficit crecientes en la cuenta de transacciones corrientes– y de *stocks*, aumento de deuda pública y de los pasivos externos. Para financiar los déficits en la cuenta de transacciones corrientes superiores a 4% del PIB y ante una reversión del cuadro favorable de liquidez externa, las tasas reales de interés se mantuvieron en niveles promedios superiores a 10% al año durante más de una década.

cambio fluctúa, pero algunos de los mecanismos de control permanecen intactos. Para dar un ejemplo, mantenemos aún hoy la separación entre los dos mercados cambiarios (el comercial y el financiero)” –esta y todas las demás citas fueron traducidas al español por los autores–. Debe resaltarse que las recientes medidas adoptadas por el BCB (Res. 3.265 y 3.266, marzo/2005, <www.bcb.gov.br>) unificaron el mercado cambiario y otorgaron mayor libertad para el movimiento internacional de recursos, en línea con los argumentos de Arida.

¹¹ Es preciso recordar, también, que fue hecha pública originalmente en 2002, en medio del proceso de transición política de la “Era FHC” –referencia al presidente Fernando Henrique Cardoso (1995-2002), el ideólogo del Plan Real cuando era Ministro de Economía del entonces presidente Itamar Franco (1993-1994)– a la “Era Lula” –Luís Inácio Lula da Silva, líder de la oposición de izquierda electo presidente en 2002 bajo la mirada de desconfianza de los mercados financieros–. Su política económica se reveló, posteriormente, plenamente alineada con los intereses del *status quo*, promoviendo, inclusive, una profundización de la liberalización financiera con la adopción, en marzo de 2005, de alteraciones en la reglamentación de los mercados cambiarios y de los flujos de capitales en forma semejante a la propuesta de Arida.

Este costo financiero incidió sobre una deuda pública (en reales) que ya era elevada (cerca de 30% del PIB, antes de 1994) y cuyo perfil de maduración de corto plazo y de indexación (predominante) a la tasa de interés básica de la economía (la tasa de interés SELIC) limitaba la gestión fiscal.

Es por ello que esta política de interés fue una de las principales causas del crecimiento exponencial de la deuda, que llegó a 60% del PIB para 2002. En este ambiente, el crecimiento económico se volvió una variable residual. El ingreso *per capita* se expandió a una tasa de 0.5% a.a. (*ao ano*: por año) en promedio, en el período que siguió a la estabilización económica —es decir, cerca de $\frac{1}{4}$ del promedio de los mercados emergentes y de los países avanzados (IMF, 2005)—. Con bajo crecimiento y creciente vulnerabilidad externa y fiscal, se comenzaron a cuestionar los fundamentos de la política de estabilización y de la estrategia de liberalización y de desregulación. Para Arida, la creación de un ambiente capaz de generar crecimiento debería pasar, no por el abandono de aquellas políticas, sino por su profundización, a través de la adopción de la convertibilidad plena de la moneda nacional. Está claro que para dar consistencia política a este argumento, se tendría que contraponer a la experiencia reciente de otros países emergentes, y a la del propio Brasil, en donde la ampliación del grado de apertura financiera externa estuvo asociada a graves crisis económicas.

Por diversas razones el término “convertibilidad” resulta, en la literatura especializada en el debate económico y político, inmediatamente asociado a la reciente experiencia argentina de la década pasada con ese régimen cambiario. Por eso, ya en el primer trabajo, Arida postula claramente que su propuesta procura diferir de la implementación argentina y revela así su clara intención de alejarse de dicha experiencia:

Alejemos antes que nada confusiones innecesarias. La palabra convertibilidad en la vecina Argentina, en los años en que un peso valía exactamente un dólar, servía para designar varias situaciones conceptualmente distintas. En el plano cambiario, designaba la paridad fijada por ley; en el plano de la emisión monetaria, el mecanismo por el cual el Banco Central emitiría moneda doméstica si y solamente si tuviese respaldo correspondiente en dólares; en el plano de las obligaciones de pago, la posibilidad de celebrar contratos y hacer pagos dentro del país en dólares; en el plano del mecanismo de intercambio, la ausencia de cualquier impedimento o restricciones al intercambio de dólares por pesos o de pesos por dólares (Arida, 2003b, p. 151).

Así, a continuación agrega que es “solamente este cuarto y último sentido de la convertibilidad el que nos importa”. Consecuentemente, surgiría aquí una primera diferenciación con respecto a la convertibilidad argentina. Es de notar, no obstante, que Arida denomina su propuesta de *convertibilidad plena*; es decir, que, al menos a primera vista, se presentaría una situación contradictoria ya que si, por un lado, Arida *restringe* el significado del concepto de convertibilidad, para alejarse del argentino; por otro lado, considera que lo que Brasil requiere es *extender* el alcance de la convertibilidad brasileña, puesto que

[...] [el] paso del universo de los tipos de cambio administrados hacia el cambio libre, sin embargo, aún no se ha completado del todo [...]. Nuestro tipo de cambio fluctúa, pero varios de los mecanismos de control permanecen intactos (Arida, 2003b, p.152).

De esta manera queda planteado uno de los objetivos de este trabajo: verificar la validez de que la propuesta de Arida difiere cualitativamente de la experiencia argentina. Aunque Arida denomina su proyecto de *convertibilidad plena*, en verdad, deja claro que el eje central de su argumento se limita a resaltar los efectos benéficos de su propuesta sobre la tasa de interés a través de la disminución de la prima de riesgo, con base en que:

[...] surge, a los ojos del acreedor en moneda extranjera, un riesgo innecesario. Quien presta sus dólares a residentes en el Brasil sabe que está corriendo el riesgo de que el deudor no sea capaz de generar los reales necesarios para saldar la deuda al tipo de cambio vigente en el momento de su vencimiento. A este riesgo de crédito, se suma otro, el riesgo de que la espada de Damocles del Banco Central sea puesta en uso, suspendiéndose, selectiva o generalizadamente, los pagos al exterior y creándose un racionamiento de divisas por vía administrativa. Crece, por consiguiente, la tasa de interés en dólares exigida por el acreedor y con ella la tasa de interés en reales (Arida, 2003b, p. 153).

Ferrari Filho *et al.* (2005) señalan que los efectos de la convertibilidad restringida sobre las tasas de interés reales se manifiestan de dos formas interdependientes. Por un lado, por el *efecto sobre la prima de riesgo externo*, dado que el mantenimiento de un régimen de convertibilidad restringido sería una señal para los acreedores externos de la posibilidad de que el BC podría suspender o hacer inciertos los pagos futuros al exterior; es decir, aumenta el riesgo de un *default* de los compromisos externos de las empresas domésticas y, por ende, de la tasa de interés *off-shore*. Por otro lado, habría un efecto sobre

la prima de riesgo interna que se debería a que “el mantenimiento de un régimen de convertibilidad restringida mostraría a los acreedores internos la poca confianza que el propio Tesoro tiene en su capacidad de honrar los compromisos financieros resultantes de la deuda interna” (Ferrari Filho *et al.*, 2005, pp.135-136). De esta manera, la extensión de la convertibilidad posibilitaría reducir la prima de riesgo sobre los títulos de la deuda doméstica, reduciendo la tasa de interés interna.

Arida también sostiene que bajo un régimen de libre convertibilidad, el BC ya no precisaría mantener reservas en divisas, dado que en el mercado cambiario los agentes tendrían libertad para comprar y vender dólares de acuerdo con sus expectativas sobre el tipo de cambio nominal. Además, Arida argumenta que no es por medio de controles administrativos sobre operaciones en moneda externa que se solucionarían los problemas de volatilidad cambiaria sino a través de intervenciones esporádicas del BC en el mercado cambiario (*dirty floating*), ante la posibilidad de efectos manada y burbujas especulativas, y por impuestos temporales al flujo de capitales con el exterior (Arida, 2003a, p.139).

Posteriormente, Arida, Bacha y Lara-Resende (2004) extienden los argumentos en favor de la propuesta de convertibilidad del real. Por un lado, sostienen que con la mayor apertura de la cuenta de capital, en un contexto de políticas macroeconómicas sólidas y sustentables, se posibilitaría un mayor bienestar debido a que se permitiría captar recursos externos más baratos con relación al mercado financiero doméstico –dado que la productividad marginal del capital es menor en los países desarrollados que en los emergentes– y también porque el nivel de actividad fluctuaría menos dada una mayor estabilidad en el nivel de consumo –propenso a variar por razones cíclicas– ante la posibilidad de obtener préstamos externos durante períodos recesivos. Por otro lado, afirman que la facultad del BC de imponer controles de cambio perjudica el autoequilibrio de dicho mercado, y, por ende, los excesos no son corregidos naturalmente, como sucedería si el tipo de cambio fuese libre.

En definitiva, los autores destacan que para ellos existe la posibilidad de que el ingreso de capital puede verse perjudicado, aún cuando existan

posibilidades lucrativas, debido al riesgo de convertibilidad, por el temor de los agentes externos a no poder retirar sus capitales ante una restricción impuesta por el BC. Vale recordar que Arida (2003a) ya argumentaba que con la sola expectativa de que el BC considerara introducir controles de capital podía desencadenarse un proceso especulativo, debido a que los agentes presumen que esta institución sabe algo que ellos no saben, que terminaría en una profecía auto-cumplida.¹²

Para el caso de países como Brasil y Argentina, el argumento de Arida resalta el hecho de que tienen monedas de inferior calidad por causa del comportamiento histórico de sus gobiernos, en donde los controles de capitales refuerzan dicha tendencia, lo que hace que estas monedas no sean valorizadas en su función de reserva de valor. Este pasado vendría a ser una cruz de la que la actual gestión macroeconómica brasileña no puede desprenderse, esto genera el temor de que al elevar la prima de riesgo, se incremente la tasa de interés y el superávit primario necesario.

Crítica a la propuesta de convertibilidad

Ferrari Filho *et al.* (2005) analizan los puntos centrales en los argumentos de Arida. En primer lugar, constatan que no tiene comprobación empírica la afirmación de que las restricciones administrativas a las transacciones en moneda extranjera aumentan las tasas de interés interna y externa por causa de una mayor prima de riesgo. En las palabras de Ferrari Filho *et al.* (2005, pp. 139-140)

De hecho, la experiencia histórica brasileña muestra precisamente lo contrario: a lo largo de los años noventa, Brasil caminó en la dirección de una convertibilidad creciente de la cuenta de capital, sin que hubiese una tendencia de disminución en el riesgo-país o en la tasa de interés interna real.

Es importante, para nuestras reflexiones, resaltar la observación que Ferrari Filho *et al.* (2005) hacen sobre el alcance de la convertibilidad brasileña

¹² Los fundamentos teóricos para el análisis convencional de los diversos modelos de crisis financieras pueden encontrarse, en forma sintética, en Aziz *et al.* (2000). Un análisis crítico, de corte keynesiano, se encuentra en Prates (2005).

propuesta por Arida, para luego tener una base más amplia para efectuar una comparación con respecto a la convertibilidad implementada en Argentina. Así, Arida sostiene que en Brasil la convertibilidad sólo implicaría la ausencia de todo mecanismo que impida o influya en el intercambio de moneda local por divisa. Frente a este argumento, Ferrari Filho *et al.* (2005) señalan que:

[...] esa parcialidad señalaría, por la propia lógica del autor, una desconfianza en el patrón monetario local, al inducir al agente a concluir que se le otorga libertad plena de acceso a la moneda extranjera, pero para su utilización en el territorio nacional, entonces la verdadera confianza del Banco Central en el patrón monetario no es exactamente aquella que él está intentando mostrar. Al final, ¿cuál es la razón que lo lleva a continuar restringiendo el uso de la moneda extranjera por parte de los agentes? (Ferrari Filho *et al.*, 2005, p.140).¹³

Tampoco la evidencia empírica da sustento al argumento de Arida de que la liberalización financiera, en un contexto de políticas macroeconómicas “sólidas”, mejora el comportamiento económico. Por el contrario, la liberalización financiera ha estado frecuentemente asociada a una mayor inestabilidad dado que los flujos de capitales son fuertemente pro-cíclicos¹⁴ (Prasad *et al.*, 2003; Goldstein, 2005)

Por otro lado, tampoco es convincente la línea argumental de Arida de que al renunciar el BC a los controles de capital tendría mayor credibilidad la

¹³ Según Ferrari Filho *et al.* (2005, pp. 140-141) “[p]or otro lado, hay una contradicción entre el argumento del autor en cuanto que, con libre convertibilidad, el BC no estaría obligado a mantener reservas en divisas, con el reconocimiento de que, frente a la existencia de imperfecciones en el mercado cambiario, son necesarias intervenciones esporádicas del BC en este mercado. O sea, el propio Arida reconoce la necesidad, debido a las imperfecciones del mercado, de intervenciones del BC, para lo cual evidentemente es necesaria la acumulación de reservas. Es probable que, al contrario de lo que sugiere, con la convertibilidad plena sería necesario mantener un volumen de reservas en moneda extranjera mucho mayor que en el caso en que el BC tuviese a su disposición instrumentos administrativos para contener o controlar los flujos de entrada y salida de moneda extranjera”.

¹⁴ Sobre esta cuestión, Eichengreen y Leglang (2002) sostienen que la experiencia reciente desde la Segunda Guerra Mundial muestra que los países desarrollados inicialmente desarrollaron su mercado financiero interno, junto con una convertibilidad restringida y de controles de capitales, y que sólo después liberaron su cuenta de capital. La convertibilidad, efectuada en forma precipitada, puede comprometer el desarrollo del sistema financiero interno de un país emergente, en función justamente de la mayor inestabilidad macroeconómica generada por la volatilidad de los flujos de capitales externos.

política macroeconómica general. Arida sostiene que los agentes entenderían la intención por parte del BC de introducir controles como una señal del organismo: “saber algo que ellos no saben”. Pero críticos de Arida, como Belluzzo y Carneiro (2004), Oreiro *et al.* (2004), Carvalho y Sicsú (2004), Ferrari Filho *et al.* (2005), entre otros, observan que si el BC renuncia a una acción última de defensa, queda en situación vulnerable ante las vicisitudes del mercado financiero internacional, con el riesgo de un colapso cambiario por causa de una parada repentina (y no al contrario),¹⁵ fenómeno que se ha revelado recurrente en la inserción de los mercados emergentes en un ambiente de globalización financiera (Calvo, 1998; Calvo y Reinhart, 2000). Para estos críticos, es posible comprobar un *trade-off* entre riesgo cambiario y riesgo de convertibilidad, éste último es eliminado por medio de la plena convertibilidad de la cuenta de capital y financiera, pero al costo de un aumento significativo de la prima de riesgo.

De esta manera, antes de embarcarnos en el análisis del caso argentino, se observa que los argumentos presentados por Arida muestran debilidades en justificar las conclusiones sostenidas por el autor. A esto se suma su noción de que los controles de capital son señales de un sistema monetario de menor calidad, que deriva en la desconfianza en la moneda doméstica como reserva de valor. Esto se debería a que el patrón monetario sufre una debilidad “genético-estructural”.

Belluzzo y Carneiro (2004) y Ferrari Filho *et al.* (2005) destacan como una paradoja que la mejor manera de que el BC demuestre que confía en el patrón monetario local es permitir que los agentes se escapen del mismo cuando y en la magnitud que deseen.¹⁶ Adoptando una perspectiva inversa, se

¹⁵ Según Ferrari Filho *et al.* (2005, p. 146), “[a]gréguese que el BC puede, a través de cambios en la alícuota del Impuesto sobre Operaciones Financieras (IOF) y otras medidas discrecionales (como un régimen de cuarentena sobre los flujos de entrada), influenciar los flujos de entrada y salida de capitales del país, contribuyendo, de esa manera a (i) la estabilización de los flujos de capitales y (ii) la reducción en la volatilidad del tipo de cambio”.

¹⁶ Más bien, se podría plantear un razonamiento inverso dado que, en cierta medida, el hecho de que una convertibilidad restringida faculte al Banco Central a modificar las normas del mercado cambiario según las necesidades de política económica, como reconoce Arida, puede ser interpretado como

concluye que la debilidad genético-estructural del patrón monetario brasileño deriva de profundos desequilibrios estructurales de esta economía, que no serán resueltos por la adopción de un régimen de plena convertibilidad.

En esta misma línea de argumentación, si por convertibilidad Arida entiende la libertad de los agentes privados para efectuar transacciones cambiarias, la cuestión de la debilidad genético-estructural de la moneda tampoco se soluciona con un régimen de convertibilidad como él propone dado que, como señalan Belluzzo y Carneiro (2004), si por alguna razón los agentes prefieren moneda extranjera a moneda local y no encuentran otros agentes dispuestos a efectuar la conversión contraria, el sistema no otorgará la confianza que Arida supone. Es decir, continuarán existiendo diferencias entre ambas monedas que se reflejarán en las tasas de interés internas por medio de algún tipo de prima de riesgo.

Asumimos aquí que una crítica analítica de la propuesta de Arida debe sustentarse en un concepto de moneda capaz de rescatar la tradición keynesiana, que valoriza la percepción de que las decisiones privadas de inversión se dan en un ambiente en donde prevalece la incertidumbre con respecto a la rentabilidad y a la liquidez futura de los activos reales y financieros. En este contexto, la moneda surge no sólo como un denominador común de la riqueza privada, sino también como un elemento de seguridad en momentos en que el sistema económico opera en condiciones de mayor *stress* (Keynes, 1964; Davidson, 1996). En esta perspectiva se considera que en una economía capitalista la confianza en el patrón monetario vigente depende de que el Estado, como gestor de la moneda, pueda evitar la posibilidad de que algún centro de decisión privado influya en el arbitrio de la cantidad y del valor de la moneda en beneficio propio. Es en ese sentido, que el Estado debe preservarse como un gestor monetario ubicado por encima de los estratos mercantiles privados y particulares. La permanencia de un patrón monetario depende de las posibilidades del Estado de cumplir estas funciones y “no en automatismos relacionados con una imaginaria escasez del metal

potencialmente positivo por parte de los agentes, ya que señala una preocupación por parte de la institución en el mantenimiento de la calidad del sistema monetario local.

o al carácter supuestamente natural de la mercancía-moneda” (Belluzzo y Almeida, 1990, p. 63) que, en tiempos modernos, conduce a solicitar una política de convertibilidad o de *Currency Board*. Para estos autores, por el contrario, en los sistemas monetarios modernos,

[...] la moneda es administrada en primera instancia por los bancos que tienen el poder de avalar el crédito de cada uno de los centros privados de producción y de generación de riqueza y, con base en esto, emitir obligaciones contra sí mismos, o sea, dinero. La creación monetaria hasta aquí depende exclusivamente de que los bancos sancionen la apuesta privada. En segunda instancia, el Estado, a través del Banco Central, revalida o no el crédito al que los agentes juzgan tener derecho y los bancos adelantan a los centros privados de decisión (Belluzzo y Almeida, 1990, p. 63).

De esta manera, para la estabilidad monetaria es preciso avanzar en la comprensión de la función del dinero en una economía capitalista moderna. La visión de Arida trata a éste simplemente como un utensilio conveniente en las transacciones económicas. Aún cuando admite que la moneda se comporta como reserva de valor, esto no resalta que en ese sentido constituye para el agente su móvil final. Inversamente a esta noción, creemos que la aceptación de una moneda como eje del comportamiento de los agentes económicos implica que ellos están apostando a enriquecerse al tenerla como parámetro de los resultados. Consecuentemente, así explican ellos lo que implica este reconocimiento por parte de los agentes en una economía nacional. Belluzzo y Almeida (1990) explican adecuadamente esta noción, en donde:

[...] sólo un instrumento dotado de reconocimiento directamente social, garantizado por el Estado o por un organismo que represente los intereses generales de los estratos mercantiles y que esté por encima de ellos es capaz de asegurar la validez de las decisiones y de los criterios de enriquecimiento privado en las economías capitalistas [...]. Esto significa que los agentes privados reconocen que: el representante general de la riqueza, la forma social del enriquecimiento, no puede ser producida directamente por los agentes individuales; ninguna decisión arbitraria es capaz de sustituir al dinero en sus funciones por cualquier otra mercancía o contrato particular (Belluzzo y Almeida, 1990, pp. 63-64).¹⁷

¹⁷ Según Belluzzo y Almeida (1990, p. 64): “Si en cuanto referencia de cada productor y centro privado de decisión su gestión tiene que preservar su forma directamente social, esta gestión no se puede efectuar a través de una relación inmediata del administrador de la moneda (el Estado) con los productores. De lo contrario, se introduciría el mismo riesgo de ejercicio arbitrario del poder de monetización que cualquier agente privado tendría, en caso de que fuese titular de la prerrogativa de producir o de sustituir al dinero”.

Los puntos centrales que diferencian ambas concepciones son que, por un lado, en la tradición keynesiana enfatizada aquí se parte de un nexo que vincula el comportamiento de los agentes con la estabilidad del patrón monetario, mientras que Arida reduce toda esta cuestión a una simple objetividad de encontrar un mecanismo adecuado de administración de la moneda. Dado que en el pasado la gestión monetaria ha estado sujeta a la arbitrariedad y juzgamiento errado –para no decir corrupción– de los administradores locales, no sólo las reglas monetarias no han sido claras e influenciadas por grupos de presión, sino que por ello ha perdido credibilidad la propia moneda. Es decir, para recuperar la aceptación de la moneda es preciso encontrar un mecanismo administrativo fuerte que evite la repetición de estos hechos.

La propuesta de convertibilidad plena se reduce a este mecanismo para la administración del real. Dado que Arida no menciona ninguna razón económica por la cual una moneda se transforma en divisa, su argumento peca de inconsistencia lógica ¿Por qué causa una moneda se transforma en divisa y otra no? Más aún, ¿para transformarse en tales precisaron las divisas de hoy de un instrumento de administración como Arida sugiere? O, también, ¿por qué los administradores de las actuales monedas divisas no se comportaron o comportan como los de las monedas no divisas? Estas consideraciones críticas apuntan hacia la observación de Belluzzo y Carneiro (2004, p. 220) cuando afirman que “la remoción de hecho o de derecho de las restricciones a la convertibilidad en el plano doméstico no vuelve la moneda nacional una referencia o una reserva de valor en el plano internacional”. Es decir, una moneda no se reduce a una simple regla administrativa. Desde otra óptica, sin embargo, ¿cuáles serían los efectos de la remoción de las restricciones de convertibilidad?

Para analizar esta pregunta es preciso, nuevamente, retomar algunos conceptos teóricos. En una economía moderna el dinero tiene un papel esencial dado que “*booms* y depresiones son un fenómeno peculiar de una economía en la cual [...] el dinero no es neutral” (Keynes, 1973, p. 411). Así, las distintas monedas, como los diferentes activos, poseen una desigual capacidad de generar o mantener riquezas. Esto no impide que coexistan sin que esta disparidad derive en una situación crítica. No obstante, como

explicara Keynes, no todas estas posibilidades resultan indiferentes en momentos críticos, que es cuando las economías descubren el papel esencial y peculiar del dinero en su dinámica. De esta manera, cuando surge cierta desconfianza en algunos activos o monedas, los agentes expresan una escala de preferencia transformando sus riquezas en la moneda que creen que conservará mejor su riqueza, cuya consecuencia más habitual es el alto desempleo.¹⁸ En *La teoría general*, Keynes explica claramente los vínculos entre el impulso individual de enriquecimiento en una economía monetaria con el desempleo y cómo debe actuar la autoridad monetaria frente a esta inherente característica del sistema capitalista moderno:

El desempleo surge, digamos, porque los agentes quieren la luna;-las personas no pueden ser empleadas cuando el objeto de deseo (es decir, el dinero) es algo que no puede ser producido y cuya demanda no puede obstruirse fácilmente. No hay otro remedio, sino persuadir al público que el queso verde es prácticamente la misma cosa que poseer una fábrica de queso verde (es decir, un Banco Central) bajo control público (Keynes, 1964, p. 235).

Así, la tradición de Keynes y de los autores keynesianos como Davidson (1996, 2002), Minsky (1991), Kregel (1998), Belluzzo y Almeida (1990), entre otros, establece que el proceso de acumulación privada en las economías capitalistas modernas tiene una insuperable determinación social. Es decir, si bien la procura de enriquecimiento es individual, por otro lado el objeto que mide y determina tal resultado final tiene una característica ineludiblemente social. Consecuentemente, la convivencia de distintas formas de dinero y de activos encuentra un momento crítico de continuidad cuando los agentes económicos sienten la necesidad de resguardar sus riquezas y patrimonios en la forma comúnmente reconocida o aceptada de dinero social,¹⁹ es decir:

¹⁸ Según Keynes (1973, pp. 408-409) “el dinero juega un papel propio y afecta las motivaciones y las decisiones; es, en suma, uno de los factores operativos en la situación, por lo que el curso de eventos no puede ser previsto, ni en el largo ni el corto plazo, sin el conocimiento del dinero entre el primer estado y el último”.

¹⁹ Los argumentos de Belluzzo y Almeida (1990) se vinculan no sólo con la tradición keynesiana, sino también con los análisis que parten de una perspectiva marxiana, como Aglietta y Orléan (1982).

[...] la acumulación privada da riqueza, la descoordinación y la anarquía de las decisiones tienden a hacer el futuro temible y el temor puede concentrar la preferencia de los poseedores de riqueza en un activo que imaginan está dotado de la propiedad del valor absoluto, en el sentido de que tendría una capacidad adquisitiva y liberatoria invariable ahora y en el futuro. Es muy importante la observación de Keynes de que este activo no puede ser producido de forma privada, aunque, en condiciones de crecimiento estable de la economía los productores privados tengan la impresión de producir dinero con la venta de las mercaderías particulares. Esta ilusión se deshace cuando el mercado recusa la transformación del dinero particular en el dinero social. En este caso, los poseedores del dinero directamente social, y que escapa al control de cada productor privado, revelan su preferencia por la liquidez, subiendo la tasa de conversión de la riqueza privada en la riqueza social (Belluzo y Almeida, 1999, p. 254).

Por tanto, lo esencial al evaluar cómo funcionara una economía es detectar cuál es *el dinero social*, o qué es dinero en última instancia. Los distintos grados de concreción de cada dinero/activo en dinero social derivan en que las relaciones mutuas se traduzcan en diferenciales de tasas de interés. De esta manera, una estrategia de convertibilidad plena no tiene, en realidad, el efecto de anular la diferencia entre monedas, sino, más bien, en transformar cualitativamente al dinero social de la moneda doméstica en una moneda divisa. Si esta diferencia no existiese, es decir, si no fuese real, la propuesta de Arida directamente no tendría sentido alguno ¿Para qué proponer una convertibilidad de monedas si no hay diferencia? Si hay diferencia, es claro que desde la óptica de enriquecimiento individual es más ventajoso ganar en divisa que en moneda local. Por tanto, resulta evidente que posibilitada la reforma de Arida, en todos los planos, los agentes se sentirán cada vez más impulsados a medir el resultado económico de sus actividades en una moneda divisa que en la moneda nacional.

Si esto último sucede, entonces el tipo de cambio tenderá a fijarse de alguna manera, es decir no podrá variar libremente de la manera que Arida se imagina, porque estas fluctuaciones generarán temores en los agentes sobre sus riquezas en el futuro. Es por eso que entre las características que Arida consideraba que diferenciaban su propuesta del caso argentino, todas las demás resultan ser irrelevantes o secundarias, a la larga, con respecto a la que admitía para aplicar en Brasil. En consecuencia, que la paridad sea o no fijada por ley es totalmente irrelevante y no tiene importancia alguna ya que tal medida sólo se adoptó para dar mayor confianza en lo que Arida llamaría el acto administrativo. La paridad no dura más o menos porque haya una ley

detrás; ésta es sólo una formalidad cuyo único impacto es la confianza que los agentes pueden sentir en el régimen cambiario, pero en sí no determina un cambio cualitativo ni en la moneda nacional ni en la economía.

Por otro lado, Arida señalaba que la convertibilidad argentina implicaba, simultáneamente, una regla de política monetaria. Aquí se reitera que si los agentes pasan a considerar como dinero social una moneda externa, tal regla de emisión interna pasa a darse de hecho, en cuanto los agentes reaccionan negativamente cada vez que sienten que la moneda local se desvaloriza, o puede hacerlo, frente a la divisa y, en consecuencia, huyen de ésta para resguardarse en la divisa. Así, entre las diferencias que Arida apunta entre su propuesta y el régimen argentino, la única esencial es aquella que dice que la convertibilidad argentina se caracterizaba “en el plano de las obligaciones de pago, por la posibilidad de saldar contratos y hacer pagos dentro del país en dólares” (Arida, 2003b, p. 151). Pero, como se manifestó anteriormente, esta característica de la economía argentina, en sí, no tuvo que ver con el régimen de convertibilidad e incluso se inició antes que éste.

En realidad, el inicio de ese atributo del sistema monetario argentino, como el propio modelo de convertibilidad implementado, tiene su origen en la mencionada experiencia de liberalización financiera de la segunda mitad de la década de los setenta. Aquel modelo sólo difirió de lo que Arida propone en que poseía un elemento de tipo de cambio fijo de devaluaciones periódicas preanunciadas. No es que se quiera desmerecer el hecho de que, en aquella ocasión, el tipo de cambio estaba fuertemente sobrevaluado, pero es claro que en la medida en que se permite la libre convertibilidad tales elementos pasan a forzarse por sí mismos. Por ejemplo, Arida da a entender que si hubiese un modelo como el que él propone, el hecho de permitir la libre convertibilidad, haría que por la tranquilidad que esto generaría en los agentes, el tipo de cambio sería relativamente estable. Pero con el tiempo tal estabilidad cambiaria depende no sólo de una decisión de política económica, sino también del desempeño económico. Si este desempeño brasileño no se equipara al de países con monedas divisas, la rigidez cambiaria se impone *so pena* de pérdida de confianza en la moneda doméstica.

Pero una vez que se impone esta rigidez, que el dinero social es la divisa y no la moneda nacional, la dinámica económica es otra. Cualitativamente no es comparable a aquella otra situación en la cual los agentes económicos juzgan o valoran sus resultados económicos en moneda local. En esta nueva dinámica, no es que el tipo de cambio tiende a ser rígido; directamente tiende a desaparecer. Eso fue lo que sucedió en Argentina. La permanencia de la moneda local fue sólo formal, en el sentido de que no poseía autonomía alguna frente a la divisa. En esas condiciones, surge una rigidez monetaria dado que la oferta de moneda es un resultado de la balanza de pagos, pero dado que predomina, abierta o veladamente, la divisa como moneda local es reducida o nula la capacidad de un país de adecuar la cantidad de dinero a sus necesidades económicas. En suma, la economía pasa a funcionar como si estuviese implementando una política monetaria restrictiva con altas tasas de interés que perjudican la actividad productiva.

Analizando la propuesta de Arida frente a la experiencia del Plan de Convertibilidad de Argentina, es preciso establecer con claridad el alcance de la convertibilidad que este país implementó:

La ley n° 23.928 de marzo de 1991 estableció que sólo se podría emitir moneda local con 100% de respaldo en reservas internacionales,²⁰ obligando al bc a vender todas las divisas que el mercado le solicitase (a la relación de 10 000 australes por dólar americano), además de permitir legalmente el establecimiento de contratos en moneda extranjera. Por otro lado, con el objetivo de eliminar la inercia inflacionaria, también se prohibió la utilización de cualquier mecanismo de indexación [...] Este camino fue luego reforzado, en noviembre de 1992 con la sanción de una nueva Carta Orgánica, la cual convertía al bc en independiente de cualquier otro poder del Estado, transformándolo prácticamente en un *Currency Board* y eliminando, así, la posibilidad de que se generasen déficit cuasi-fiscales al limitar fuertemente el otorgamiento de descuentos a las entidades financieras. Simultáneamente, se eliminaron los adelantos transitorios y la compra de títulos públicos. En consecuencia, el manejo monetario se volvió totalmente independiente de la política fiscal. Además de esto, el sistema financiero quedó sin un prestamista de última instancia (Ferrari, 1999, p. 72).

De lo expuesto deben resaltarse, por tanto, las características de este régimen cambiario. En primer lugar, convertibilidad no se refiere al hecho de la libertad de los agentes en cambiar moneda local por divisas, sino al compromiso oficial del gobierno argentino de efectuar tal intercambio cambiario a

²⁰ Estos límites fueron luego modificados.

los agentes que lo deseen. Por otro lado, la legalización de celebrar contratos en moneda externa es un *ítem* adicional de dicha ley, pero no constituye un elemento inherente a dicho régimen cambiario.

Otro punto esencial es resaltar que lo que Arida denomina *convertibilidad plena* no constituye parte de la convertibilidad argentina, en tanto que la política de liberalización financiera con el exterior ya había comenzado mediante la sanción de las Leyes de Emergencia Económica y de Reforma del Estado en agosto de 1989. Así, en el caso argentino, el régimen de convertibilidad se implementó casi dos años después del inicio del proceso de reformas estructurales pro-mercado, con base en el recetario del Programa del Consenso de Washington. En consecuencia, fue el fracaso en generar estabilidad monetaria, cambiaria y macroeconómica a través de las políticas de liberalización lo que llevó a la implementación del régimen de convertibilidad.

Igualmente, la creación del sistema financiero bimonetario, es decir, que permitía depósitos y préstamos tanto en moneda nacional como en dólares, fue un proceso que se inició con anterioridad a la ley de convertibilidad. Como señala Silva (2004, p. 39), la reglamentación de estas operaciones bancarias y la liberalización del mercado cambiario fue el resultado de un proceso que se efectuó por medio de diversas normas del BCRA entre diciembre de 1989 y la sanción de la Ley de Convertibilidad. Luego, el Decreto 146/1994 reglamentó y liberó la operación de instituciones financieras de capital extranjero y le confirió a éstas igual trato que sus equivalentes locales. En forma semejante, no fue por medio de la Ley de Convertibilidad que la Bolsa de Valores y el mercado financiero y bancario fueron desregulados y equiparado el trato conferido al capital extranjero con respecto al nacional.

Se percibe que, en cuanto esquema cambiario, el significado de convertibilidad en el caso argentino es literalmente diferente al propuesto por Arida. En Argentina, la fuerza esencial detrás del régimen de convertibilidad era el compromiso gubernamental de asegurar, por medio de la venta de sus reservas, la paridad cambiaria. En la utilización de Arida, el significado parecería ser la libertad del mercado cambiario y del flujo de capitales con el exterior.

Es interesante observar que el significado que Arida otorga a la convertibilidad es semejante al que el propio Domingo Cavallo, quien implementó

dicho régimen cambiario, le diera una vez que abandonara el Ministerio de Economía. Dicho significado entiende por convertibilidad al acto de la conversión de una moneda en otra; es decir, se iguala el régimen cambiario de convertibilidad al hecho de conversión de la moneda local en otras extranjeras con total libertad. De la misma manera se expresó el propio Cavallo respecto al significado del régimen argentino, menos de un año antes de la debacle del sistema.²¹ Así, Cavallo afirma que el peso argentino se había vuelto “convertible como todas las buenas monedas del mundo –el dólar, el euro, el yen, el dólar canadiense o el australiano–, todas son convertibles”, dado que

Convertibilidad significa libre elección de la moneda con la que llevamos adelante nuestras transacciones. Si los argentinos cobran sus sueldos en pesos y quieren transformarlos en dólares, o en euros, o en cualquier otra moneda, pueden hacerlo sin costos y sin restricciones. Si quieren guardar sus ahorros en esas otras monedas, o quieren endeudarse, o quieren prestar dinero o firmar contratos en esas otras monedas, lo pueden hacer porque, por ley, el peso argentino es convertible. Es decir, el peso no es una moneda de la que no se puede salir. En ese sentido, la convertibilidad va a ser eterna en Argentina, porque es una suerte de propiedad de la moneda que los argentinos conquistaron cuando, en la época de la hiperinflación, virtualmente repudiaron el austral y empezaron a manejarse con dólares (Cavallo, 2001).

Dado que ambos, Cavallo y Arida, entienden de igual manera el régimen de convertibilidad no debe resultar sorprendente que el ex-ministro argentino, al procurar un ejemplo de moneda no convertible haya elegido a Brasil: “Brasil tiene una moneda inconvertible y los brasileños no pueden guardar el valor de sus ahorros ni cobrar sus sueldos en dólares”. Cavallo ya se había referido a la convertibilidad con estos conceptos.²² Lo interesante para agregar es que tanto las razones como las ventajas inmediatas y a largo plazo –cuando Cavallo prevé que el tipo de cambio flotará libremente–, coinciden con la propuesta de Arida en todo sentido. Según sus palabras,

[...] la convertibilidad es una propiedad de la moneda. Conservar la convertibilidad es fundamental, porque los argentinos la conquistaron. La conquistaron cuando repudiaron a las distintas versiones de la moneda argentina que fueron usadas abusivamente por los bancos centrales y los gobiernos para cobrarles a los argentinos el impuesto inflacionario y distribuir arbitrariamente la riqueza. No se puede pensar en un sistema monetario que le quite a la gente la posibilidad de elegir la moneda. Cuando

²¹ Reportaje a la revista argentina *Noticias*, el 13 de enero del 2001.

²² Reportaje al diario argentino *Página/12*, el 19 de noviembre del 2000.

la moneda argentina tienda a ser más valiosa que el dólar, cosa que va a ocurrir, en ese momento la moneda argentina va a flotar, pero no para devaluarse sino para revaluarse frente al dólar. Y en ese momento las tasas de interés de largo plazo en pesos argentinos van a ser más bajas que en dólares. Pero cuánto tiempo pasará, eso no lo puedo decir, no menos de cinco o diez años (Cavallo, 2000).

Ahora bien, si se adopta tal definición de convertibilidad, como hacen Arida y Cavallo, que no es la tradicional dado que no se refiere al *Currency Board*, entonces la experiencia histórica argentina correspondiente para una comparación más adecuada, no es el régimen cambiario de la década pasada, sino el aplicado en el país durante la segunda mitad de los años setenta durante la gestión de Martínez de Hoz como Ministro de Economía.

En dicha ocasión, se aplicó una política de estabilización monetaria sobre la base del uso de medidas de liberalización comercial y financiera con el exterior, conjuntamente con una estrategia de tipo de cambio estable con actualizaciones de desvalorización preanunciadas (“la tablita”²³) para otorgar confianza y seguridad a los agentes económicos. Simultáneamente, se permitió la libre entrada de entidades financieras externas y se liberó el mercado cambiario, así como las tasas de interés. No obstante, en momento alguno el BCRA asumió el compromiso de intercambiar moneda nacional de su emisión por divisas en su poder.²⁴

CONCLUSIONES

En la actual etapa de desarrollo de las economías capitalistas, en donde existe una creciente interpenetración de los mercados y el predominio de un ambiente de desregulación, especialmente en el sector financiero, el desempeño de la cuenta de capital ha sido el principal determinante de la evolución de la balanza de pagos de los países, de la evolución en el valor externo de sus monedas

²³ La tablita consistía en pautas mensuales prefijadas y anunciadas de desvalorización del tipo de cambio y de aumento de las tarifas públicas, decrecientes en el tiempo, y tendientes a cero, momento en el cual se sostenía que la tasa de inflación interna sería igual a la internacional, dado el contexto de apertura comercial y financiera.

²⁴ Un análisis de las políticas cambiarias y monetarias de este período se encuentra en Schwarzer (1986) y Ferrari (1999).

y en la oferta interna de crédito²⁵ (CEPAL, 2002). En países periféricos, como Argentina y Brasil, que presentan niveles elevados de pasivos externos (de corto, mediano y largo plazos en instrumentos de deuda e inversión), aquella relación de causalidad es aún más acentuada. Los movimientos recurrentes de *boom-and-bust* de los flujos de capitales afectan a la periferia capitalista y crean condiciones internas de elevada volatilidad (Prasad *et al.*, 2003). Por otro lado, países que optaron por un abordaje más cauteloso en el tratamiento de los flujos financieros externos mostraron una mayor capacidad para aprovechar los beneficios de la globalización, minimizando sus riesgos potenciales (Carvalho y Sicsú, 2004).

La limitación en la convertibilidad plena de la cuenta de capital y, por tanto, el establecimiento de límites para la constitución de activos y pasivos en moneda extranjera es señalada incluso dentro del *establishment* oficial, financiero y de mercado (Edison *et al.*, 2002; Dooley y Garber, 2005), como una opción racional de defensa macroeconómica para países emergentes marcados por sus niveles relativamente inferiores de desarrollo económico e institucional cuando se toman como parámetro las economías centrales. Es exactamente por eso que procuramos argumentar que la adopción integral de la propuesta de libre convertibilidad del real presentada por Arida implica el riesgo no insignificante de generar mayor inestabilidad macroeconómica para Brasil, con efectos disruptivos sobre el patrón monetario de este país. Su implementación, consecuentemente, podrá tener un efecto opuesto al anunciado. La convertibilidad plena, al actuar con el sentido de eliminar el riesgo de conversión, podría incrementar el riesgo cambiario de forma tal que el resultado final de ambas variaciones sea un aumento de la tasa de interés nacional, produciendo efectos negativos sobre el crecimiento económico de Brasil.

Por otro lado, es notorio que, a lo largo de las dos últimas décadas, el crecimiento de la economía brasileña ha sido limitado por la restricción externa y ésta no se solucionada necesariamente sólo por modificaciones en la cuenta de capital de la balanza de pagos. De hecho, con o sin libre convertibilidad

²⁵ Para una perspectiva convencional, véase Calvo (1998) y Aziz *et al.* (2000).

no hay ninguna garantía de que habrá un saldo neto positivo en los flujos de capitales que ingresen de magnitud suficiente para financiar el crecimiento de la economía en forma adecuada.

La cuestión central de la restricción externa se encuentra en la dificultad para garantizar un resultado en cuenta corriente que no sea determinado por la cuenta de capital de la balanza de pagos. Es decir, la ruptura de la restricción externa sólo será posible cuando los superávits comerciales no se obtengan al costo de la reducción de la absorción interna. Siendo así, la libre convertibilidad puede agravar la restricción externa, al no ser un instrumento, por lo menos *a priori*, capaz de garantizar el aumento de las inversiones que intensifiquen el contenido tecnológico de la estructura industrial brasileña.

El ejemplo argentino es una referencia importante en este sentido. En primer lugar, se sostiene en este trabajo que la experiencia histórica argentina que más corresponde al modelo propuesto por Arida, no es la reciente implementación de convertibilidad en los noventa sobre el molde de un *Currency Board*, sino la experimentada en la segunda mitad de la década de los setenta. No se afirma aquí que todas las características de aquella experiencia sean similares a lo que plantea Arida, ni tampoco que las autoridades monetarias de Argentina de ese momento se comportaron de acuerdo con las sugerencias de este autor. Lo que se manifiesta en este artículo es que, en cuanto al modelo de alcance de convertibilidad de la moneda local, ambas son parecidas, ya que Argentina permitió el libre movimiento de recursos monetarios con el exterior, sin que existiera, como en el caso reciente, un compromiso oficial del Banco Central de convertir, al tipo de cambio, moneda local en divisa de respaldo.

Pero, por otro lado, se asegura en este texto, utilizando la terminología de Arida, que luego de una experiencia de convertibilidad plena se crean las condiciones para que la propia dinámica posterior de la economía doméstica desemboque en una convertibilidad tipo *Currency Board*. Esto sucede porque, como afirman Belluzzo y Carneiro (2004), tal mecanismo de conversión no hace a la moneda local un equivalente a una moneda divisa. Por tanto, el efecto más probable de esa política cambiaria y monetaria es sustituir la divisa en el

lugar de la moneda local como referencia o base del dinero social. Es decir, hace que los agentes pasen a evaluar y a determinar sus acciones económicas sobre un cálculo de lucro medido, ya no en moneda local, sino en alguna divisa. Siendo así, luego, un esquema de convertibilidad tipo *Currency Board* pasa a imponerse, tarde o temprano, indefectiblemente. En consecuencia, la propuesta de Arida se aleja de la reciente experiencia argentina únicamente por una razón temporal.

REFERENCIAS

- Aglietta, M. y A. Orléan, *La Violence et la Monnaie*, Paris, Presses Universitaires de France, 1982.
- Arida, P., “Ainda sobre a conversibilidade”, *Revista de Economia Política*, 23(3), julio-septiembre de 2003a, pp.135-142.
- , “Por uma moeda plenamente conversível”, *Revista de Economia Política*, 23(3), julio-septiembre de 2003b, pp. 151-154.
- Arida, P., E. Bacha y A. Lara-Resende, *High Interest Rates in Brazil: Conjectures on the Jurisdictional Uncertainty*, <<http://www.iepecdg.com>>, 2004.
- Aziz, J., F. Caramazza y R Salgado, “Currency Crises: In Search of Common Elements”, Working Paper n° 00/67, Washington, DC, International Monetary Fund (IMF), 2000.
- Belluzzo, L. G. y J.S. Almeida, “Crise e reforma monetária no Brasil”, *São Paulo em Perspectiva*, 4(1), enero-marzo de 1990, pp. 63-75.
- , “Enriquecimento e produção: Keynes e a dupla natureza do capitalismo”, en G.T. Lima, S Jicsú y L.F. Paula (orgs.), *Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, Editora Campus, 1999.
- Belluzzo, L.G. y R. Carneiro, “O mito da conversibilidade”, *Revista de Economia Política*, 24(2), abril-junio de 2004, pp. 218-222.
- Bresser-Pereira, L.C. y Y. Nakano, “Crescimento econômico com poupança externa?”, *Revista de Economia Política*, 23(2), abril-junio de 2003, pp. 3-27.
- Calvo, G., “Capital Flows and Capital-market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops”, *Journal of Applied Economics*, 1(1), 1998, pp. 35-54.
- Calvo, G. y C. Reinhart, “When Capital Flows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy”, en P. Kenen y A.K. Swoboda (eds.), *Reforming the International Monetary and Financial System*, Washington, DC, IMF, 2000.

- Caramazza, F. y J. Aziz, *Fixed or flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s*, Washington, DC, IMF, 1998.
- Carstens, A., “Emerging Economies and the Business Cycle”, *Conference Series núm. 42*, Boston, Federal Reserve Bank of Boston, 1998.
- Carvalho, F.C. y J. Sicsú, “Controvérsias recentes sobre controles de capitais”, *Revista de Economia Política*, 24(2)(94), abril-junio de 2004, pp.163-184.
- Cavallo, D., Entrevista en diario *Página/12*, Buenos Aires, 19 de noviembre de 2000.
- , Entrevista en revista *Noticias*, Buenos Aires, 13 de enero de 2001.
- Comisión Económica para América Latina (CEPAL), *Growth with Stability: Financing for Development in the New International Context*, Santiago, CEPAL, 2002.
- Davidson, P., “What are the Essential Elements of Post Keynesian Monetary Theory”, en G. Delaplace y E. Nell, (eds.), *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation Approches*, New York, St. Martin Press, 1996.
- , *Financial Markets, Money and the Real World*, Northampton, Edward Elgar, 2002.
- Dooley, M.P. y P. Garber, *Is It 1958 or 1968? Three Notes on the Longevity of the Revived Bretton Woods System*, Brookings Panel on Economic Activity, <http://www.brookings.edu/es/commentary/journals/bpea_macro/forum/papers.htm>, 31 de marzo-1 de abril de 2005.
- Eatwell, J. y L. Taylor, *Global Finance at Risk*, New York, The New Press, 2000.
- Edison, H., M. Klein, L. Ricci y T. Slok, “Capital Account Liberalization and Economic Performance: A Review of the Literature”, Working Paper n° 02/120, Washington, DC, IMF, 2002.
- Eichengreen, B. y D. Leglang, “Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahathir Right?”, NBER Working Paper Series n° 9427, diciembre de 2002.
- Eichengreen, B., J. Tobin y C. Wyplosz, “Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance”, *Economic Journal*, 105, 1995, pp. 162-172.
- Fanelli, J.M., “Crescimento, instabilidade e crise da conversibilidade na Argentina”, en F. Ferrari Filho y L.F. Paula (orgs.), *Globalização Financeira: Ensaio de Macroeconomia Aberta*, Petrópolis, Vozes, 2004.
- Ferrari, A., *A Economia Argentina nos Anos 90: Reformas Estruturais e Lei de Conversibilidade*, Tesis de maestría presentada en el Instituto de Economía da UNICAMP, Campinas, 1999.
- Ferrari Filho, F., F.G. Jayme Jr., G. Tadeu Lima, J.L. Oreiro y L.F. Paula, “Uma avaliação crítica da proposta de conversibilidade plena do real”, *Revista de Economia Política*, 25(1), enero-marzo de 2005, pp. 133-151.

- Ferrari-Filho, F y L.F. Paula, “The Legacy of the Real Plan and an Alternative Agenda for the Brazilian Economy”, *Investigación Económica*, LXII(244), abril-junio de 2003, pp. 57-92.
- Ferrari Filho, F y R. Sobreira, “Regime cambial para países emergentes: uma proposição para a economia brasileira”, *Ensaio FEE*, 25(1), 2004, pp. 5-30.
- Freitas, M.C. y D. Prates, “A abertura financeira no governo FHC: impactos e conseqüências”, *Economia e Sociedade*, 17, 2001, pp.81-111.
- Fischer, S., “Capital Account Liberalization and the Role of the IMF”, *Essays in International Finance*, 207, 1998, pp. 1-10.
- Goldstein, M., “What Might the Next Emerging-market Financial Crisis Look Like?”, IIE Working Paper n° 05/7, Washington, DC, Institute for International Economics, <<http://www.iie.com>>. 2005.
- Grenville, S., “Exchange Rate Regime for Emerging Countries”, *Reserve Bank of Australia Bulletin*, noviembre de 2000.
- Hermann, J., “Liberalização financeira e crise cambial: a experiência brasileira no período 1987-99”, en R. Sobreira (ed.), *Regulação Financeira e Bancária*, São Paulo, Editora Atlas, 2005, pp. 210-258.
- International Monetary Fund (IMF), *World Economic Outlook*, Washington, DC, IMF, septiembre de 2002.
- , *World Economic Outlook*, Washington, DC, IMF, mayo de 2005.
- Keynes, J.M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, New York, HBJ Book, 1964.
- , *The General Theory and After: Preparation*, London, Macmillan, 1973. (The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. 13.)
- Kregel, J., “Aspects of a Post Keynesian Theory of Finance”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 21(1), Fall 1998, pp. 113-137.
- Minsky, H.P., “The Financial Instability Hypothesis: A Clarification”, en M. Feldstein (ed.), *The Risk of Economic Crisis*, Chicago, The University of Chicago Press, 1991.
- Mundell, R., “Currency Areas, Exchange Rate Systems and International Monetary Reform”, *Journal of Applied Economics*, III(2), noviembre de 2000, pp. 217-256.
- Ocampo, J.M. y A. Uthoff, *Governabilidad e integración financiera*, Santiago, CEPAL, <<http://www.eclac.cl>>, 2004.
- Oreiro, J.L., L.F. Paula y G.J.C. Silva, “Por uma moeda parcialmente conversível”, *Revista de Economia Política*, 24(2), abril-junio de 2004, pp. 223-237.

- Paula, L.F., “Controle de capitais: lições para o Brasil”, en R. Benecke y R. Nascimento (orgs.), *Opções de Política Económica para o Brasil*, Rio de Janeiro, Konrad-Adenauer, 2003.
- Prasad, E., K. Rogoff, S. Wei y M.A. Kose, *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, <<http://www.imf.org>>, 2003.
- Prates, D.M., “A literatura convencional sobre crises financeiras nos países ‘emergentes’: os modelos desenvolvidos nos anos 90”, *Estudos Económicos*, 35(2), 2005, pp. 359-382.
- Schvarzer, J., *La política económica de Martínez de Hoz*, Buenos Aires, Hyspamerica, 1986.
- Sicsú, J., J.L. Oreiro y L.F. Paula (orgs.), *Agenda Brasil: políticas económicas para o crescimento com estabilidade de preços*, Barueri, Manole, 2003.
- Silva, K.F., *Ataques especulativos e crises cambiais na Argentina e no Brasil: uma análise comparativa*, Porto Alegre, monografia presentada en el Departamento de Economia da Faculdade de Ciências Económicas/UFRGS, 2004.
- Williamson, J., “What Role for Currency Boards?”, *Policy Analyses in International Economics*, 40, Washington, DC, Institute for International Economics, 1995.