

CONSIDERACIONES SOBRE LA PROPUESTA DE CONVERTIBILIDAD PLENA DEL REAL EN BASE A LA EXPERIENCIA DE CONVERTIBILIDAD ARGENTINA EN LOS AÑOS 90'

André Moreira Cunha^{*}

Andrés Ferrari[†]

Fernando Ferrari Filho[†]

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL

Resumen:

El presente artículo tiene como objetivo efectuar un análisis de los argumentos a favor de la propuesta de convertibilidad plena de la cuenta de capital y financiera en Brasil, concentrándose, básicamente, en los argumentos presentados por Arida, en base de la experiencia del Plan de Convertibilidad de la Argentina en los años 90'. Nuestra hipótesis central es que la adopción de la convertibilidad plena de la cuenta de capital y financiera, lejos de contribuir a la estabilidad macroeconómica, como sugiere Arida, lo más probable genere, por el contrario, un mayor grado de inestabilidad en la economía brasileña, tal cual se comprobó en la Argentina, a fines de 2001.

Palabras Claves: Apertura financiera, plan de convertibilidad, economía brasileña y economía argentina.

Clasificación JEL: E4, F4.

INTRODUCCIÓN

En los últimos años, el ex-presidente del Banco Central de Brasil, Pêrsio Arida, ha 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 y, consecuentemente, también se obtendrían menores tasas de intereses en reales, lo que implicaría fortalecer las tres bases de la actual política económica brasileña: un importante superávit fiscal primario, tasas de interés determinada por la meta inflacionaria y un tipo de cambio fluctuante. Esta idea fue luego desarrollada adicionalmente en artículos publicados en la *Revista de Economía Política* (Arida 2003a y 2003b), mientras que, posteriormente, nuevos argumentos en favor de una plena convertibilidad del real fueron presentado en Arida, Bacha y Lara-Resende (2004).

Este debate tiene especial importancia dado que Brasil y otras economías en desarrollo experimentaron 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 aquél 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 venían promoviendo la liberalización, recomendaría un mayor cuidado con la implementación de nuevas medidas que profundicen la apertura financiera. En el caso brasileño, en particular, este proceso avanzó considerablemente en los 90' (Freitas y Prates, 2001) y, recientemente, una serie de nuevas medidas fueron adoptadas por el Banco Central (BC) 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 coincidió con el contenido, al menos parcialmente, con recientes normativas que dispuso el Banco Central brasileño (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 a favor de la propuesta de convertibilidad plena de la cuenta de capital y financiera en Brasil, concentrándose, básicamente, en los argumentos presentados por Arida (2003a y, 2003b), en base de la experiencia del Plan de Convertibilidad de la Argentina en los años 90'. 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 ampliar el grado de inestabilidad de la economía brasileña. Desde una perspectiva vinculada a la tradición keynesiana¹, argumentamos contra el énfasis de Arida en 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 lo tanto, su liquidez relativa a las divisas-principales de mayor aceptación en los mercados financieros internacionales, como el dólar norteamericano (en adelante, diremos simplemente dólar) o el euro. Para sostener nuestra posición, efectuamos un análisis crítico a los fundamentos de la propuesta de Arida, y rescatamos la experiencia histórica reciente de la Argentina, en donde la apuesta en la liberalización financiera y en las reformas pro-

¹ En el debate brasileño, la perspectiva keynesiana viene siendo sustentada, entre otros, por Bresser-Pereira y Nakano (2003), Belluzzo y Almeida (1999), 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, adicionalmente, una comparación crítica de la experiencia argentina reciente con el régimen de convertibilidad, actualmente en discusión para ser aplicado en el Brasil.

mercado garantizó, por muchos años, el apoyo cuasi unánime del *establishment* oficial, académico y del mercado².

Sin embargo, en pocos años la Argentina pasó de *show-case* de los defensores de las reformas de liberalización en América Latina a 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 seria 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 cuatro secciones, además de esta breve introducción. En la sección siguiente se presentan los argumentos favorables a la adopción de un régimen de convertibilidad plena de la cuenta de capital y financiera. La sección 3 expone la experiencia argentina del Plan de Convertibilidad. En la sección 4 se efectúa una evaluación crítica de la propuesta de la convertibilidad plena del real, en base a los contenidos de los puntos anteriores. Finalmente, la última sección consiste en un sumario de los argumentos principales desarrollados en el artículo.

2. LOS ARGUMENTOS DE ARIDA EN FAVOR DE LA CONVERTIBILIDAD PLENA DE LA CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA³

El argumento central de Arida (2003a y 2003b) 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 él, controles administrativos sobre operaciones con moneda extranjeras derivan en mayores tasas de interés respecto a una situación de convertibilidad plena⁴. Arida sostiene que

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

³ Esta sección está basada en Ferrari Filho *et al.* (2005).

⁴ Según Arida (2003b: 152): "Los *mecanismos de control cambiario, típicos del régimen de tipo de cambio controlado, sobrevivieron a la transformación del régimen cambiario. Nuestro tipo de cambio fluctúa, pero algunos de los mecanismos de control permanecen*

bajo el régimen de libre convertibilidad, el Banco Central (BC) estaría mostrando tener plena confianza en su propia política. En su visión, sin controles administrativos a las operaciones con moneda externas, conjuntamente a los elevados superávits primarios, se reduciría el *endeudamiento público como proporción del PBI*, 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 precisa ser entendida como reflejando un momento de impasse en el debate político y económico brasileño⁵. Esto porque, con el Plan Real (1994) y el proceso de liberalización y desregulación de la economía el país logró un relativo éxito en el control del proceso inflacionario crónico, sin que, por ello, alcanzar una trayectoria de crecimiento sustentado, o incluso de estabilidad macroeconómica. La depreciación en el 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 -déficits 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 4,0% del PBI y ante una reversión del cuadro favorable de liquidez externa, las tasas reales de interés se mantuvieron en niveles promedios superiores a 10,0% al año durante más de una década. Este costo financiero incidió sobre una deuda pública (en reales) que ya era elevada (cerca de 30,0% del PBI, antes de 1994) y que cuyo perfil de corto plazo de maduración y de indexación (predominante) a la propia tasa de interés básica de economía (la tasa de interés SELIC), limitaba la gestión fiscal.

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 Banco Central de Brasil (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.

⁵ Es preciso recordar, también, que ella fue originalmente hecha pública en 2002, en medio del proceso de transición política de la “Era FHC” –referencia al presidente Fernando Henrique Cardoso (1995-2002), el idealizador de Plan Real cuando era Ministro de Economía del entonces presidente Itamar Franco (1993-1994)– para la “Era Lula” –Luís Inácio Lula da Silva, líder de la oposición de “izquierda” electo presidente en 2002 bajo la mirada desconfiante de los mercados financieros. Su política económica se reveló, posteriormente, plenamente alineada a 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.

Es por ello que esta política de interés fue una de las principales causas del crecimiento exponencial de la deuda, que llegó a 60,0% del PBI, en 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. en promedio, en el período que se 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 comenzó 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 aquéllas políticas, sino por su profundización, a través de la adopción de la convertibilidad plena de la moneda nacional. Esta 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 asociada 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 de nada confusiones desnecesarias. 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 lastro correspondiente en dólares; en el plano de las obligaciones de pago, la posibilidad de quitar 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: 151).

Así, a continuación agrega que es "solamente este cuarto y último sentido que la convertibilidad 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 implementar una 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, ya que

[el] paso del universo de los tipos de cambio administrados para el cambio libre, sin embargo, aún no fue enteramente completado ... Nuestro tipo de cambio fluctúa, pero varios de los mecanismos de control permanecen intactos (Arida, 2003b: 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 que a resaltar los efectos benéficos de su propuesta sobre la tasa de interés a través de la disminución de la prima de riesgo, en base a que:

surge, a los ojos del acreedor en moneda extranjera, un riesgo desnecesario. 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 quitar 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: 153).

Ferrari Filho *et al.* (2005) señalan que los efectos de la convertibilidad restringida sobre las tasas de interés reales ocurren 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 incierto 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 señalaría para 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: 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 a sus expectativas sobre el tipo de cambio nominal. Además, este autor argumenta que no es por medio de controles administrativos sobre operaciones en moneda externa que se solucionarán los problemas de volatilidad cambiaria sino a través de intervenciones esporádicas del BC en el mercado de cambiario (*dirty floa-*

ting), ante la posibilidad de efectos manada y bolas especulativas, y por impuestos temporarios al flujo de capitales con el exterior (Arida, 2003a: 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 y financiera, en un contexto de políticas macroeconómicas sólidas y sustentables, posibilitaría un mayor bienestar debido a que permite captar recursos externos más baratos en 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 "auto-equilibrio" 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 él existe la posibilidad de que el ingreso de capital puede verse perjudicado, aún cuando existan posibilidades lucrativas, debido a que al riesgo de convertibilidad, dado que los agentes externos pueden temer no poder retirar sus capitales ante una restricción impuesta por el BC. Vale recordar que Arida (2003a) ya argumentaba que con sólo expectativas de que el BC estaría considerando introducir controles de capital pueden desencadenar un proceso especulativo, debido a que los agentes presumen que el BC sabe algo que ellos no, que terminaría en una profecía autocumplida⁶.

Para el caso de países como Brasil y la Argentina, el argumento de Arida resalta el hecho de que son monedas de inferior cualidad por causa del comportamiento histórico de sus gobiernos, en donde los controles de capitales refuerzan dicha tendencia, que hace que éstas monedas no sean valorizadas en su función de reserva de valor. Este pasado vendría a ser una cruz sobre ella, que la actualidad de la gestión macroeconómica brasileña tiene dificultad en desprenderse, generándose un temor que al elevar la prima de riesgo, impacta incrementando la tasa de interés y el superávit primario necesario.

⁶ 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).

3. LA EXPERIENCIA ARGENTINA CON EL RÉGIMEN DE CONVERTIBILIDAD

Como se mencionó anteriormente, Arida sostiene que su propuesta de convertibilidad plena no tiene relación fundamental alguna con la convertibilidad que fue implementada en la Argentina en la década pasada. Así, Arida debe, además de convencer la validez de sus argumentos sobre las ventajas derivadas de su propuesta, legitimar que ambas 'convertibilidades' son diferentes. Refutar esta pretensión es el propósito de esta sección. Ante todo, es preciso establecer con claridad el alcance de la convertibilidad argentina:

La ley No. 23.928 de Marzo de 1991 estableció que sólo se podría emitir moneda doméstica con 100% de respaldo en reservas internacionales⁷, obligando al Banco Central 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 tornaba el Banco Central independiente de cualquier otro poder del Estado, transformándolo prácticamente en un Currency Board, eliminándose, así, la posibilidad de que se generasen déficits cuasi-fiscales al limitar fuertemente el otorgamiento de redescuentos 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: 72).

De lo expuesto debe resaltarse, por lo tanto, cuáles son las características de éste régimen cambiario. En primer lugar, 'convertibilidad' no se refiere al hecho de la libertad de los agentes en cambiar moneda doméstica por divisas, sino al compromiso oficial del gobierno argentino en efectuar tal intercambio cambiario a los agentes que lo deseen. Por otro lado, la legalización de celebrar contratos en moneda externa consiste 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, en base al recetario del 'Programa de Consenso de Washington'. Consecuentemente, fue el fracaso en generar estabilidad monetaria, cambiaria y

⁷ Estos límites fueron luego modificados.

macroeconómica a través de las políticas de liberalización 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 norteamericanos, fue un proceso que se inició con anterioridad a la ley de convertibilidad. Como señala Da Silva (2004: 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 BC 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 domésticas. En forma semejante, no fue por medio de la Ley de Convertibilidad que la Bolsa de Valores y el mercado financiero y bancario fue desregulado y equiparado el trato conferido al capital extranjero con respecto al nacional.

Consecuentemente, 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. Dicha utilización entiende por 'convertibilidad' al acto de la 'conversión' de una moneda en otro. Es decir, igualando al régimen cambiario de 'convertibilidad' al hecho de conversión de la moneda doméstica en otras extranjeras con total libertad. De la misma manera se expresó el propio Cavallo sobre el significado del régimen argentino, menos de un año antes de la debacle del sistema⁸. 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 mone-

⁸ Reportaje a la revista argentina *Noticias*, el 13 de enero de 2001.

das, o quieren endeudarse, o quieren prestar dinero o firmar contratos en esas otras monedas, lo puede 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 la 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, entiende de igual manera el régimen de convertibilidad no debe resultar sorprendente que el ex-Ministro argentino, al procurar un caso 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 conceptos⁹. Lo interesante en adicionar 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 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 5 o 10 años (Cavallo, 2000).

Ahora bien, si se adopta tal definición de 'convertibilidad', como hacen Arida y Cavallo, que no es el 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 70' 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

⁹ Reportaje al diario argentino *Página/12*, el 19 de noviembre de 2000.

de desvalorización pre-anunciadas ('la tablita'¹⁰) para otorgar confianza y seguridad en 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 BC asumió el compromiso de intercambiar moneda nacional de su emisión por divisas en su poder¹¹.

4. CRÍTICA A LA PROPUESTA DE CONVERTIBILIDAD: TEÓRICA Y PRÁCTICA

Ferrari Filho *et al.* (2005) analizaron los puntos centrales entre los argumentos de Arida. En primer lugar, constatan que no tiene comprobación empírica la afirmación de este autor 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.

De hecho, la experiencia histórica brasileña muestra precisamente lo contrario: a lo largo de los años 1990, Brasil caminó en la dirección de una convertibilidad creciente de la cuenta de capital, sin que hubiese una tendencia de disminución en el riesgo-pais o en la tasa de interés doméstica real. (Ferrari Filho *et al.*, 2005: 139-140).

Es importante, para nuestras reflexiones, resaltar la observación que éstos autores hacen sobre el alcance de la convertibilidad propuesta por Arida para Brasil, 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, los autores señalan que:

esa parcialidad señalaría, por la propia lógica del autor, una desconfianza en el padrón monetario local, al inducir al agente a concluir que se le posee libertad plena de acceso a la moneda extranjera, pero para su utilización en el territorio nacional, entonces la verdadera confianza del BC en el padrón monetario no es exactamente aquélla que él está tentando mostrar. Al final, cuál es la razón que lo

¹⁰ 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 sustentaba que la tasa de inflación interna sería igual a la internacional, dado el contexto de apertura comercial y financiera.

¹¹ Un análisis de las políticas cambiarias y monetarias de este período se encuentra en Canitrot (1981), Schvarzer (1986) y Ferrari (1999).

lleva a continuar a restringir el uso por parte de los agentes de la moneda extranjera? (Ferrari Filho et al., 2005: 140)¹².

Tampoco la evidencia empírica da sustento al argumento de Arida de que la liberalización financiera en un contexto de políticas macroeconómicas "sólidas", mejora la performance económica. Más bien por el contrario, la liberalización financiera ha sido frecuentemente asociada a una mayor inestabilidad dado que los flujos de capitales son fuertemente pro-cíclicos¹³ (Prasad et al., 2003, Goldstein, 2005)

Por otro lado, tampoco es convincente la línea argumental de Arida de que renunciando el BC a los controles de capital, tendría mayor credibilidad la política macroeconómica general. Arida sostiene que los agentes entenderían la consideración por parte del BC de introducir controles como una señal del organismo 'saber algo que ellos no'. 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, corriendo el riesgo de un colapso cambiario por causa de una parada repentina (y no al contrario)¹⁴, fenómeno que se ha revelado recurrente en

¹² Según Ferrari Filho et al. (2005: 140-141) "[p]or otro lado, hay una contradicción entre el argumento del autor de que, con libre convertibilidad, el BC no sería más 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 el cual evidentemente es necesaria la acumulación de reservas. Probablemente, 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*".

¹³ Sobre esta cuestión, Eichengreen y Leglang (2002) sostienen que la experiencia reciente desde la Segunda Guerra Mundial muestra que los países que se desarrollaron hasta convertirse en 'países desarrollados' inicialmente desarrollaron su mercado financiero doméstico, juntamente con una convertibilidad restringida y de controles de capitales, y que solamente después liberaron su cuenta de capital. La convertibilidad, efectuada en forma precipitada, puede comprometer el desarrollo del sistema financiero doméstico de un país emergente, en función justamente de la mayor inestabilidad macroeconómica generada por la volatilidad de los flujos de capitales externos.

¹⁴ Según Ferrari Filho et al. (2005: 146), "[a]creciéntese que el BC puede, a través de cambios en la alícuota del Imposto 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

la inserción de los mercados emergentes en un ambiente de globalización financiera (Calvo, 1998, Calvo y Reinhart, 2000). Para los 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 embarcar en el análisis del caso argentino, se observa que los argumentos presentados por Arida muestran debilidades en justificar las conclusiones arribadas por el autor. A esto se suma su noción de que los controles de capital son señales de un sistema monetario de menor calidad, derivando en la desconfianza en la moneda doméstica como reserva de valor. Esto se debería a que el padrón monetario sufre una debilidad "genética-estructural".

Belluzzo y Carneiro (2004) y Ferrari Filho *et al.* (2005) destacan que es una paradoja que la mejor manera de que el BC señale que confía en el padrón monetario local es permitir que los agentes se escapen del mismo cuando y en la magnitud que deseen¹⁵. Adoptando una perspectiva inversa, los autores concluyen que la debilidad "genética-estructural" del padrón monetario brasileño deriva de profundos desequilibrios estructurales de esta economía, que no serán reueltos por la adopción de un régimen de plena convertibilidad.

En esta misma línea de argumentación, si Arida por convertibilidad entiende la libertad de los agentes privados para efectuar transacciones cambiarias, la cuestión de la debilidad genético-estructural de la moneda tampoco resultará solucionada por un régimen de convertibilidad como él propone dado que, como señalan Belluzzo y Carneiro (2004), si por alguna razón los agentes prefieren moneda divisa 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, continuará habiendo 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

manera, para (i) la estabilización de los flujos de capitales, y (ii) la reducción en la volatilidad del tipo de cambio".

¹⁵ Más bien, se podría plantear un razonamiento inverso dado que, en cierta medida y extensión, el hecho de que una convertibilidad restricta faculte al BC a modificar las normas del mercado cambiario según las necesidades de política económica, como reconoce Arida, puede ser interpretado como potencialmente positivo por parte de los agentes, ya que señala una preocupación por parte de la institución con el mantenimiento de la calidad del sistema monetario local.

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 solamente 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 a una imaginaria escasez del metal o al carácter supuestamente natural de la mercadería-moneda" (Belluzzo y Almeida, 1990: 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, como 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: 63).

De esta manera, para la estabilidad monetaria es preciso avanzar en la comprensión de la función del propio dinero en una economía capitalista moderna. La visión de Arida trata a este simplemente como un utensilio conveniente en las transacciones económicas. Aún cuando admite que la moneda se comporta como reserva de valor, ésta acción 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 teniendo a la misma 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:

solamente 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 mercadería o contrato particular (Belluzzo y Almeida, 1990: 63-64)¹⁶.

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 la gestión monetaria ha estado en el pasado sujeta a la arbitrariedad, y juzgamiento errado –para no decir corrupción– de los administradores locales, no sólo las reglas monetarias no han sido claras y 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 éstos hechos.

Consiguientemente, la propuesta de “convertibilidad plena” se reduce a éste 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 una inconsistencia lógica ¿Por qué causa una moneda se transforma en divisa y otra no? Más aún, ¿Precisaron las dividas de hoy para transformarse en tales de un instrumento de administración como Arida sugiere? O, también, ¿por qué los administradores de las monedas divisas actuales no se comportaron o comportan como los de las monedas no-divisas? Éstas consideraciones críticas apuntan hacia la observación de Belluzzo y Carneiro (2004: 220) cuando afirmaron 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, que una moneda no se reduce a una simple regla administrativa. Desde otra óptica, sin embargo, ¿cuáles serían los efectos de tal 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: 411). Así, las distintas mone-

¹⁶ Según Belluzzo y Almeida (1990: 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, caso fuese titular da prerrogativa de producir o de sustituir al dinero”.

das, así 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 estas 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 desempleo¹⁷. 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, es decir, 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 inmediatamente suprimido. No hay otro remedio, sino persuadir al público que el queso verde es prácticamente la misma cosa y poseer una fábrica de queso verde (es decir, un banco central) bajo control público (Keynes, 1964: 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, describe el proceso de acumulación privada en las economías capitalistas modernas que 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'¹⁸, es decir:

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 estar 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

¹⁷ Según Keynes (1973: 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 "

¹⁸ Los argumentos de Belluzzo y Almeida (1990) se vinculan no solo em la tradición keynesiana, sino también com los análisis que parten de una perspectiva marxiana, como Aglietta y Orlean (1982).

que este activo no puede ser producido de forma privada, aún que, 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: 254).

Por lo tanto, lo esencial al evaluar cómo funcionará 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*" deriva 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 a una moneda divisa. Si esta diferencia no existiese, es decir sino fuese real, la propuesta de Arida directamente no tendría sentido alguno ¿Para qué proponer una convertibilidad de monedas si no hubiese diferencia? Si hay diferencia, es claro que, desde la óptica de enriquecimiento individual, es más ventajoso ganar en divisa que en moneda local. Por lo 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 doméstica.

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 señalaba 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. Consecuentemente, 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, del acto administrativo. La paridad no dura más o menos porque haya una ley por 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 doméstica 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 doméstica pasa a darse de hecho, en cuanto los agentes reaccionan negativamente cada vez que sienten que la moneda local se desvaloriza, o pue-

de 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, la posibilidad de quitar contratos y fazer pagamentos dentro del país en dólares” (Arida, 2003b: 151). Pero, como se manifestó anteriormente, esta característica de la economía argentina, en sí, no tuvo que ver con el régimen de convertibilidad, y, incluso se inició antes de aquél.

En realidad, el inicio 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 del 70'. Aquél modelo sólo difirió de lo que Arida propone en que poseía un elemento de tipo de cambio fijo de devaluaciones periódicas pre-anunciadas. No es que se quiere 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 propone, el hecho de permitir la libre convertibilidad, haría que por la tranquilidad que esto generaría en los agentes, el tipo de cambio de hecho sería relativamente estable. Pero con el tiempo tal estabilidad cambiaría depende no solo de una decisión de política económica, sino también de desempeño económico. Si éste desempeño brasileño no se equipara al de países con monedas divisas, la rigidez cambiaría 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 doméstica, 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 tiene a desaparecer. Eso fue lo que sucedió en la Argentina. La permanencia de la moneda doméstica 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 del balance de pago, 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.

5. 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 capital y financiera ha sido el principal determinante de la evolución del balance de pagos de los países, y así, de la evolución en el valor externo de sus monedas y en la oferta doméstica de crédito¹⁹ (Cepal, 2002). En países periféricos, como Argentina y Brasil, que presentan niveles elevados de pasivos externos (de corto, o 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 vienen afectando a la periferia capitalista y creando condiciones domésticas 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 capital y, por lo tanto, el establecimiento de límites para la constitución de activos y pasivos en moneda extranjera, viene siendo señalada, incluso dentro del *establishment* oficial, financiero y 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 toma 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 trae 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 doméstica, 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, esta no resulta necesariamente solucionada únicamente por modificaciones en la cuenta de capital y financiera del balance de pagos. De hecho, con o sin libre convertibilidad, no hay ninguna garantía de que habrá un saldo neto positivo en

¹⁹ Para una perspectiva convencional, ver Calvo (1998) y Aziz *et al.* (2000).

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 en garantizar un resultado en cuenta corriente que no sea determinado por la cuenta de capital y financiera del balance 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 90' sobre el molde de un *Currency Board*, sino la experimentada en la segunda mitad de la década del setenta. No se afirma aquí que todas las características de aquella experiencia son similares a lo que plantea Arida, ni tampoco que las Autoridades Monetarias de la Argentina de ese momento se comportaron de acuerdo a las sugerencias de este autor. Lo que se manifiesta en este artículo que en cuanto *modelo el alcance de convertibilidad de la moneda doméstica* ambas son parecidas, ya que la Argentina permitió el libre movimiento de recursos monetarios con el exterior, sin que existiría, como en el caso reciente, un compromiso oficial del BC en "convertir", al tipo de cambio, moneda local en divisa de respaldo.

Pero, por otro lado, en segundo lugar, 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 lo tanto, el efecto más probable de esa política cambiaría y monetaria es sustituir la divisa en el lugar de la moneda doméstica 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 doméstica, sino en alguna divisa. Siendo así, luego, un esquema de convertibilidad tipo *Currency Board* pasa de imponerse, tarde o temprano, indefectiblemente. En consecuencia, la propuesta de Arida se aleja de la reciente experiencia argentina únicamente por una razón temporal.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aglietta, M. Orlean, A. (1982), *La Violence et la Monnaie*, Presses Universitaires de France, Paris.
- Arida, P. (2003a), "Ainda sobre a conversibilidade", *Revista de Economia Política*, V. 23, No. 3, pp.135-142, julho/setembro, São Paulo.
- (2003b), "Por uma moeda plenamente conversível", *Revista de Economia Política*, V. 23, No.3, pp. 151-154, julho/setembro, São Paulo.
- Arida, P.; Bacha, E.; Lara-Resende, A. (2004) *High interest rates in Brazil: conjectures on the jurisdictional uncertainty*, Mimeo, Rio de Janeiro,
- Aziz, J., Caramazza, F., Salgado, R. (2000), "Currency Crises: In Search of Common Elements", *IMF Working Paper*, WP/00/67, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Belluzzo, L. G.; Almeida, J. S. (1990), "Crise e reforma monetária no Brasil", *São Paulo em Perspectiva*, 4 (1), pp. 63-75, janeiro/março, São Paulo.
- Belluzzo, L.G.; Carneiro, R. (2004), "O mito da conversibilidade", *Revista de Economia Política*, V. 24, No 2, pp. 218-222, abril/junho, São Paulo.
- Bresser-Pereira, L. C., Nakano, Y. (2003), "Crescimento econômico com poupança externa?", *Revista de Economia Política*, V. 23, No. 2, abril/junho, São Paulo.
- Calvo, G. (1998), "Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops", *Journal of Applied Economics*, V.1, No.1, pp. 35-54, Buenos Aires.
- Calvo, G., Reinhart, C. (2000), "When Capital Flows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy", Kenen, P., Swoboda, A. K. (ed.), *Reforming the International Monetary and Financial System*, International Monetary Fund, Washington DC.
- Canitrot, A. (1981), "Teoría y práctica del liberalismo. Política antiinflacionaria y apertura económica en la Argentina", *Desarrollo Económico*, No. 82, Buenos Aires.
- Cavallo, D. (2000), Entrevista en *Diario*, página/12, 19 de noviembre, Buenos Aires.
- (2001), Entrevista en *Revista Noticias*, 13 de enero, Buenos Aires.
- Carvalho, F. J. C., Sicsú, J. (2004), "Controvérsias Recentes Sobre Controles de Capitais", *Revista de Economia Política*, Vol 24, No. 2 (94), pp.163-184, abril-junho, São Paulo.

- CEPAL (2002), *Growth with Stability: financing for development in the new international context*, Comisión para América Latina y Caribe, Santiago, Chile.
- Da Silva, K. F. (2004), *Ataques especulativos e crises cambiais na Argentina e no Brasil: uma análise comparativa*, *Monografia* apresentada en el Departamento de Economía da Faculdade de Ciências Econômicas/UFRGS, Porto Alegre.
- Davidson, P. (1996), "What are the Essential Elements of Post Keynesian Monetary Theory", Delapalce, G. & Nell, E., *Money in Motion: the post keynesian and circulation approaches*, St. Martin Press, New York.
- (2002), *Financial Markets, Money and the Real World*, Ma: Edward Elgar, Northampton.
- Dooley, M. P., Garber, P. (2005), *Is It 1958 or 1968? Three Notes on the Longevity of the Revived Bretton Woods System*, Brookings Panel on Economic Activity, Mar 31-April. (http://www.brookings.edu/es/commentary/journals/bpea_macro/forum/papers.htm)
- Edison, H., Klein, M.; Ricci, L.; Slok, T. (2002), *Capital Account Liberalization and Economic Performance: a review of the literature*, *IMF Working Paper 02/120*, International Monetary Fund, Washington DC.
- Eichengreen, B., Leglang, D. (2002), "Capital account liberalization and growth: was Mr. Mahathir right?", *NBER Working Paper Series*, No. 9427, December, Cambridge.
- Ferrari, A. (1999), *A Economia argentina nos anos 90: Reformas estruturais e lei de conversibilidade*, Tesis de maestria apresentada en el Instituto de Economía da UNICAMP, Campinas.
- Ferrari Filho, F.; Jayme Jr., F. G.; Tadeu Lima, G.; Oreiro, J. L.; De Paula, L. F. (2005), "Uma avaliação crítica da proposta de conversibilidade plena do real", *Revista de Economia Política*, V. 25, No. 1, pp. 133-51, janeiro/março, São Paulo.
- Freitas, M. C; Prates, D. (2001), "A abertura financeira no governo FHC: impactos e conseqüências", *Economia e Sociedade*, No. 17, p.81-111, Campinas.
- Goldstein, M. (2005), *What Might the Next Emerging-Market Financial Crisis Look Like?* IIE Working Paper 05-7: Institute for International Economics, Washington, DC. Disponível em: www.iie.com (acessado em agosto de 2005).
- IMF (2005), *World Economic Outlook*, may, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Keynes, J. M. (1964), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, HBJ Book, New York.

- (1973), *The General Theory and After: preparation*, Macmillan, (The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol.XIII), London.
- Kregel, J. (1998), "Aspects of a Post Keynesian Theory of Finance", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 21: 1, fall pp. 113-37, Knoxville.
- Minsky, H. P. (1991), *The Financial Instability Hypothesis: a Clarification*, Feldstein, M., *The Risk of Economic Crisis*, The University of Chicago Press, Chicago.
- Mundell, R. (2000), *Currency Areas, Exchange Rate Systems and International Monetary Reform*, *Journal of Applied Economics*, november III (2), pp. 217-56, Buenos Aires.
- Oreiro, J. L., De Paula, L. F., Silva, G. J. C. (2004), "Por uma Moeda Parcialmente Conservativa", *Revista de Economia Política*, Vol 24, No. 2, abril-junho, São Paulo.
- Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S., Kose, M. A. (2003), *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*. (www.imf.org)
- Prates, D. M. (2005), "A Literatura Convencional Sobre Crises Financeiras nos Países "Emergentes": Os Modelos Desenvolvidos nos Anos 90", *Estudos Econômicos*, Vol. 35 No. 2, São Paulo.
- Schvarzer, J. (1986), *La política económica de Martínez de Hoz*, Hyspamerica, Buenos Aires.
- Williamson, J. (1995), "What Role for Currency Boards?", *Policy Analyses in International Economics*, 40, Institute for International Economics, Washington, DC.