

**REVISTA**

*de la*

**C E P A L**

**NUMERO 50**  
**AGOSTO 1993**

**SANTIAGO DE CHILE**

**ANIBAL PINTO**  
*Director*

**EUGENIO LAHERA**  
*Secretario Técnico*



**NACIONES UNIDAS**

## SUMARIO

<b>En memoria de Pedro Vuskovic</b>	<b>9</b>
<i>Jacobo Schatan</i>	
<b>La Integración regional en los años noventa</b>	<b>11</b>
<i>Gert Rosenthal</i>	
<b>El resurgimiento de la Integración y el legado de Prebisch</b>	<b>21</b>
<i>José Manuel Salazar</i>	
<b>La liberalización comercial en América Latina</b>	<b>41</b>
<i>Manuel Agosin y Ricardo Ffrench-Davis</i>	
<b>Crecimiento, crisis y viraje estratégico</b>	<b>63</b>
<i>Joseph Ramos</i>	
<b>Falla del mercado y política tecnológica</b>	<b>81</b>
<i>Jorge M. Katz</i>	
<b>Crisis monetaria, dolarización y tipo de cambio</b>	<b>93</b>
<i>Paulo Nogueira Batista Jr.</i>	
<b>El financiamiento en los procesos de descentralización</b>	<b>109</b>
<i>Dolores María Rufián Lizana</i>	
<b>Migración intrarregional de mano de obra calificada</b>	<b>127</b>
<i>Jorge Martínez</i>	
<b>Ciencias sociales y realidad social en Centroamérica</b>	<b>147</b>
<i>Andrés Pérez</i>	
<b>Formación histórica de la estratificación social en América Latina</b>	<b>163</b>
<i>Enzo Faletto</i>	
<b>Estructura socioeconómica y comportamiento colectivo</b>	<b>181</b>
<i>Rodrigo Baño</i>	
<b>Clasificación por autores y temática de los artículos publicados en la Revista de la CEPAL, del número 1 al 50</b>	<b>201</b>
<b>Orientaciones para los colaboradores de la Revista de la CEPAL</b>	<b>237</b>
<b>Publicaciones recientes de la CEPAL</b>	<b>238</b>

# Crisis monetaria, *dolarización* y tipo de cambio

**Paulo Nogueira Batista Jr.**

*Economista de la Fundación Getúlio Vargas y del Centro de Análisis Macroeconómico de la Fundação do Desenvolvimento Administrativo, ambos de São Paulo.*

El propósito de este ensayo es contribuir al debate sobre las políticas de estabilización en condiciones de alta inflación, teniendo en cuenta la experiencia brasileña y la de algunos otros países, y particularmente las crisis monetarias europeas de los años veinte y la estabilización de la moneda argentina en 1991/1992. En el trabajo se comentan primero ciertas peculiaridades de las situaciones de alta inflación, destacando la inviabilidad de seguir la secuencia de medidas recomendadas para situaciones de desequilibrio moderado. Luego se critican aspectos de la política económica adoptada en Brasil en 1991/1992 y se muestra su incapacidad para romper un círculo vicioso en el cual la inestabilidad monetaria y el desajuste fiscal se alimentan recíprocamente. Se afirma que la estabilización puede llevar en determinadas circunstancias a una regresión, a un sistema monetario de tipo más primitivo, es decir, al abandono de la moneda fiduciaria pura, basada exclusivamente en la autorización y sanción del Estado nacional. Se examina la política antiinflacionaria en curso en Argentina desde abril de 1991, destacando sus puntos fuertes y algunos de sus problemas; se describe el programa argentino como una regresión a un modelo monetario semejante al antiguo patrón oro, en que el dólar ocupa el lugar de "reliquia atávica". En la sección final se examinan las consecuencias de la acentuada valorización externa de la moneda argentina y algunas características de los ciclos económicos típicos de las estabilizaciones con ancla cambiaria y se analizan también las dificultades que se oponen a la aplicación en Brasil de un programa semejante al argentino.

## I

## Crisis monetaria y estabilización

*Tratar de equilibrar el presupuesto del Estado en medio de la inestabilidad monetaria es tan imposible como jugar al billar a bordo de un navío en un mar tempestuoso.*

Lloyd George<sup>1</sup>

El fracaso de los más variados intentos de lucha contra la inflación brasileña en los últimos diez años acabó generando un desánimo y un escepticismo generalizados, que dificultan la discusión del problema y de las medidas necesarias para resolverlo. La creciente violencia de las medidas antiinflacionarias promulgadas por medio de decretos ley o medidas provisionales, práctica que alcanzó el paroxismo en la reforma monetaria de 1990, generó un comprensible rechazo a nuevos experimentos en el área monetaria.<sup>2</sup> Pero terminó por paralizar también la política económica, que se limitó, durante la gestión de Marçílio Marques Moreira, a *simular* la lucha contra la inflación, consiguiendo sólo aplazar el estallido de una hiperinflación abierta o reprimirla con medidas de carácter recesivo.

La parálisis de la política económica se debía en parte a la decadencia política del gobierno Collor, que perdió la autoridad necesaria para llevar a buen término un programa de estabilización y repunte del desarrollo. Con todo, concentrarse en este aspecto de la situación brasileña puede llevar a perder de vista la esencia del problema, que reside en una profunda crisis de confianza en el poder público.

■ Este artículo se basa en un trabajo más extenso concluido en diciembre de 1992 en el ámbito del programa de investigación del Centro de Análise Macroeconómica (CEMA) de la Fundação do Desenvolvimento Administrativo (FUNDAÇÃO). El autor agradece el apoyo financiero de la Fundación Getúlio Vargas, São Paulo, y los comentarios de Carvalho, Bresser Pereira, N. Batista, Messenberg y Ramalho. Agradece también la ayuda de Alençar y Scalfó, del Consulado General de Brasil en Berlín, y Richter, del Instituto Latino-Americano de Desenvolvimento Econômico e Social (ILDES), de Río de Janeiro, en la localización de algunos de los textos sobre la hiperinflación alemana de 1922/1923. De Luca colaboró en la revisión del texto y en el trabajo bibliográfico, y Barelli y Lima en la reunión y elaboración de estadísticas.

<sup>1</sup> Citado por Helfferich, 1931, p. 7.

<sup>2</sup> El ex ministro Simonsen llegó al punto de escribir que "en materia de inflación, lo mejor que el Gobierno puede hacer es abstenerse de nuevas ideas", afirmación que refleja bien el estado de ánimo predominante en 1991-1992 (Simonsen, 1991, p. 68).

En este sentido, el caso brasileño no es diferente de los demás casos de hiperinflación. Una característica común a esas experiencias es el quebrantamiento de la confianza en la moneda garantizada por el Estado nacional y la consiguiente tendencia a la desagregación del sistema monetario y financiero del país. Alcanzada esta etapa, los procesos de estabilización adquieren características distintas de las que se observan en situaciones inflacionarias más moderadas.

En esas circunstancias no es viable, por ejemplo, repetir la secuencia normal de medidas recomendadas para situaciones de desequilibrio menos intenso, como lo demuestra la experiencia histórica. Sobre todo, no es posible tomar la reforma fiscal como punto de partida del proceso de reconstrucción financiera. Era eso lo que llevó al primer ministro inglés Lloyd George a comparar el ajuste fiscal en Alemania a inicios de los años veinte con un intento de "jugar al billar a bordo de un navío en un mar tempestuoso". En condiciones hiperinflacionarias, no hay cómo condicionar la estabilización a la eliminación previa del déficit público, ni cómo promover una reestructuración duradera del sistema fiscal.

Este aspecto de la cuestión no escapaba a los principales economistas del período de entreguerras, marcado por los inmensos desequilibrios derivados de la primera guerra mundial y de las reparaciones impuestas a los vencidos. Keynes, por ejemplo, refiriéndose también a la hiperinflación alemana, a fines de 1922, afirmaba que la estabilización del marco tenía que *preceder* al equilibrio fiscal, anticipando correctamente la secuencia que se observaría en el proceso de estabilización iniciado un año más tarde.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Sólo fue posible organizar un programa eficaz de lucha contra la inflación después que el gobierno alemán desistió de condicionar el comienzo de la estabilización al equilibrio de las cuentas públicas. Hasta septiembre/octubre de 1923, prevalecía en el gobierno la percepción de que la recuperación de la moneda suponía el

“Si el gobierno alemán espera hasta equilibrar el presupuesto —señalaba—, tendrá que esperar para siempre, a menos que en el ínterin haya intentado iniciar la estabilización” (Keynes, 1981a, p. 26).

Schumpeter defendió un punto de vista idéntico al recordar la hiperinflación registrada en su país de origen en el mismo período. Según él, uno de los principios centrales de la estabilización austríaca de 1922/1923 fue la decisión de no postergar la estabilización hasta que se pudiera equilibrar el presupuesto sino, por el contrario, comenzarla en seguida y contar con que ésta se encargaría de “revelar nuevamente la verdadera proporción de las cosas” (Schumpeter, 1925, pp. 226 a 227). En otras palabras, la propia estabilización facilitó el ajuste fiscal, entre otros motivos, porque devolvió la visibilidad y transparencia al proceso presupuestario y de recaudación de impuestos.<sup>4</sup>

En el marco actual de la economía brasileña, comenzar el proceso de estabilización con una amplia reforma fiscal, como pretendía el gobierno Collor y recomienda el Fondo Monetario Internacional, no ha-

bría sido factible aun cuando la intensificación de la crisis política en 1992 no hubiera estrechado drásticamente el margen de maniobra del Ejecutivo y obstaculizado por completo los proyectos más ambiciosos de reforma.

Es verdad que la consolidación de un proceso de estabilización depende esencialmente de la posibilidad de garantizar de forma duradera el financiamiento no inflacionario del gasto público. También es cierto que la estructura fiscal brasileña exige una profunda reorganización.

Así pues, se engaña quien imagina que se puede ejecutar una reforma fiscal estructural en medio de la incertidumbre asociada a una inflación del 25% mensual. También se engaña aquel que supone que es posible extraer más ingresos tributarios de una economía debilitada por varios años de estancamiento o recesión. La insistencia del gobierno Collor en seguir caminos que serían apropiados en situaciones más cercanas a la normalidad sólo retrasó la estabilización del cruzeiro y la recuperación de la economía brasileña.

## II

### Ajuste fiscal y recuperación de la confianza

*Nunca se conseguirá equilibrar el presupuesto con medidas que reducen la renta nacional.*

John Maynard Keynes<sup>5</sup>

La tesis de que sin ajuste fiscal no habrá control de la inflación ni reactivación del crecimiento se volvió un artículo de fe. Esa convicción tiene su razón de ser. No se puede garantizar una estabilización sustenta-

ble, que constituye condición previa indispensable para el repunte del desarrollo, sin corregir los desequilibrios financieros del sector público de forma duradera.

Por otro lado, la experiencia reciente de Brasil y otros países ya podría haber enseñado que, en condiciones de hiperinflación abierta o reprimida, el ajuste fiscal también presupone la estabilización de la moneda y la reactivación de la economía. No sólo ni principalmente por el desgaste inflacionario de los ingresos públicos —el llamado efecto Olivera-Tanzi—, dado que en gran medida éste puede neutralizarse con planes de indexación diaria de los impuestos. La inflación alta mina el ajuste fiscal de varias otras maneras.

Crea, por ejemplo, un ambiente propicio a la evasión fiscal, en la medida en que dificulta el control y seguimiento de las bases tributarias. También afecta al componente financiero del déficit público

ajuste previo del presupuesto (Beusch, 1928, pp. 24 a 27). El programa de estabilización acabó implantándose en medio de un inmenso desequilibrio fiscal. ¡En octubre de 1923, mes inmediatamente anterior al del inicio del programa, los ingresos del Reich cubrían menos del 2% de su gasto total! (Helfferich, 1924, p. 60).

<sup>4</sup> El mismo fenómeno surgió en Argentina en 1991, cuando el proceso de estabilización se inició con un marcado desequilibrio en las cuentas del Gobierno federal. En enero/marzo, trimestre inmediatamente anterior a la promulgación de la ley de convertibilidad, los ingresos mensuales del Tesoro cubrían poco más de la mitad de sus gastos (CEPAL, 1992b, cuadro 24). La mejora de la posición fiscal fue posterior a la estabilización y puede atribuirse en parte a sus efectos sobre los ingresos públicos. Véase, por ejemplo, CEPAL, 1992a, pp. 66, 68 y 69.

<sup>5</sup> Keynes, 1982, p. 149.

mediante elevados gastos en la corrección monetaria, implícita y explícita, de la deuda gubernamental. La presencia de una significativa deuda a corto plazo, indexada o con tasas de interés prefijadas, torna las necesidades brutas de financiación del Estado altamente sensibles a la tasa de inflación, haciendo que la elevación de esta última provoque un aumento de los gastos financieros del gobierno, no sólo en términos absolutos sino también en proporción a los ingresos tributarios. En ese contexto, una crisis financiera puede surgir aun cuando el sector público presente déficit operacionales pequeños y superávit primarios significativos, para lo cual basta que algún acontecimiento desfavorable produzca una reducción acentuada de la demanda real de títulos de la deuda pública.

Además, el estado de hiperinflación latente lleva al Banco Central a mantener tasas de interés real excepcionalmente elevadas, en el afán de impedir la explosión de las tasas de inflación. Esa política puede funcionar durante algún tiempo, pero a costa de presiones crecientes sobre la posición financiera del gobierno.

En Brasil los altos intereses afectan en especial a la industria orientada al mercado interno, que es justamente la que más contribuye a sustentar los ingresos tributarios del país. El resultado termina siendo una reducción de la recaudación pública en todos los niveles, que perjudica no sólo al Tesoro Federal sino también a los estados y municipios, el seguro social y los ingresos operacionales de las empresas públicas. Nótese que la reducción de los ingresos públicos tiende a ser más que proporcional a la caída del nivel de actividad, dado que, en la lucha por la supervivencia, las empresas y los contribuyentes en general responden a la recesión con la evasión fiscal, la informalización de las relaciones de trabajo y, más recientemente, con un movimiento creciente de resistencia judicial al pago de impuestos.

En el aspecto financiero, los intereses reales elevados fueron haciendo cada vez más pesada la carga de una deuda interna en cruzeiros que aumentó rápidamente entre noviembre de 1991 y agosto de 1992. Este crecimiento fue consecuencia de la liberación de los depósitos bloqueados por el gobierno Collor desde marzo de 1990 y, sobre todo, del esfuerzo por esterilizar el impacto monetario de las operaciones cambiarias, impacto que se produjo, en parte, por la propia atracción ejercida por los intereses ofrecidos para las inversiones en cruzeiros.

Durante el gobierno Collor, el Ministerio de

Economía respondió a esas presiones reduciendo los gastos no financieros en forma indiscriminada y redoblando los esfuerzos de control de caja, con efectos nocivos sobre el funcionamiento del aparato federal y repercusiones recesivas sobre la economía en general. Si se profundizara esa política hasta podría lanzar al país a una especie de espiral recesiva: la caída de los ingresos inducida por la recesión llevaría a cortes de gastos que bajarían aún más el nivel de actividad económica, lo que generaría una nueva reducción de los ingresos y así sucesivamente, en un movimiento semejante al que describieron diversas economías durante la Gran Depresión de los años treinta. No sin razón se comparaba al ex ministro Marcílio con Heinrich Brüning, uno de los primeros ministros alemanes de principio del decenio de 1930 que, con su adhesión incondicional a la ideología del equilibrio presupuestario, apresuró la caída de la democracia de Weimar.

En suma, si bien es verdad que la estabilización y el desarrollo dependen del ajuste fiscal, también lo es que este último difícilmente se alcanzará en un escenario marcado por la inflación alta y la retracción del nivel de actividad.

Surge entonces una pregunta: ¿cómo escapar a ese círculo vicioso en que la inestabilidad monetaria y el desajuste fiscal se alimentan mutuamente? La única forma es desdoblarse el proceso de reconstrucción financiera en dos grandes etapas, iniciándolo con una estabilización temporaria, una especie de pausa para respirar, que permita alguna reactivación de la economía, para luego lanzar en seguida las bases de un ajuste más permanente de las finanzas públicas y del sistema económico en general.

La necesidad de romper este tipo de círculo vicioso es un fenómeno recurrente en la historia de las crisis monetarias. La Alemania de Weimar, por ejemplo, afrontó una dificultad semejante a comienzos de los años veinte. A fines de 1922, el primer ministro alemán Joseph Wirth destacaba que en Alemania había dos corrientes de opinión sobre cómo hacer frente a la hiperinflación del marco. Algunos opinaban que cualquier intento de estabilización sería prematuro y no tendría éxito duradero mientras no hubiese equilibrio del presupuesto público. Lamentablemente, observaba Wirth, el cumplimiento de esa condición dependía en gran parte de la propia estabilización. Ello llevaba a la opinión opuesta, compartida, dicho sea de paso, por renombrados especialistas extranjeros, como Keynes y Cassel, según la cual se debía intentar interrumpir de inmediato la depreciación del marco

alemán, aunque esa estabilización fuese sólo provisoria.<sup>6</sup>

En condiciones de inflación alta, el proceso de reconstrucción financiera debe partir de una *recuperación de la confianza en la moneda*, lo que significa comenzar con la redefinición o reordenación del sistema monetario. Con frecuencia esto se traduce en

la aplicación de un arreglo monetario de carácter temporal, vale decir, de un sistema monetario de transición, acompañado generalmente de medidas también temporarias en el campo fiscal y tributario. Ese arreglo provisorio es el que permite entonces abrir camino a las medidas más duraderas de ajuste en el campo fiscal y en otras esferas.

### III

## La regresión a un sistema monetario primitivo

*En ausencia de salvaguardias, la inconvertibilidad [de la moneda] es una tentación constante para el abuso, y este hecho de por sí es suficiente para causar desconfianza empresarial y desalentar contratos y empresas a largo plazo. El papel moneda inconvertible casi siempre resulta una maldición para el país que lo emplea.*

Irving Fisher<sup>7</sup>

En las secciones anteriores procuré probar que la lucha contra una inflación como la brasileña no puede librarse con los métodos empleados contra inflaciones moderadas ni obedecer a la secuencia convencional de reforma fiscal —reversión de las expectativas— estabilización, recomendada para situaciones de desequilibrio menos intenso.

También afirmé que el proceso de reconstrucción financiera debe partir de una recuperación de la confianza en la moneda, lo que significa comenzar por la aplicación de un sistema monetario de transición, capaz de abrir camino a medidas más permanentes en el campo fiscal y en otras áreas.

La idea de que la estabilización debe seguir esta secuencia y no la convencional no es ajena al debate monetario brasileño del decenio pasado e inclusive puede servir para explicar algunos aspectos de las reformas monetarias de 1986 y 1990. Como vimos, tampoco es ajena al debate económico en la Europa de los años veinte, cuando era común la percepción de que la solución de las crisis monetarias requería inicialmente una estabilización *de facto* o provisional, durante la cual se tomarían las medidas necesarias para resolver los problemas de financiación del Estado, preparando de ese modo el terreno para la estabilización *de jure* o definitiva (Ramalho, 1992, p. 335).

Entre tanto, la necesidad de abandonar o invertir la secuencia convencional no es el único aspecto digno de mención. Lo más paradójico es que, en determinadas circunstancias, la recuperación de la confianza puede causar una *regresión temporal a un sistema monetario de tipo más primitivo*, es decir, el abandono por algún tiempo de la moneda fiduciaria inconvertible en favor de la vinculación a algún tipo de garantía de emisión o a un patrón monetario considerado estable.

Este es el aspecto esencial y no siempre reconocido de la experiencia reciente de Argentina que, desde abril de 1991, intenta restaurar la moneda nacional a base de una rígida vinculación al dólar. Contrariamente a lo que a veces se supone, el programa argentino no es simplemente una estabilización más con ancla cambiaria, ya que entraña la fijación, *por ley del Congreso*, de un tope para el tipo de cambio, la plena convertibilidad y la subordinación legal de la liquidez primaria en moneda argentina a las reservas internacionales del Banco Central. También significa el establecimiento de un sistema bimonetario, que permite la circulación de la moneda extranjera en la economía y la realización de contratos denominados y liquidables en dólares.

En esencia, la ley argentina de convertibilidad constituye un retorno a un sistema monetario muy semejante al antiguo patrón oro. Y fue la aguda crisis de confianza en la moneda nacional la que llevó al gobierno a la decisión de anclarla en una garantía de

<sup>6</sup> *Gutachten der internationalen Finanzsachverständigen über die Stabilisierung*, Berlín, noviembre de 1922, pp. 5 y 13 a 16.

<sup>7</sup> Fisher, 1985, p. 131.

emisión constituida por liquidez internacional, con consecuencias problemáticas y aún no debidamente exploradas para el funcionamiento de la economía argentina. Para que la vinculación al dólar pueda representar un punto de apoyo fundamental de la política de estabilización, se paga el precio de subordinar la moneda nacional a los movimientos de la moneda de garantía.

En las organizaciones monetarias modernas, la "garantía" de la moneda nacional está dada por la confianza generalizada en las entidades públicas que tienen el monopolio de la emisión de moneda primaria. Vale decir que la base del sistema está en la percepción de los agentes económicos de que la situación general de la economía y las instituciones monetarias y fiscales son lo suficientemente sólidas, al menos en tiempos de paz, para garantizar la constancia del poder adquisitivo de las monedas nacionales, sin que esa estabilidad de las expectativas dependa de la existencia de una conexión con una mercancía o un patrón metálico cualquiera. Hoy las monedas son fiduciarias inconvertibles, en estado puro, sobre la base exclusiva de la autorización y sanción del gobierno.

En esas circunstancias, la defensa del patrón monetario reside fundamentalmente en la expectativa de que existe y existirá un control sobre las finanzas públicas y la creación de dinero. Asegurada esta condición, la estabilidad de la moneda prescinde de cualquier seguridad especial y una garantía se vuelve dispensable o redundante.

Como predomina en casi todas las economías del planeta y en todos los principales países, esa característica esencial del sistema monetario moderno está considerada enteramente natural y no se advierte que el modelo actual constituye un caso muy especial y de origen bastante reciente. En verdad, el sistema moderno sólo se transformó en regla general en los años treinta y los últimos vestigios del patrón oro sobrevivieron hasta 1971, cuando el gobierno estadounidense rompió, por decisión unilateral, la vinculación formal entre el dólar y el oro.

Como destacó Milton Friedman en su último libro sobre cuestiones monetarias, en los siglos anteriores y en gran parte del actual todas las principales monedas estaban vinculadas, directa o indirectamente, a una (o más de una) mercancía, en general al oro y/o a algún otro metal precioso. Por la lógica del sistema de dinero mercancía o moneda metálica, la vinculación de la moneda de curso legal a una mercancía desempeñaba la función de restringir la expan-

sión nominal de los medios de pago (Friedman, 1992, pp. 15, 16 y 42).

Para usar una metáfora que está en boga hoy, esta vinculación con un patrón metálico constituía el "ancla" del nivel general de precios. Su abandono ocasional sólo se daba en tiempos de crisis, en general durante guerras prolongadas, y solía ir seguido de períodos de inflación, como ocurrió, por ejemplo, con los asignados y las órdenes de pago del ejército durante la Revolución Francesa y con el papel moneda emitido en los Estados Unidos durante la guerra de la independencia y la guerra de secesión.

La sucesión de experiencias desfavorables confería mala reputación a la moneda fiduciaria y llevaba a un gran economista como Irving Fisher a escribir, ya en 1911, que el papel moneda inconvertible era "casi siempre una maldición" para el país que lo empleaba. La lección "enfática" de la historia, afirmaba, era que la inconvertibilidad producía la manipulación monetaria, la inestabilidad, la especulación y todos los perjuicios que se derivan de esas condiciones (Fisher, 1985, p. 252). Ese punto de vista entonces ortodoxo sólo se debilitaría seriamente con los trastornos monetarios provocados por la primera guerra mundial y el fracaso del intento de resucitar el patrón oro en el período de entreguerras.

Mientras prevalecían los sistemas monetarios con garantía metálica, las inflaciones extremas eran inusuales. No es por otra razón que la hiperinflación, tal como la define Phillip Cagan, es un fenómeno circunscrito al siglo XX. Fueron precisas la invención y la diseminación del papel moneda y del dinero bancario para hacer técnicamente posible la expansión ilimitada de la oferta nominal de medios de pago, a costos insignificantes, posibilitando o sancionando las inflaciones extraordinarias de los tiempos modernos.

Sin embargo, es justamente el abuso, por parte del gobierno, de la libertad que da la ausencia de las limitaciones típicas de las instituciones monetarias antiguas la que puede, en un caso extremo, forzar la vuelta a un sistema en que el gobierno acepta o se impone una especie de camisa de fuerza, único recurso capaz de reavivar la confianza en la moneda nacional. En términos de historia monetaria, esto representa una regresión a un estadio evolutivo anterior, impuesta por la degeneración de la moneda fiduciaria.

¿No habría aquí un paralelo con lo que ocurre muchas veces en la evolución de las especies? La biología ofrece innumerables ejemplos de reversiones



a estadios evolutivos anteriores o formas ancestrales, conocidas como atavismos.<sup>8</sup> Según Darwin, esas regresiones revelan que los sistemas genéticos están repletos de características invisibles, apartadas del tiempo presente por muchas generaciones, pero que están listas para manifestarse toda vez que el orga-

nismo fuera perturbado por ciertas condiciones.<sup>9</sup> Es como si los modelos de desarrollo del pasado persistiesen de modo latente, condicionando la evolución futura y constituyendo una reserva potencial para el cambio morfológico rápido (Gould, 1983, pp. 180 a 186).

## IV

### La dolarización como vuelta al patrón oro

*"De todos los principios del credo [liberal], el patrón oro fue el último en caer en desuso. (...) La experiencia pasada con monedas depreciadas había otorgado al patrón oro un prestigio por algún tiempo incontestable; la moneda oro 'automática' pasó a ser el símbolo de las prácticas seguras y el emblema de la honra y la decencia..."*

Joseph A. Schumpeter<sup>10</sup>

En un trabajo anterior destacué la extraordinaria semejanza entre el programa de estabilización argentino, iniciado por Domingo Cavallo en abril de 1991, y las medidas que Keynes recomendó para poner fin a la hiperinflación alemana de principios de los años veinte (Batista Jr., 1992, pp. 234, 235 y 237 a 244). Consultados por el gobierno alemán a fines de 1922, Keynes y otros especialistas extranjeros, entre los que se contaba el sueco Gustav Cassel, sugirieron una vuelta inmediata de Alemania al patrón oro, decretando un cambio fijo y la plena convertibilidad.

En verdad, la semejanza no es tan sorprendente como podría parecer tal vez a primera vista, ya que el plan Cavallo no es más que la vuelta a lo que era considerado ortodoxia monetaria en los años veinte, cuando el pensamiento económico aún luchaba por liberarse del apego a las reglas del patrón oro o el cambio oro. Y el Keynes de 1922 era el Keynes más "ortodoxo" del *Tract on Monetary Reform*, aún enzarzado en lo que más tarde (en el prefacio de la Teoría General) llamaría su "larga lucha para escapar

de las formas habituales de pensamiento y expresión".<sup>11</sup>

La fuerza de la solución argentina que significa, como vimos, un retorno a las normas del antiguo patrón oro, reside sobre todo en el reconocimiento de que, en condiciones hiperinflacionarias, la estabilización debe partir de una reorganización del sistema monetario. Al posibilitar una reducción inmediata y acentuada de las tasas de inflación y de las tasas de interés y el restablecimiento de los flujos de crédito, ese tipo de programa permite aumentar los niveles de utilización de la capacidad productiva y crea un ambiente macroeconómico más favorable al ajuste de las cuentas públicas.

Es curioso observar que la adopción de la ley de convertibilidad en Argentina fue precedida, durante la gestión de Erman González en 1990, de un intento, parecido en algunos aspectos a la política del ministro Marcilio, de estabilizar en base a tasas de interés altas y medidas de ajuste fiscal. El fracaso de ese intento y el cambio de mando en el Ministerio de Economía, con el nombramiento de Cavallo a principios de 1991, llevaron a la decisión de cambiar el ancla básica del proceso de estabilización, sustituyéndose la tasa de interés por el tipo de cambio.

<sup>8</sup> Darwin, 1921, pp. 1, 368 y 369. Véase también Darwin, 1985, pp. 195 a 202.

<sup>9</sup> Darwin, 1921, pp. 35 y 36. "Certain characters, capacities and instincts, may lie latent in an individual, and even in a succession of individuals, without our being able to detect the least sign of their presence. (...) In every living creature we may feel assured that a host of long-lost characters lie ready to be evolved under proper conditions.", Darwin, 1921, pp. 29 y 369.

<sup>10</sup> Schumpeter, 1976, p. 770 (primera edición, 1954).

<sup>11</sup> Keynes, 1973, p. xiii. Según uno de sus más célebres discípulos, en la época en que escribió el *Tract*, Keynes aún era un "creyente fanático" en la teoría cuantitativa de la moneda (Kahn, 1984, p. 53). No es casualidad que Milton Friedman considere que el *Tract* es el mejor libro de Keynes. Véase Blaug, 1990, p. 82.

El colapso de las expectativas de inflación y desvalorización cambiaria produjo una inmediata reducción de las primas por riesgo incluidas en las tasas de interés para operaciones en moneda argentina, lo que contribuyó a reactivar la economía. Además, el levantamiento de algunas restricciones legales a contratos y operaciones financieras en moneda extranjera, junto con la rígida vinculación entre el austral/peso y el dólar, permitió acelerar el restablecimiento de los circuitos de crédito. Sumadas a una política fiscal restrictiva y la venta de activos públicos, la reactivación de la producción y la caída de la inflación llevaron a una acentuada mejora de los resultados financieros del sector público.<sup>12</sup>

Muchas de las características y dificultades del plan Cavallo son típicas de procesos de estabilización con ancla cambiaria. Con todo, como vimos en la sección anterior, desde su inicio ese plan contenía mucho más que un simple recurso a la estabilización del tipo de cambio, ya que preveía también la plena convertibilidad y el compromiso de subordinar la base monetaria en moneda nacional a las reservas internacionales del Banco Central. Recuérdese, además, que esas medidas no se apoyan sólo en la decisión del Banco Central o del Ministerio de Economía, pues constituyen determinaciones establecidas por ley aprobada en el Congreso.

Por lo tanto, el programa argentino puede considerarse una variante extraordinariamente rígida de estabilización con ancla cambiaria. Y es esta rigidez poco común la que tanto lo aproxima a las reglas de funcionamiento del antiguo patrón oro o cambio oro, en que el dólar ocupa el lugar de "reliquia atávica".

Habida cuenta del grado de deterioro alcanzado por la economía argentina, es posible que no hubiese alternativa a la dolarización. Sin embargo, aunque se acepte la veracidad de esa premisa, es preciso tener en cuenta que el camino seguido por Argentina presenta innumerables problemas, debiendo en la mejor de las hipótesis encararse como el menor de los males, un último recurso para restablecer la moneda nacional

en condiciones de virtual colapso del sistema monetario y financiero.

Quienes por ventura imaginan que Brasil debe seguir el mismo camino harían bien en meditar no sólo sobre las conocidas diferencias entre la situación argentina y la brasileña (grado de dolarización de los precios, composición de la estructura de las exportaciones, dimensión relativa de las reservas internacionales del Banco Central, entre otras) sino también sobre las dificultades inherentes al intento de restaurar el patrón oro o algo equivalente en las condiciones actuales de la economía internacional y de la propia economía del país.

Una cosa es adoptar el patrón oro cuando las principales monedas del mundo operan con ese modelo; otra completamente distinta es adoptarlo en un mundo en que las principales monedas fluctúan unas frente a otras. Una considerable valorización de la moneda de garantía en relación con otras monedas importantes para las transacciones internacionales del país en cuestión puede generar desequilibrios de la balanza de pagos imposibles de administrar, especialmente si va acompañada de una tasa de inflación interna superior a la internacional o si el programa ya hubiera comenzado con un tipo de cambio valorizado.

En Argentina, los efectos de la valorización real del tipo de cambio del austral/peso respecto del dólar, ocurrida antes y después del plan Cavallo, fueron agravados por la valorización real del dólar respecto del cruzeiro a fines de 1991. Por ese y otros motivos, se viene registrando un enorme aumento del déficit comercial con Brasil, lo que tiene repercusiones importantes en las cuentas externas y la industria argentina.

Como se sabe, las principales economías del mundo adoptaron el régimen de tipo de cambio fluctuante desde el inicio de los años setenta debido, en gran medida, a la creciente dificultad para mantener tipos de cambio fijos en un contexto de una mayor volatilidad y magnitud de los movimientos internacionales de capital. Sin embargo, para economías como la brasileña o la argentina, que necesariamente tienen dificultades mucho mayores para esterilizar el impacto monetario de operaciones externas, el volumen y la inestabilidad de los flujos de capital complican sobremanera el funcionamiento de un régimen de tipo de cambio fijo, ya que someten a la economía a la alternancia de períodos de expansión indeseada y de contracción abrupta de las reservas internacionales y de la liquidez interna. La vuelta a un modelo análogo

<sup>12</sup> Véase CEPAL, 1992a, pp. 7 a 10 y 65 a 73. De 1990 a 1991, las necesidades de financiación del sector público nacional no financiero se redujeron de 5.1% a 2.2% del PIB. Esa reducción no se debió a la contención del nivel global de gastos. Por el contrario, los gastos totales aumentaron en ese período, a partir de niveles reducidos, pasando de 23.2% a 24.1% del PIB. Lo que ocurrió fue un marcado aumento de los ingresos corrientes, que subieron de 17.7% en 1990 a 20.5 del PIB en 1991, y de los ingresos de capital, que aumentaron de 0.3% a 1.7% del PIB en el mismo período (CEPAL, 1992a, p. 66).

al patrón oro sólo agravaría los problemas que Brasil ya enfrenta en ese terreno.

Asimismo, en los casos argentino y brasileño lo peculiar es que la hiperinflación del final del decenio de 1980 se dio después de un largo período de inflación crónica. Eso contribuyó a generar una excepcional inflexibilidad de las expectativas y de la estructura de precios y salarios en sentido descendente. En ese contexto, es imposible operar estrictamente de acuerdo con las reglas del patrón oro. Los mecanismos de ajuste automático, que por otra parte nunca funcionaron a la perfección en lugar alguno, ni siquiera en los decenios inmediatamente anteriores a la primera guerra mundial, en estas circunstancias resultan aún más ineficientes. Una pérdida acentuada de reservas derivada, por ejemplo, de una valorización excesiva del cambio, puede echarlo todo a perder.

El aspecto esencial reside en el hecho de que escoger un patrón monetario externo como punto de apoyo implica subordinar la moneda nacional al comportamiento futuro de la moneda de garantía o de referencia. El problema es que los movimientos de la moneda de garantía obedecen, en primer lugar, al orden de prioridades del Estado nacional en cuya autorización y sanción se basa. No hay motivo para imaginar que este orden de prioridades coincidirá siempre, ni aun a menudo, con los objetivos y necesidades de países como Argentina y Brasil.

Era ese justamente uno de los principales, si no el principal, de los argumentos utilizados por Keynes contra la vuelta de Inglaterra al patrón oro en 1925. Esa vuelta, advertía, significaba en la práctica establecer una rígida vinculación entre la City de Londres y Wall Street. Las condiciones de la economía estadounidense pasarían a desempeñar un papel más importante en la determinación de las condiciones de crédito en Inglaterra que las necesidades de la propia economía inglesa. "Ruego al Ministro de Finanzas, al gobernador del Banco de Inglaterra y a los demás encargados de decidir nuestro destino en secreto que ponderen los peligros de ese procedimiento", escribía, en un artículo publicado en febrero de 1925, con palabras que, *mutatis mutandis*, bien podrían aplicarse a la situación brasileña al final del gobierno Collor.

Para Keynes era fundamental que Inglaterra pudiese conservar *en sus propias manos* el control sobre su sistema interno de crédito (Keynes, 1981c, pp. 341 y 342), pues sería "un error creer que a largo plazo los estadounidenses vayan a administrar sus negocios de acuerdo con las conveniencias inglesas" (Keynes, 1981b, p. 199). Lo que valía para la Inglaterra de los

años veinte, ¿no valdría *a fortiori* para economías periféricas como la brasileña o la argentina?<sup>13</sup>

La crisis cambiaria europea de septiembre de 1992 constituye una ilustración reciente de los riesgos asociados a la utilización de una moneda extranjera como ancla. En 1990, el primer ministro británico, John Major, declaró que el sistema de tipos de cambio fijo, el llamado mecanismo cambiario europeo, representaba un intento de establecer "un patrón oro moderno con el marco como ancla".<sup>14</sup> Ese mecanismo funcionó satisfactoriamente mientras las prioridades alemanas fueron compatibles con las de Inglaterra y las de otras economías más vulnerables del sistema europeo, contribuyendo inclusive a reducir las tasas de inflación en monedas como la libra, la lira italiana y la peseta española. Sin embargo, después que el proceso de reunificación nacional transformó la situación económica de Alemania, modificando por completo sus prioridades, países como Inglaterra e Italia pasaron a sufrir las consecuencias económicas de una fuerte divergencia entre sus necesidades y las del país emisor de la moneda ancla. El resultado, como se sabe, fue una crisis cambiaria de grandes proporciones, que provocó finalmente la desintegración parcial del mecanismo de tipos de cambio fijo.

El éxito inicial del plan Cavallo se debe en gran parte a que fue aplicado en una coyuntura internacional de gran expansión de la liquidez y de tasas de interés reducidas para operaciones en dólares. Esa coyuntura refleja las prioridades del Tesoro de los Estados Unidos, la Reserva Federal, y el cuadro económico y político en ese país y en el resto del mundo desarrollado. No obstante, bastaría un viraje más acentuado de la

<sup>13</sup> Vale la pena, con todo, registrar el contraste entre las recomendaciones que Keynes hizo en Alemania en 1922 y sus críticas a la decisión de volver a colocar a Inglaterra en el patrón oro en 1925. En el caso de Alemania, Keynes propuso, como vimos, la vuelta inmediata al patrón oro. ¿A qué atribuir esas recomendaciones divergentes? Si bien la respuesta a esa pregunta supondría una investigación del pensamiento de Keynes en ese período, es posible aventurar algunas explicaciones, no necesariamente incompatibles entre sí. La primera es que Keynes prefería el retorno al patrón oro para una situación de alta inestabilidad como la que se observaba en la Alemania de 1922, pero no para una economía más estabilizada como la inglesa. La segunda es que Keynes, como buen patriota, tal vez fuese más sensible a la pérdida de soberanía monetaria cuando lo que estaba en juego era la suerte de Inglaterra. Otra explicación posible es que el pensamiento monetario de Keynes había evolucionado, entre 1922 y 1925, apartándose cada vez más del patrón oro y de la ortodoxia monetaria de antes de la guerra (véase *supra*, nota 11).

<sup>14</sup> Citado en un artículo del *Financial Times*, Londres, reproducido en la *Gazeta Mercantil*, São Paulo, Distribuidora G.M. Jornal, 18 de septiembre de 1992, p. 8.

política monetaria estadounidense para amenazar el programa de lucha contra la inflación en Argentina, dejando de manifiesto el conflicto potencial entre los objetivos nacionales y la ley de convertibilidad.

Para la economía brasileña y otras economías

latinoamericanas, la adhesión a las reglas del patrón oro nunca fue un proceso tranquilo, ni siquiera en la época dorada de ese patrón monetario. Parece aventurado imaginar que pueda ser ventajoso restablecerlo en las condiciones imperantes hoy.

## V

### Dolarización, desfase cambiario y reservas internacionales

*Lo que se está analizando bajo la denominación de dolarización es la supervivencia de monedas nacionales frente al desafío competitivo suscitado por otras monedas "superiores", como el dólar.*

Pablo E. Guidotti y Carlos A. Rodríguez<sup>15</sup>

A pesar de los problemas mencionados, las propuestas de dolarización de la economía atrajeron bastante atención en Brasil desde 1991, en parte por causa del éxito inicial del programa argentino, en parte debido al fracaso de sucesivos intentos de estabilizar el cruzeiro, ya con políticas de tipo tradicional, ya con medidas antiinflacionarias centradas en la congelación de precios o activos financieros. En las secciones anteriores defendí el punto de vista de que la llamada dolarización representa, esencialmente, una regresión a las reglas del antiguo patrón oro. Esa regresión implica, como vimos, subordinar la moneda nacional al dólar, cuyos movimientos obedecen en primera instancia a las prioridades estadounidenses, no habiendo motivo alguno para confiar en que esas prioridades coincidan con los intereses de países como Brasil.

Además, no hay que olvidar que las medidas de dolarización suelen ser de difícil reversión. En particular, es el caso de las decisiones que entrañan el levantamiento, parcial o total, de las restricciones legales a contratos y operaciones financieras en moneda extranjera. En los decenios de 1970 y 1980 diversos países latinoamericanos experimentaron procesos graduales de dolarización en los que el dólar de los Estados Unidos fue sustituyendo a las monedas nacionales en el desempeño de todas las funciones monetarias. En general, esos procesos se produjeron debido a la liberalización de los mercados monetarios y

financieros en economías sujetas a inflaciones más altas que la internacional. La eliminación de controles cambiarios y la autorización para que los residentes realizaran operaciones en moneda extranjera llevaron a una reducción progresiva de la función de la moneda nacional no sólo como reserva de valor sino también como unidad de cuenta y hasta como medio de trueque (Guidotti y Rodríguez, 1991, pp. 3 y 4).

La experiencia de países como Bolivia, México, Perú y Uruguay en los dos últimos decenios indica que la dolarización puede ser un camino sin regreso. Después que los agentes económicos se habituaban a operar con moneda extranjera, no es nada fácil inducirlos a encarar nuevamente los costos asociados al cambio de unidad monetaria y convencerlos de abandonar la moneda históricamente más estable en favor de la moneda nacional, aunque se haya conseguido garantizar una reducción apreciable de la tasa de inflación. En otras palabras, una caída de la inflación interna no implica, en esas circunstancias, que la moneda nacional vuelva necesariamente a utilizarse con mayor frecuencia. Por el contrario, en los decenios de 1970 y 1980 ocurrieron en América Latina diversos episodios en que la dolarización persistió, e incluso aumentó, durante períodos de caída significativa del diferencial de inflación respecto del dólar.

En Bolivia, por ejemplo, los depósitos en dólares o denominados en dólares representaban el 84% del total de los depósitos bancarios nacionales a fines de 1989, *más de cuatro años* después del inicio de una estabilización bien lograda (Morales, 1991, p. 24). En

<sup>15</sup> Guidotti y Rodríguez, 1991, p. 4.

realidad, Bolivia constituye un ejemplo de dolarización *creciente* en una época de disminución sustancial de la inflación.<sup>16</sup> Cuando se inició el programa de estabilización de 1985, el grado de dolarización de la economía boliviana era relativamente bajo, en función de un plan de desdolarización forzosa de los depósitos en moneda extranjera en el sistema financiero local, aplicado en 1982. Los depósitos dolarizados volvieron a permitirse en 1984. Entre 1985 y 1990 el grado de dolarización, que se define como la razón entre los depósitos en moneda extranjera y la suma de M2 en moneda nacional más los depósitos en moneda extranjera, aumentó de forma casi continua, alcanzando cerca de 60% en 1989/1990 (Guidotti y Rodríguez, 1991, pp. 4, 4a, 5 y 8). Esta situación ocurrió a pesar de una reducción espectacular de la inflación boliviana, que pasó de 8 171% al año en 1985 a una tasa anual media de 17% en el período 1987/1990.<sup>17</sup> A fines de 1990, el grado de dolarización era alto incluso a nivel de las cuentas corrientes y los depósitos en moneda extranjera correspondían a casi la mitad del total de los depósitos a la vista (Guidotti y Rodríguez, 1991, p. 5).

México y Uruguay pasaron por experiencias parecidas. Hasta mediados del decenio de 1970, el grado de dolarización de los depósitos bancarios en México era bajo y estable. Con el brote inflacionario iniciado en 1976 y algunas medidas de liberalización en el ámbito financiero, la dolarización aumentó considerablemente. En 1977/1979, el gobierno mexicano consiguió reducir significativamente la tasa de inflación llevando el diferencial entre la inflación interna y la externa al nivel observado antes de 1976. No obstante, el grado de dolarización de la economía, definido de la manera ya indicada, no acusó disminución, fluctuando en torno al 15% hasta 1981, cuando volvió a subir junto con la tasa de inflación (CEPAL, 1992c, pp. 4a, 5 y 6).

En Uruguay, desde 1974 el proceso de dolarización fue estimulado por un sistema de libre convertibilidad de monedas y un sistema financiero que acoge depósitos en moneda local o extranjera a tasas de interés de mercado. Además, a partir de 1976, el gobierno permitió que las transacciones comerciales y financieras fueran denominadas y liquidadas en moneda extranjera, transformándola así en moneda de

curso legal. En ese contexto, y dada la persistencia de un significativo diferencial de inflación respecto del dólar, la dolarización avanzó de modo prácticamente continuo entre 1972 y 1982, a pesar de un descenso acentuado de la inflación uruguaya.<sup>18</sup>

La experiencia de esos países revela también que los pocos episodios de desdolarización han sido involuntarios. Fue lo que ocurrió no sólo en Bolivia en 1982, sino también en México en el mismo año y en Perú en 1985. Salvo estos episodios, que entre otras medidas comprendieron la conversión forzosa de los depósitos dolarizados existentes en el sistema financiero local, la tendencia general de esas economías ha sido de progresiva sustitución de la moneda nacional por el dólar. El hecho de que la dolarización sólo se haya revertido con planes obligatorios refuerza la percepción de que en gran medida constituye un fenómeno irreversible (Guidotti y Rodríguez, 1991, pp. 6 y 8).

En el caso de Argentina, a los problemas inherentes a la dolarización se añaden dificultades concretas, que se derivan de una valorización particularmente acentuada del tipo de cambio real. Contrariamente a lo que a veces se afirma, el "desfase" cambiario no se produjo simplemente por una inflación posterior al plan Cavallo superior a la inflación del dólar, sino sobre todo por la fuerte valorización real del austral el año anterior a la adopción de la ley de convertibilidad.<sup>19</sup> La política de intereses altos, adoptada durante la gestión de Erman González en 1990, difiere en este particular de la política del ministro Marcílio, pues este último procuró evitar que el elevado diferencial entre las tasas de interés internas y externas provocara una apreciación real del tipo de cambio del cruzeiro.

A principios de 1992 ya no había dudas de que el "desfase" cambiario constituía la principal amenaza al plan Cavallo. Como consecuencia de la valoriza-

<sup>18</sup> (CEPAL, 1992c, pp. 4a y 5). Basándose en los casos de México y Perú, Dornbusch y Reynoso también subrayaron la dificultad de revertir el proceso de dolarización: "Si el cambio a activos seguros es un proceso gradual, asociado a un proceso de aprendizaje, caben destacarse dos aspectos. El primero es que la dolarización no es una reacción instantánea al menor error de política. Por el contrario, hay una inercia sustancial a mantener activos. Sin embargo, también es verdad que una vez ocurrido el aprendizaje, se torna difícil revertirlo. Un retorno a tasas de inflación moderadas no es rápidamente recompensado con un retorno *completo* de las inversiones a activos en moneda local." (Dornbusch y Reynoso, 1989, p. 489, subrayado en el original).

<sup>19</sup> Entre enero y diciembre de 1990, el tipo de cambio austral/dólar experimentó una apreciación real de más de 40% (CEPAL, 1991, p. 23).

<sup>16</sup> Un análisis reciente del proceso de dolarización en Bolivia puede encontrarse en Clements y Schwartz, 1992.

<sup>17</sup> Los datos se refieren a la variación de los precios al consumidor de diciembre a diciembre (CEPAL, 1992c, vol. I, p. 69).

ción cambiaria de 1990, de una inflación residual superior incluso a la internacional y de la propia rigidez del programa Cavallo, la economía argentina hoy parece especialmente vulnerable a los ciclos económicos típicos de las estabilizaciones con ancla cambiaria. Como recuerda un trabajo reciente de dos macroeconomistas del Banco Mundial, esos ciclos suelen comenzar con una fase de expansión, inducida por la caída de la tasa de interés interna y por la recuperación de los flujos de crédito, para terminar en un período de recesión, asociada muchas veces a crisis de la balanza de pagos (Kiguel y Liviatan, 1992, pp. 279 a 305).

La caída de la tasa de interés real, derivada de la expectativa de apreciación real del cambio y de la reducción de las primas por riesgo, repercute al principio sobre la absorción interna que tiende a superar el efecto recesivo de la valorización cambiaria, especialmente en economías con poca apertura comercial, como las de Argentina y Brasil.<sup>20</sup> La expansión de la demanda interna también suele verse estimulada por la recuperación del salario real asociada a la caída de la tasa de inflación. En un primer momento, hay un crecimiento más rápido de la economía, lo que tiende a producir, junto con la valorización cambiaria, el deterioro de la balanza comercial y de la balanza de pagos en transacciones corrientes. Según la disponibilidad de crédito externo, el déficit en transacciones corrientes puede financiarse, en esa primera fase, con la absorción de recursos del exterior, estimulada en parte por un diferencial de intereses superior a la expectativa de variación cambiaria, como ocurrió en Argentina en 1991/1992.<sup>21</sup>

<sup>20</sup> Recuérdese, empero, que en el caso de una economía bimonetaria como la Argentina, el restablecimiento inicial de los niveles de producción y utilización de la capacidad instalada no puede atribuirse solamente a la recuperación del crédito y a la baja de las tasas de interés para operaciones en moneda nacional. En 1991/1992, gracias a la convertibilidad con cambio fijo y a la supresión de obstáculos jurídicos a la dolarización de los contratos, se registró una fuerte expansión de los créditos y depósitos en moneda extranjera en el sistema financiero local. Los depósitos en moneda extranjera pasaron de 3 400 millones de dólares en marzo de 1991 a 8 800 millones en junio de 1992, aumentando en ese período de 45 a 51% como proporción del M3 en moneda argentina (Argentina, Ministerio de Relaciones Exteriores y Culto, diciembre de 1991, pp. 4 y 5, y septiembre de 1992, pp. 4 y 5). Sobre la fuerte expansión del segmento dolarizado del sistema financiero después del programa de convertibilidad, véase Fundación CEDEAL, 1992, pp. 12 a 14, 25 y 26.

<sup>21</sup> La expectativa de apreciación del tipo de cambio real del austral/ peso y la reducción del riesgo cambiario coincidieron con una disminución acentuada de las tasas de interés para operaciones en dólares en el mercado internacional. En 1991 y durante la mayor parte del año 1992, la conjugación de esos dos factores dio al

Empero, con el transcurso del tiempo, los efectos de la apreciación real del cambio van tornándose más significativos, contribuyendo a reducir el nivel de actividad y a alimentar incertidumbres en cuanto a la sustentabilidad del tipo de cambio fijado (Kiguel y Liviatan, 1992, pp. 282 y 296 a 298). Al mismo tiempo, aumentan los gastos del servicio de la deuda externa, en función del endeudamiento acumulado en la fase inicial, y se hace más difícil también atraer nuevos capitales del exterior, ya por el agotamiento de los ajustes de cartera parcialmente responsables de los ingresos anteriores de capital, ya por la progresiva reducción de los márgenes extraordinarios de ganancia propiciados por el reducido valor inicial de los activos nacionales públicos y privados. Con la tendencia a la expansión del déficit en transacciones corrientes y los primeros síntomas de caída en el saldo de la cuenta de capital aumentan también las dudas en cuanto a la posibilidad de seguir defendiendo el tipo de cambio, lo que contribuye a realimentar la propia caída de la afluencia de capitales. En esas circunstancias, el Banco Central termina por verse obligado a subir la tasa de interés, reforzando el movimiento de retracción de la economía provocado por la apreciación cambiaria. Por haber comenzado con un tipo de cambio desfasado, el programa argentino enfrentó dificultades de ese tipo en un plazo relativamente corto, ya en el segundo semestre de 1992.

Por los motivos señalados, el problema del desfase cambiario no se presentaría de la misma forma en el caso brasileño. Pero hay dificultades de otra naturaleza. El grado de dolarización del sistema de precios en Brasil es inferior al que se observó en Argentina en los últimos años (Pereira y Ferrer, 1991, pp. 5 a 15). En consecuencia, la inflación posterior a una eventual fijación del cambio nominal podría llegar a ser mayor que la inflación del plan Cavallo. El tipo de cambio real comenzaría en una posición más favorable que la que se registró en Argentina, pero en cambio tendería a sufrir una apreciación más significativa después de estabilizado el cambio nominal.

Además, como la participación de los productos manufacturados en la estructura de exportaciones de

Banco Central de Argentina condiciones para conciliar el estímulo a la entrada de recursos externos con la práctica de tasas de interés para operaciones en moneda nacional bastante inferiores a las observadas en 1990. Las estadísticas sobre la evolución de las tasas de interés nominales y reales en 1991/1992 pueden encontrarse en CEPAL, 1992b, cuadro 33, y Fundación CEDEAL, 1992, p. 30.

CUADRO 1

**Argentina: Reservas internacionales, oferta monetaria e importaciones**

Período	Reservas internacionales <sup>a</sup> (en millones de dólares)	Base monetaria <sup>b</sup> (en millones de dólares)	M3 <sup>c</sup> (en millones de dólares)	Reservas/ base monetaria (en porcentaje)	Reservas/ M3 (en porcentaje)	Reservas/ Importaciones <sup>d</sup> (en meses)
1990-diciembre	6 013	6 435	10 954	93.4	54.9	19.4
1991-marzo	4 798	4 559	7 510	105.2	63.9	14.1
-junio	5 415	5 618	9 231	96.4	58.7	13.3
-septiembre	6 447	6 327	10 481	101.9	61.5	12.5
-diciembre	8 045	7 841	12 788	102.6	62.9	12.4 <sup>e</sup>

Fuente: Datos básicos - Fondo Monetario Internacional (FMI), *International Financial Statistics*, Washington, D.C., varios números; Argentina, Ministerio de Relaciones Exteriores y Culto, "Argentina: principales indicadores económicos", versión mimeografiada, Proyecto Relaciones Internacionales y Política Económica, varios números; y Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), *Panorama Económico de América Latina 1992* (L.C/G.1680/Rev.1), Santiago de Chile, septiembre de 1992. Elaboración - Centro de Análisis Macroeconómica-CEMA/FUNDAP.

<sup>a</sup> Reservas internacionales del Banco Central = derechos especiales de giro + reservas cambiarias + oro. Saldo de fin de período.

<sup>b</sup> Promedio de los saldos diarios.

<sup>c</sup> M3 = billetes + monedas + depósitos a la vista + depósitos de ahorro + depósitos a plazo fijo. Promedio de los saldos diarios.

<sup>d</sup> Importaciones de bienes (fob) acumuladas en 12 meses hasta el mes indicado.

<sup>e</sup> Cifras preliminares.

CUADRO 2

**Brasil: Reservas internacionales, oferta monetaria e importaciones**

Período	Reservas internacionales <sup>a</sup> (en millones de dólares)	Reservas/ base monetaria <sup>b</sup> (en porcentaje)	Reservas/ M2 <sup>c</sup> (en porcentaje)	Reservas/ M4 <sup>d</sup> (en porcentaje)	Reservas/ importaciones <sup>e</sup> <sup>f</sup> (en meses)
1990-diciembre	8 751	91.8	28.2	14.4	5.1
1991-marzo	7 468	88.2	21.6	11.4	4.4
-junio	9 225	116.4	27.2	13.4	5.2
-septiembre	7 054	117.6	22.7	11.2	4.0
-diciembre	8 552	144.1	23.7	12.6	4.9
1992-marzo	13 741	326.1	30.7	16.2	7.7
-junio	18 109	449.0	34.6	18.2	10.3
-septiembre	17 682	445.2	32.8	16.5	10.3
-diciembre	19 008	340.2	33.9	16.9	11.1

Fuente: Datos básicos - Banco Central del Brasil, "Nota para a imprensa", versión mimeografiada, enero de 1993; *Gazeta Mercantil*, São Paulo; y Brasil, Coordenação Técnica de Intercâmbio Comercial/Ministerio de Economía, Hacienda y Planificación, "Balança comercial brasileira", versión mimeografiada, varios números. Elaboración - Centro de Análisis Macroeconómica CEMA, Fundação do Desenvolvimento Administrativo (FUNDAP).

<sup>a</sup> Por concepto de caja del Banco Central. Saldo de fin de período.

<sup>b</sup> Base Monetaria = papel moneda en circulación + reservas bancarias. Saldo de fin de período.

<sup>c</sup> M2 = papel moneda en poder del público + depósitos a la vista + títulos federales, estatales y municipales en poder del público. Se incluyen, a partir de marzo de 1991, los depósitos de los fondos de inversión y, a partir de agosto de 1991, los depósitos especiales remunerados del Banco Central. Se excluyen los depósitos a la vista de los fondos de inversión. También se excluyen los títulos federales, estatales y municipales de la cartera de las instituciones financieras y de los fondos de inversión. Saldo de fin de período.

<sup>d</sup> M4 = M2 + depósitos de ahorro + títulos privados (se incluyen depósitos a plazo, letras de cambio y letras hipotecarias, excepto aquellas en poder de los fondos de inversión). Saldo de fin de período.

<sup>e</sup> Importaciones de bienes (fob) acumuladas en 12 meses hasta el mes indicado.

<sup>f</sup> Cifras preliminares.

Brasil es mayor que en la de Argentina<sup>22</sup>, puede suponerse que los flujos de exportación responderían con más rapidez a una valorización real del cambio. En el caso brasileño, por lo tanto, un desfase cambiario determinado podría tener efectos más rápidos y más destructivos sobre la balanza de pagos. Esos problemas no son necesariamente ineludibles, pero habría que considerarlos con cuidado en la preparación de cualquier plan de estabilización que entrañase la utilización del tipo de cambio como ancla nominal, especialmente si se pretendiera aplicar en Brasil un programa con la rigidez del plan Cavallo.

Otra dificultad reside en la dimensión relativa de las reservas internacionales del Banco Central de Brasil. Como observó Gustav Cassel, refiriéndose a las crisis monetarias de los años veinte, si la estabilización pasa por la decisión de vincular un nuevo patrón monetario a otro que presente un valor estable e inspire confianza, la seguridad del nuevo patrón depende, en primera instancia, de la posibilidad de convertirlo inmediatamente al patrón estable y, en consecuencia, de los fondos que garanticen la convertibilidad (Cassel, 1924, p. 225).

Ahora bien, como el grado de dolarización de las reservas de valor del sector privado es relativamente bajo en Brasil, la relación entre las reservas cambiarias del Banco Central y los activos financieros líquidos en cruzeiros todavía parece insuficiente para sustentar la convertibilidad contra ataques especulativos, por lo menos si se toma como referencia el parámetro argentino. Cuando se inició el plan Cavallo, las reservas declaradas por el Banco Central correspondían a nada menos que 64% de los activos monetarios o cuasimonetarios expresados en moneda argentina (cuadro 1). Ya las reservas del Banco Central

de Brasil, por concepto de caja, equivalían a fines de diciembre de 1992 a apenas 34% del M2 y 17% del M4 (cuadro 2).

Obsérvese que esta diferencia no se debe primordialmente al hecho de que las reservas brasileñas sean menores que las argentinas cuando se miden según los criterios habituales de comparación del nivel relativo de liquidez externa de un país. La relación entre reservas e importaciones, por ejemplo, correspondía a 11 meses en diciembre de 1992, equivalente a casi 80% de lo que se observaba en Argentina al inicio del plan Cavallo (cuadros 1 y 2). La diferencia reside fundamentalmente en el grado mucho más elevado de desmonetización verificado en el caso argentino.

Cabe recordar, incluso, que en 1992 las reservas internacionales del Banco Central de Brasil se constituyeron parcialmente, con la absorción de recursos externos volátiles o de corto plazo. Además, el desarrollo de las negociaciones con los bancos comerciales extranjeros lleva a creer que Brasil podrá acabar aceptando inmovilizar una parte significativa de sus reservas para garantizar algunos de los títulos de la deuda pública previstos en el nuevo acuerdo.

Todas estas consideraciones sugieren que no es recomendable aplicar el plan argentino al caso brasileño. Aunque la experiencia reciente de Argentina y de otros países pueda ser de gran valor para examinar las alternativas de que dispone Brasil, la estabilización del cruzeiro depende, antes que nada, de la posibilidad de formular y aplicar soluciones que respeten las peculiaridades de la situación brasileña.

(Traducido del portugués).

<sup>22</sup> Entre 1986 y 1991, las manufacturas de origen industrial correspondieron a 27% de las exportaciones totales medias argentinas (Argentina, Ministerio de Relaciones Exteriores y Culto, 1992, p. 6). En el mismo período, los productos manufacturados correspondieron al 55% de las exportaciones totales medias brasileñas (Brasil, Coordenação Técnica de Intercambio Comercial/Ministerio de Economía, Hacienda y Planificación, 1991, p. 6). Cabe señalar, sin embargo, que la diferencia es menor de lo que indica la simple comparación entre las estadísticas habitualmente divulgadas por los gobiernos argentino y brasileño, dado que la definición brasileña de "producto manufacturado" abarca diversas mercancías que el gobierno argentino no clasifica

como "manufactura de origen industrial". Ajustándose a las estadísticas brasileñas con base en una comparación entre los datos desagregados para las exportaciones de Argentina y Brasil en 1991, la participación de los productos manufacturados caería como mínimo a 42% del total de las exportaciones brasileñas, quedando así todavía bastante por encima de la participación del 25% observada en Argentina en el mismo año. La información detallada sobre la composición por productos de la estructura de las exportaciones brasileñas y argentinas puede encontrarse en Brasil, Coordenação Técnica de Intercambio Comercial/Ministerio de Economía, Hacienda y Planificación, 1991, pp. 10 a 13; y Melconian y Santangelo, 1992, p. 22.



## Bibliografía

- Argentina, Ministerio de Relaciones Exteriores y Culto (1991/1992): Argentina: principales indicadores económicos. Proyecto Relaciones Internacionales y Política Económica, varios números, mimeo.
- Banco Central del Brasil (1993): Nota para a imprensa, Rio de Janeiro, mimeo.
- Batista Jr., Paulo Nogueira (1992): "Keynes e a estabilização do marco alemão nos anos 20", Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo y Paulo Nogueira Batista Jr. (eds.), *A luta pela sobrevivência da moeda nacional: ensaios em homenagem a Dilson Funaro*, São Paulo, Paz e Terra.
- Beusch, Paul (1928): *Währungszerfall und Währungsstabilisierung*, Berlín, Verlag von Julius Springer.
- Blaug, Mark (1990): *John Maynard Keynes: Life, Ideas, Legacy*, Londres, McMillan.
- Brasil, Coordenação Técnica de Intercâmbio Comercial/Ministerio de Economía, Hacienda y Planificación (1991): Balança comercial brasileira, varios números, mimeo.
- Cassel, Gustav (1924): Stabilisation of the German Standard, *The Statist*, 16 de febrero.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (1991): *Panorama económico de América Latina 1991* (LC/G.1680/Rev.1), Santiago de Chile, Naciones Unidas, octubre.
- \_\_\_\_\_(1992a): *Nota sobre la evolución de la economía argentina en 1991*, Documento de Trabajo, N° 46, Buenos Aires, Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, julio.
- \_\_\_\_\_(1992b): Indicadores macroeconómicos de la Argentina, Buenos Aires, Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, agosto, mimeo.
- \_\_\_\_\_(1992c): *Estudio económico de América Latina y el Caribe 1991*, vol. I, Santiago de Chile, Naciones Unidas, septiembre. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta S.92.II.G.2.
- \_\_\_\_\_(1992d): *Panorama económico de América Latina 1992* (LC/G.1742), Santiago de Chile, Naciones Unidas, septiembre.
- Clements, Benedict y Gerd Schwartz (1992): *Currency Substitution: the Recent Experience of Bolivia*, IMF Working Paper WP/92/65, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), agosto.
- Darwin, Charles (1921): *The Variation of Animals and Plants under Domestication*, vol. II, Londres, John Murray (primera edición, 1868).
- \_\_\_\_\_(1985): *The Origin of Species by Means of Natural Selection*, Londres, Penguin Classics (primera edición, 1859).
- Dornbusch, Rudiger y Alejandro Reynoso (1989): Factores financieros no desenvolvimiento económico, *Revista brasileira de economia*, vol. 43, N° 4, Rio de Janeiro, Fundación Getulio Vargas, octubre-diciembre.
- Fisher, Irving (1985): *The Purchasing Power of Money*, Fairfield, Augustus M. Kelley (primera edición, 1911).
- FMI (Fondo Monetario Internacional): *Estadísticas financieras internacionales*, Washington, D.C., varios números.
- Friedman, Milton (1992): *Money Mischief: Episodes in Monetary History*, Nueva York, Harcourt Brace Jovanovich.
- Fundación CEDEAL (1992): *Situación latinoamericana*, año 2, N° 10, Madrid.
- Gould, Stephen Jay (1983): *Hen's Teeth and Horse's Toes: Further Reflections in Natural History*, Londres, Penguin Books.
- Guidotti, Pablo E. y Carlos A. Rodríguez (1991): *Dollarization in Latin America: Gresham's Law in Reverse?*, IMF Working Paper WP/91/117, Washington, D.C., FMI, diciembre.
- Helfferrich, Karl (1924): German currency and finance - I, *The Statist*, 23 de febrero.
- \_\_\_\_\_(1931): *Die deutsche Währung im Jahre 1923*, Leipzig, C.L. Hirschfeld Verlag.
- Kahn, Richard F. (1984): *The Making of Keynes' General Theory*, Cambridge, Inglaterra, Cambridge University Press.
- Keynes, John Maynard (1973): The general theory of employment, interest and money, *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. VII, Cambridge, Inglaterra, Macmillan/Cambridge University Press for the Royal Economic Society (primera edición, 1936).
- \_\_\_\_\_(1981a): Lecture to the Institute of Bankers, Donald Moggridge (ed.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIX, primera parte, Cambridge, Inglaterra, Macmillan/Cambridge University Press for the Royal Economic Society.
- \_\_\_\_\_(1981b): The return towards gold, *The Nation and Athenaeum [1925]*, Donald Moggridge (ed.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIX, Cambridge, Inglaterra, Macmillan / Cambridge University Press for the Royal Economic Society.
- \_\_\_\_\_(1981c): The problem of the gold standard, *The Nation and Athenaeum [1925]*, *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIX, Cambridge, Inglaterra, Macmillan/Cambridge University Press for the Royal Economic Society.
- \_\_\_\_\_(1982): Spending and saving: a discussion between Sir Josiah Stamp and J.M. Keynes, *The Listener [1933]*, Donald Moggridge (ed.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XXI, Cambridge, Inglaterra, Macmillan/Cambridge University Press for the Royal Economic Society.
- Kiguel, Miguel A. y Nissan Liviatan (1992): The business cycle associated with exchange rate-based stabilizations, *The World Bank Economic Review*, vol. 6, N° 2, Washington, D.C., Banco Mundial, mayo.
- Melconian, Carlos y Rodolfo Santangelo (1992): Overview especial: un manual externo y cambiario, N° 45, Buenos Aires, M & S Consultores, 7 de septiembre, mimeo.
- Morales, Juan Antonio (1991): The transition from stabilization to sustained growth in Bolivia, Michael Bruno, Stanley Fischer, Elhanan Helpman y Nissan Liviatan (eds.), *Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press.
- Pereira, Luiz Carlos Bresser y Aldo Ferrer (1991): Dolarização crônica: Argentina e Brasil, *Revista de economia política*, vol. 11, N° 1, São Paulo, Centro de Economia Política, enero-marzo.
- Ramalho, Valdir (1992): Anos 20 e a hiperinflação na Polônia, Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo y Paulo Nogueira Batista Jr. (eds.), *A luta pela sobrevivência da moeda nacional: ensaios em homenagem a Dilson Funaro*, São Paulo, Paz e Terra.
- Schumpeter, Joseph A. (1925): The currency situation in Austria, John Parke Young (ed.), *European Currency and Finance*, serial 9, vol. I, Washington, D.C., Commission of Gold and Silver Inquiry, United States Senate, Government Printing Office.
- \_\_\_\_\_(1976): *History of Economic Analysis*, Nueva York, Oxford University Press (primera edición, 1954).
- Simonsen, Mário Henrique (1991): A inflação e nove meses do Plano Collor, João Paulo dos Reis Velloso (ed.), *Condições para a retomada do desenvolvimento*, Fórum Nacional, São Paulo, Nobel.