

Las rupturas de la convertibilidad y del Plan Real: la reiteración de una misma historia

Guillermo Vitelli*

Las evoluciones macroeconómicas del Brasil y la Argentina desde la segunda posguerra poseen numerosas similitudes. De todas, una ha sido dominante: ninguno de los programas de estabilización aplicados pudo sostener el régimen cambiario definido en sus orígenes ni tampoco preservar fijas las paridades cambiarias o, al menos, acotadas dentro de las bandas preestablecidas.¹ Esos quiebres reiterados en ambas economías permiten afirmar que la no preservación de un mismo precio de la moneda local es el producto inevitable de la lógica de los programas de ajuste, y que es además su inevitable conclusión. Esa derivación es atestiguada, con extrema elocuencia, por todos los planes de estabilización lanzados en ambas economías desde el comienzo de los años setenta y particularmente por las devaluaciones de enero de 1999 en Brasil y del comienzo del 2002 en Argentina.² Precisamente fue en esas coyunturas cuando se modificaron los regímenes

* Investigador del Conicet. Profesor Titular de la Universidad Nacional de Lanús.

1. Caracterizo a los planes de ajuste o de estabilización por tres características que siempre son definidas en sus inicios: por la formulación de cambios pautados en la estructura de precios, por el régimen cambiario que allí se explicita (es decir la mecánica de formación y estabilización de la paridad de cambio de la moneda local por monedas externas) y por el sistema monetario que se formula, predominantemente las fuentes de emisión monetaria que privilegia. En trabajos previos caractericé de modo más amplio a los planes de ajuste, especialmente en Vitelli (1990 y 1999).
2. En Argentina se quebraron los programas lanzados en 1976, 1985, 1986, 1988, 1990 y la convertibilidad de la moneda implementada desde 1991. En Brasil fueron también numerosos los programas que no continuaron: desde 1986 y previo al Plan Real, ello se constata en los planes conocidos como Cruzado, Brezer y Collor, entre otros.

nes cambiarios aplicados en Argentina desde marzo de 1991, con el implante de la convertibilidad de la moneda, y en Brasil desde julio de 1994 con la formulación del Plan Real.

A pesar de concluir estos dos intentos estabilizadores de los noventa de modo semejante, y de poseer ambos quiebres muchas raíces similares, el sendero que ambas economías tomaron luego de las devaluaciones de 1999 y 2002 fue diferente: la economía argentina recorrió un proceso extremadamente más caótico, crítico y recesivo que el de Brasil, al menos en lo cuantitativo.

El propósito de esta nota es rastrear las razones de ambas rupturas –inevitables– en el régimen cambiario y por ende de la modificación de las reglas macroeconómicas vigentes hasta las devaluaciones y explicar, desde la comparación de las evoluciones que les siguieron, las razones del derrotero de la ruptura –más conflictivo y dilatado– en la economía argentina.

1. La lógica global de los programas de estabilización

Los programas lanzados en Brasil y Argentina, al menos desde mediados de los setenta, poseyeron lógicas semejantes. Todos procuraron siempre captar y movilizar recursos y reducir, simultáneamente, la inflación y la recurrente carencia de divisas, alterando la estructura de precios con un sesgo predeterminado y repetido: en ambas economías se intentó minimizar la restricción interna de divisas otorgando en los mercados financieros locales rentabilidades que, traspasadas a monedas externas, fueron constantemente superiores a las ofrecidas en los mercados financieros del exterior. El objetivo fue siempre la captación inmediata de fondos líquidos en monedas externas, con un doble propósito: obtener recursos para reiniciar un proceso de crecimiento y disponer de un ancla a la inflación a partir de la estabilidad en la paridad cambiaria generada por la mayor disponibilidad de monedas externas. Paralelamente, la segunda modificación introducida en la constelación de precios consistió en la merma inicial del salario real induciendo, desde su reducción, transferencias potenciales de recursos en dos ámbitos: en las áreas productivas, procurando generar rentabilidades superiores a las previas a la implementación del plan –al menos en los ámbitos no ligados a la elaboración de bienes salario– y en las cuentas públicas, reduciendo los gastos corrientes, consistentes fundamentalmente en salarios, con el doble propósito de equilibrar las cuentas y derivar fondos hacia otros destinos, diferentes al pago de remuneraciones, predominantemente la inversión y el pago de endeudamientos pasados y presentes. Sustentando ambas transferencias potenciales, todo programa estableció siempre una regla cambiaria que estabilizara el precio de la moneda local, de modo de garantizar la renta superior en moneda externa simplemente desde las diferenciales de las tasas de interés, y actuara como ancla inflacionaria que consolidara las transferencias internas de recursos hacia los otros ámbitos.

El conjunto de objetivos prioritarios de todos los planes formulados hasta mediados de los años setenta privilegió la expansión de la acumulación interna de capital físico y la merma en la inflación siempre desde la caída del salario real y de la construcción de diferenciales positivas entre las tasas de interés internas y externas. Esas fueron las alteraciones básicas en la estructura de precios relativos que pretendieron incidir sobre la acumulación en las bases productivas. Sin embargo, desde esos años, coincidente con la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods, el eje de los programas implementados en Argentina y Brasil tendió a girar hacia lo financiero, afectando no siempre de modo positivo a la acumulación de capital físico. En ese giro se posicionó a las tasas de interés y al tipo de cambio, los dos conformadores básicos de las rentabilidades en monedas externas superiores en los mercados internos, como el set de precios dominante. No se marginó, ciertamente, la caída del salario real, pero en esa construcción, la estabilidad de la paridad cambiaria ha sido siempre el referente central porque eliminaba incertidumbres financieras al tiempo de la toma de ganancias y porque extendía los tiempos para captar mayores rentabilidades especulativas. En esencia, mantenía internamente a los capitales ingresados, captando una renta superior a la media de los mercados externos. Pero ese premio en las rentabilidades financieras locales provocó que la búsqueda de recursos líquidos, con base predominante en las esferas financieras, indujera siempre un creciente endeudamiento externo, gestando, en algún momento del tiempo, la reacción inversa a la pretendida: una corrida contra la moneda local al instalarse dificultades de pago y la salida de capitales líquidos, iniciando el quiebre devaluatorio. De allí la inevitabilidad de la ruptura.

La experiencia histórica demuestra que las economías de Argentina y Brasil nunca lograron sostener la erogación de rentas financieras mayores a las externas ni frenar el crecimiento cíclico del endeudamiento, público o privado. En realidad, la lógica de cada plan, al posicionar la expansión de la economía desde la captación de recursos líquidos —y por ende desde el endeudamiento externo— y al emplear a la masa de divisas como la mecánica prioritaria para la estabilización de los precios, indujo como hecho inevitable la acentuación de la restricción externa. El Plan Real y la convertibilidad son extremadamente elocuentes señalando esa tendencia, al concluir ambos, como los anteriores programas, primero en la búsqueda forzada de refinanciamientos de las deudas, luego en una fuga de divisas y, casi inmediatamente, en una devaluación cambiaria.

2. Las morfologías peculiares de la convertibilidad y del Plan Real

Los dos planes lanzados en los noventa en Argentina y Brasil tuvieron orígenes similares: hacia finales de los ochenta y comienzo de los años noventa ambas economías se sumergieron en dos rupturas hiperinflacionarias, producto del encadenamiento de sucesivos planes de ajuste implementados desde mediados de los se-

tenta y de la aplicación de licuaciones, exitosas, de activos financieros nominados en moneda local. A pesar de ese contexto semejante, y también de insertar en la misma lógica global de los planes de ajuste, los dos programas no emplearon la misma metodología para contener la inflación ni tampoco el mismo mecanismo para lograr la estabilidad del tipo de cambio, esencial para preservar un reducido nivel de crecimiento de los precios internos: ambos han diferido substancialmente en sus regímenes cambiarios y en sus reglas de emisión monetarias y, también, y como hecho determinante, en la forma cómo se ensamblaron la formación y preservación de la paridad cambiaria con la mecánica de emisión y contracción monetaria. También ambos programas difirieron en el rol de los mercados laborales en la contención de la inflación: sólo en la Argentina ya implementado el plan se expandió considerablemente el desempleo de la fuerza de trabajo y se redujo, incluso, el salario nominal.³ Sin embargo, los dos países posicionaron el set de precios internos con un mismo sesgo captador de recursos líquidos en moneda externa: consolidaron tasas de interés internas superiores, en moneda externa, a las rentabilidades otorgadas en los mercados financieros mundiales y estabilizaron, como eje de los programas, la paridad cambiaria, otorgando a los agentes económicos certidumbre al tiempo de la toma de ganancia de esas mayores rentabilidades. Esa fue la matriz común, básica, de los dos programas.⁴

Las diferencias en el régimen cambiario y en la regla monetaria son, sin embargo, notorias. En la Argentina el valor de la moneda local frente a las monedas externas se fijó por ley, mecánica no empleada previamente, implantándose la equivalencia de un peso a un dólar estadounidense, que perduró desde abril de 1991 hasta enero de 2002. La política cambiaria durante el Plan Real consistió, en cambio, hasta la devaluación de enero de 1999, en la formulación de minibandas cambiarias con intervención sistemática –compras y ventas– por parte del Banco Central⁵, implantando, en la práctica, un tipo de cambio semifijo.⁶ De todos modos, el posible movimiento del tipo de cambio dentro de bandas, aunque estrechas, facultó a la autoridad monetaria del Brasil un grado de libertad en el manejo de la paridad cambiaria que no poseyó la economía argentina.⁷ Aunque conceptualmente

-
3. La caída nominal de salarios ya se contó desde 1996. Luego se profundizó. MEYOSP. *Informe Económico*, primer trimestre de 1997, p. 189.
 4. El detalle de los planes se encuentra, entre otros, en Brenta (1997) para el análisis de la convertibilidad, y Dias Carneiro y Garcia (1995) y Franco (1996) para la descripción del Plan Real.
 5. El Fondo Monetario Internacional lo denominó régimen de flotación dirigida o regulada. Anuario IFS del FMI 1998.
 6. La MP del Plan Real definió que el tipo de cambio sería de 1 u\$s = 1 Real; punto 39 de la E.M. Interministerial del 30 de junio de 1994. En los primeros meses del plan el tipo de cambio se redujo a 0,85 reales por dólar.
 7. En la exposición de motivos de la Medida Provisoria del Plan Real se afirma que no se estableció por ley la paridad cambiaria "para no generar evidentes perjuicios al ejerci-

Por tanto, esas anclas cambiarias promovieron en ambas economías la estabilidad de precios y facultaron la formación de rentabilidades reales en moneda externa, captada por los capitales líquidos ingresantes.

La rigidez de la paridad cambiaria en la Argentina se ensambló con la regla de conversión de la moneda al dólar estadounidense, que legisló, como forma para preservar fijo el tipo de cambio, la exigencia de un respaldo, en moneda externa, del 100% de la base monetaria.⁸ Esa capacidad de convertir la cantidad total del dinero interno a divisas externas determinó la regla de expansión y contracción monetaria: se facultó la emisión sólo a partir del ingreso de divisas, ya sea por saldos positivos en el comercio externo de mercancías y servicios o por el ingreso de capitales líquidos. Por derivación, no se autorizó la emisión para financiar necesidades del sector público ni tampoco para otorgar redescuentos al sistema financiero local. Como parte de ese esquema monetario, se implantó el bimonetarismo en los depósitos y préstamos bancarios, facultándose la apertura de cuentas en monedas externas y el otorgamiento de préstamos en dólares estadounidenses. Ello implicó que la multiplicación de depósitos, expandiendo la monetización de la economía, y la creación bancaria, interna, de divisas, no fueran cubiertas por la convertibilidad, ya que sólo se respaldaba la base monetaria local pero no la sumatoria del circulante más los depósitos en cualquiera de las monedas, la interna y las externas. Dos razones determinaron esa disparidad. La primera se encuentra en lo restrictivo de la regla monetaria legislada en la Argentina de los noventa, que eliminó la acción del Banco Central como prestamista de última instancia: ello imposibilitó la emisión de moneda para la cobertura de depósitos cuando los retiros superaran las reservas líquidas existentes en el sistema bancario. La segunda razón se encuentra, lógicamente, en el bimonetarismo: al no poseerse la facultad de emisión de dólares estadounidenses y autorizarse la expansión de la masa de dólares a partir del multiplicador de los depósitos, la convertibilidad de la moneda, por su propia esencia, no facultaba a la autoridad monetaria la cobertura de la totalidad de la suma de la base monetaria más los depósitos de los particulares, especialmente los nominados en moneda externa. En esencia, la convertibilidad operó como unaseudolarización de la economía, pero sin capacidad de respaldo ni de emisión de las monedas que se expandían numéricamente dentro del sistema bancario.

La economía brasileña poseyó, por el contrario, una regla monetaria más flexible, al preservarse la capacidad de emisión monetaria desde las tres fuentes clásicas —el sector externo, el sector público y el financiero— y encararse la emisión de moneda a partir de programaciones monetarias que asumían como sus referen-

cio soberano de la política cambiaria en una economía mundial en rápida transformación"; punto 39 de la E.M. Interministerial n° 205/MF/SEPLAN/MJ/MTb/MPS/MS/SAF, del 30 de junio de 1994. Brasilia.

8. Luego de la implementación de la convertibilidad de la moneda, se autorizó a cubrir la base monetaria con títulos públicos hasta un 20% del circulante; Brenta (1997).

tes a las tasas de crecimiento esperadas en el nivel de actividad interna y en la inflación. Además determinó que las autorizaciones de emisión pasaran a manos del Congreso de la Nación, cuyas metas anuales de emisión sólo podían ser superadas en valores preestablecidos.⁹ Ciertamente, la autoridad monetaria brasileña durante el Plan Real referenció a la emisión monetaria con su disponibilidad de divisas de modo de otorgar certeza de preservación de la paridad cambiaria definida dentro de la minibanda.¹⁰ Pero la regla de emisión no poseyó la inflexibilidad que internalizó la economía argentina, ni tampoco gestó la expansión de depósitos en monedas que no poseía la capacidad de emitir.

Los regímenes monetarios y cambiarios en Argentina y Brasil, diferentes en las morfologías esenciales que operaban como el sustento de la paridad cambiaria fijada, recurrieron, sin embargo, a dos instrumentos similares para estabilizar el precio de la moneda local y por ende de la inflación interna: ambas economías implementaron paralelamente la apertura de sus mercados al comercio de bienes y al movimiento de capitales líquidos, aportando las dos a la estabilidad del tipo de cambio. La apertura comercial ligó los precios internos a los externos, reduciendo la formación de diferenciales entre las tasas de inflación internas y externas que hubieran determinado inevitablemente –de ser mayor la inflación local– una devaluación compensatoria. La apertura financiera también operó sobre la estabilidad de la paridad cambiaria al otorgar al mercado las monedas externas necesarias para formar una oferta suficiente de divisas, que contuviera cualquier movimiento alcista en el tipo de cambio, al tiempo que gestaba las bases de sustento a la emisión de moneda. Una tercera mecánica de contención de los precios se formó en la economía argentina, pero no en la brasileña: en la Argentina el desempleo de la fuerza de trabajo creció considerablemente durante los años noventa mientras que en el Brasil permaneció dentro de niveles reducidos. En sus inicios ambos planes provocaron una merma salarial, aunque reducida: en Brasil el salario real y la masa salarial cayeron durante los primeros cinco meses del plan,¹¹

-
9. Con la aplicación del Plan Real se retiró la capacidad de emisión del Consejo Monetario Nacional, cuyas emisiones eran antes homologadas siempre con posterioridad. Con la nueva norma podía emitir sólo 20% por encima de la meta fijada por el Congreso. En la exposición de motivos del Plan Real esa medida fue considerada como una modificación sustancial del régimen monetario del país. Puntos 34 a 37 de la E.M. Interministerial, n° 205/MF/SEPLAN/MJ/MTb/MPS/MS/SAF, del 30 de junio de 1994. Brasilia.
 10. En el punto 38 de la E.M. Interministerial n° 205 del 30 de junio de 1994, se propuso que el real sea sustentado por las reservas internacionales del país en la exacta proporción de un dólar norteamericano por cada real emitido.
 11. Entre mayo y julio de 1994 el salario real cayó 8,5%; fuente Cepal (enero 2000 cuadro 8). En la fundamentación de la Medida Provisoria del Plan Real fechada el 30 de junio de 1994 y también en Bacha (1997 p. 180) se afirma que los salarios se corrigieron sobre la base de la media salarial de los cuatro meses previos y no de su valor más alto. Ello implicó lógicamente una merma con respecto al pico máximo que se había contabilizado en mayo de 1994.

mientras que en la Argentina se contó una caída en los salarios reales durante los doce meses que siguieron a la implementación del plan.¹² Pero la relevancia de la evolución de los mercados laborales se encuentra en el desarrollo posterior de los planes. El alza en los niveles de desempleo impuso en la Argentina la contención de todo aumento salarial e incluso provocó la reducción de los salarios nominales, operando como otro freno a la inflación de precios y por ende como ancla, preservando fija la paridad cambiaria.¹³ En Argentina el desempleo de la fuerza de trabajo trepó del 6% en octubre de 1991 a 9,9% en mayo de 1993, para alcanzar luego un pico de 18,4% en mayo de 1995.¹⁴ En Brasil, en cambio, se logró sostener la paridad cambiaria dentro de la minibanda al tiempo que crecía, aunque mínimamente, el salario real, pero sin que se expandiera la desocupación abierta.¹⁵

En la economía argentina la regla monetaria imponiendo el bimonetarismo y el respaldo íntegro de la base monetaria con monedas externas, determinó que la economía operara en una forma de dolarización generalizada. En cambio, en la economía brasileña no se implantó la dolarización. La razón se encuentra en sus historias financieras y en los instrumentos aplicados por las autoridades monetarias desde los años ochenta. En la Argentina luego de las hiperinflaciones de 1989 y 1990 los agentes económicos tendieron a minimizar sus posiciones en moneda local, sin que se gestaran mecanismos idóneos y creíbles para preservar la confianza en posiciones nominadas en moneda interna. En cambio en Brasil, previo al Plan Real, en lugar de sustituirse la moneda local por un referente externo que cumpliera las tres funciones de la moneda —como medio de intercambio, como unidad de cuenta para la formación de los precios y como medio para transferir capacidad de pago en el tiempo—, se introdujo la indexación en los precios de los activos, empleando un conjunto muy amplio de alternativas —se reajustó con sujeción al salario mínimo, a una canasta de bienes y a un conjunto de múltiples índices de precios, entre varias alternativas¹⁶—. En realidad en Brasil, previo al Plan Real, se había creado un sistema de instituciones públicas y privadas que ofrecían diariamente sustitutos indexados ciertos que facultaban el empleo de la moneda local como el referente único. Se ha enfatizado que el Banco Central garantizaba

12. Los salarios reales del sector público cayeron desde abril y mayo de 1991 hasta marzo de 1992 aproximadamente 9%, mientras que en ese tiempo los de la industria se congelaron y los de la construcción decayeron 8% entre abril y julio de 1991; fuente: Ministerio de Economía, Informe Económico (1993, p. 148).

13. La teoría condensada en la curva de Phillips explica la relación entre los niveles de desempleo de la fuerza de trabajo y las tasas de incremento de los precios y los salarios.

14. fuente: Ministerio de Economía, Informe Económico (1999, p. 220).

15. Entre 1994 y finales de 1998, momento de la devaluación, el salario real medio creció en Brasil 26,5% mientras que el desempleo abierto, hasta 1998, no superó el 4,4%; fuentes Cepal (enero 2000 cuadro 8) y Boletim do Banco Central do Brasil (febrero de 2001, pp. 92-93).

16. Franco (1996, p. 6).

que los intermediarios financieros no quebrarían y que los depositantes recuperarían su liquidez otorgando las reservas necesarias en los casos de retiros de depósitos. Por eso, el sistema financiero fue exitoso previniendo la sustitución de la moneda local.¹⁷ Ese esquema persistió durante la aplicación del Plan Real que incluso, por esa misma historia. Por esa razón, el derrotero de la economía brasileña posterior a la devaluación del Real de enero de 1999 fue signado, indudablemente, por la escasa dolarización de los contratos y activos. Por el contrario, en la Argentina la promoción de la seudodolarización desde la autoridad monetaria instrumentada y vehiculizada por la convertibilidad de la moneda, que explícitamente eliminó la indexación de precios, activos y contratos, condicionó el momento de la ruptura del plan e incluso extendió los plazos de permanencia del mismo.

En este sentido, la esencia de ambos programas consistió en la preservación de la paridad cambiaria que determinaba que las diferenciales entre las tasas internas y externas de interés no fueran cuestionadas por posibles y repentinas devaluaciones. Sobre ese eje se capturaron y movilizaron recursos y se redujeron simultáneamente, pero sólo de modo transitorio, la inflación de precios y la recurrente carencia de divisas.

3. El contexto internacional de los noventa como conformador de los tiempos y de los endeudamientos derivados de los planes

Los dos programas implementados en Argentina y Brasil durante los años noventa poseyeron un rasgo común: se extendieron por lapsos mayores que los planes formulados en los ochenta. La razón de sus permanencias se encuentra en la complementación entre la morfología de los mercados financieros externos y la lógica de los programas que facultaron la preservación, fija, de las paridades cambiarias. En esencia, la morfología externa permitió el sostenimiento de las dos aperturas, la comercial y la financiera, ya que durante los años noventa la liquidez predominó como rasgo dominante en los mercados financieros mundiales, que fueron extremadamente proclives al otorgamiento de créditos a economías semejantes a la argentina y la brasileña. La persistencia de la mayor liquidez y la capacidad para otorgar y captar, casi sin restricciones, montos elevados de divisas, facilitaron a ambas economías el empleo del ancla cambiaria para contener los altos índices de inflación que se habían contado previamente y también para alejar, al menos transitoriamente, el espectro de nuevas hiperinflaciones.¹⁸ Pero funda-

17. Dias Carneiro y García (1995, p. 5).

18. Con el Plan Real, la caída en el nivel de inflación fue casi inmediato: en junio de 1994 el índice general mensual de precios creció 46,6%, mientras que al mes siguiente, ya lanzado el programa, la inflación se redujo al 5,47% ubicándose ya en septiembre de 1994 en 1,55% mensual. Fuente: Cepal Brasilia (enero 2000, cuadro 19).

El ilicente facultaron la formación de volúmenes elevados de reservas líquidas permitían elevar los niveles de monetización interna, cumpliendo con el resto en divisas, y sustentar la actividad productiva interna, hecho imposible de lograr en el contexto internacional ilíquido de la década de los ochenta. Las evidencias empíricas son muy elocuentes: durante los noventa las reservas líquidas incrementaron en ambas economías hasta niveles nunca alcanzados previamente contrastando de manera notoria con la evolución macroeconómica de la década previa. Frente a promedios de reservas líquidas anuales que durante los ochenta oscilaron en Argentina entre 1,100 y 3.300 millones de dólares¹⁹ y entre 4.000 y 6.000 millones en Brasil²⁰, durante los años noventa las reservas en monedas extranjeras treparon en Argentina por encima de los 26.000 millones de dólares, prácticamente diez veces más que en los ochenta, mientras que en Brasil superaron los 100.000 millones de dólares. En ambas economías los incrementos ocurrieron además de manera simultánea, a partir de 1992 –cuadro 1–, y con independencia de la presencia o no de sus programas de estabilización: en Argentina el incremento se debió ya explicitado el plan de convertibilidad mientras que en Brasil se lo contó previo a la formulación del Plan Real. Ello atestigua que la formación de altas reservas y la viabilidad temporaria de la estabilidad cambiaria tuvieron uno de sus sustentos básicos en la morfología de los mercados financieros externos.

Brasil y Argentina no fueron excepciones en el contexto latinoamericano repletando fondos líquidos: todas las economías de mayor relevancia, e incluso las más pequeñas, contabilizaron saltos en las reservas en magnitudes semejantes o superiores, también desde 1990²¹: el conjunto de América Latina y el Caribe contaba ya en 1993 reservas en sus arcas por 108.000 millones de dólares cuando en 1988 poseía 29.600 millones de dólares.²² El monto máximo de reservas de la región se anotó durante 1997 cuando sumaron 175.600 millones de dólares, seis veces más que las contabilizadas durante 1988.²³ La magnitud de reservas que absorbieron fue tan elevada que, incluso, durante los noventa, las reservas internacionales de Brasil superaban nominalmente a las de Canadá, Italia, Francia y el Reino Unido, entre otros, en un proceso similar al que contó la Argentina.²⁴

19. Ese entorno se contó entre 1981 y 1989. Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales del Fondo Monetario Internacional, anuario 1995.

20. Estadísticas Financieras Internacionales del Fondo Monetario Internacional, *Anuario* 1995.

21. Ello se observa en México, Perú, Colombia, Venezuela, Uruguay, Chile, Ecuador e incluso en países más pequeños como Guatemala, Guyana, Jamaica, Panamá y otros. Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales del Fondo Monetario Internacional, *op. cit.*, 1995, p. 49.

22. *Idem*, 1995, pp. 15 y 49.

23. *Idem*, julio de 2002, pp. 4 y 43.

24. *Idem*, anuario 1995, pp. 71 y 73.

Las expansiones en los volúmenes de reservas ocurrieron, además, de manera repentina: en Brasil, durante 1993 ingresaron 18.000 millones de dólares y en 1994 igual cantidad, marcando un punto de inflexión en la serie de sus reservas líquidas. Esos montos de ingreso anuales representaban individualmente entre tres y cinco veces las reservas totales de varios de los años ochenta.²⁵ La razón de esa expansión rápida fue simple y se encuentra en la combinatoria entre la búsqueda de las instituciones financieras mundiales para colocar sus excedentes de moneda y crédito y la lógica de los planes de estabilización: Brasil abonaba tasas reales de interés en dólares que oscilaron entre el 20 y el 50% anual²⁶, muy superiores a las registradas en los mercados externos, que en esos años ofrecían tasas muy inferiores —entre 3 y 3,7% anual en los Estados Unidos, Suiza y el Reino Unido y aún del 2% en Japón²⁷—. Ello determinó que para mantener las reservas que variaron entre 50 y 55.000 millones de dólares sólo Brasil debió abonar anualmente intereses superiores a 10.000 millones de dólares abultando, lógicamente, su endeudamiento externo y cuestionando su propósito de mantener el equilibrio de las cuentas del gobierno ya que expandía el pago anual de intereses —cuadro 2—. Además, el Banco Central debía neutralizar las divisas en sus arcas, no lanzándolas al mercado, para no depreciar al mercado cambiario, ya que apreciaría a la moneda local y dislocaría la capacidad de colocar exportaciones. La Argentina no se diferenció de esa morfología. Otorgó rentabilidades que sumaron también tasas mucho más elevadas que las vigentes en los mercados de los países desarrollados y que oscilaron entre el 12 y 17% anual, e internalizó igualmente en sus cuentas públicas el incremento de la partida para el pago de intereses por su creciente endeudamiento —cuadro 3—.

Pero la liquidez financiera internacional no persistió durante toda la década: para ambas economías y también para las demás naciones de la región se inició hacia 1997 la merma en el flujo ingresante de divisas, y luego se produjo su reversión —cuadro n° 1—. Las consecuencias no fueron inocuas: el reflujo incidió negativamente sobre el grado de monetización de ambas economías, reduciendo, especialmente en la Argentina, la masa de dinero interno disponible. Como consecuencia, se instaló desde el inicio de la reversión en el flujo de divisas una extendida recesión producto de la iliquidez interna. La información estadística es muy elocuente: fue precisamente hacia 1997 cuando en Argentina se estabilizó el volumen de dinero en circulación, coincidiendo con una merma en el flujo ingresante de divisas. Brasil cuenta también una desaceleración en el crecimiento de su masa monetaria interna hacia 1997, coincidente con la reducción en el volumen de reservas, pero no una merma como la Argentina ya que no contaba con la rigidez de la regla de convertibilidad —cuadros 1 y 4—.

25. *Idem*, anuario 1995, p. 253.

26. Dias Carneiro y García (1995, p. 22 y figura 5).

27. Estadísticas Financieras Internacionales del Fondo Monetario Internacional, *op. cit.*, p. 111.

Cuadro 1

Reservas internacionales en el Banco Central.
Miles de millones de dólares estadounidenses.

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Argentina	1,5	4,6	6,0	10,0	13,8	14,3	14,2	18,1	22,3	24,7	26,3	25,1	14,6
Brasil	7,3	8,7	8,5	19,0	25,9	37,1	49,7	58,3	50,8	42,6	34,8	32,5	35,7

Fuentes: Estadísticas Financieras Internacionales del FMI (*Anuario* 1995 y marzo de 2002) y Cepal (2000, cuadro 16).

Cuadro 2

Brasil.
Déficit o superávit fiscal –operacional– y porcentual del pago de intereses
en el conjunto de gastos públicos. Miles de millones de reales.

	Déficit o superávit fiscal –% PBI–	Gastos totales	Pago de intereses	Pago de intereses / gastos totales –%–
1994	1,32	46,8	5,5	11,7
1995	-4,88	90,3	11,7	13,0
1996	-3,75	105,9	16,0	15,1
1997	-4,30	121,3	18,0	14,8
1998	-7,50	148,3	27,7	18,7
1999	-3,92	163,7	35,9	21,9

Fuentes: Fundación Getulio Vargas, Conjuntura Económica, Conjuntura Estadística (diciembre de 2001, x y xi) y *Boletim* do Banco Central do Brasil (noviembre 1997 p. 128 y febrero 2001 p. 156).

Cuadro 3

Argentina.
Déficit o superávit fiscal –resultado global– y porcentual del pago de intereses
en el conjunto de gastos públicos corrientes. Miles de millones de pesos.

	Déficit o superávit fiscal	Gastos corrientes	Pago de intereses	Pago de intereses/ gastos corrientes -%
1993	2,7	44,2	2,9	6,7
1994	-0,3	47,5	3,2	6,6
1995	-1,4	48,4	4,1	8,4
1996	-5,2	49,4	4,7	9,3
1997	-4,3	55,9	5,7	10,3
1998	-4,1	57,0	6,7	11,7
1999	-4,8	60,0	8,2	13,7
2000	-6,8	60,5	9,7	16,0
2001	-8,7	57,4	10,2	17,8

Fuente: Informe Económico, Ministerio de Economía, (1999 p. 256 y 2001 p. 275).

Cuadro 4

Dinero en circulación. Argentina: miles de millones de pesos.
Brasil: miles de millones de reales.

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Argentina	16,3	16,6	19,0	21,5	21,5	21,8	19,8	15,8
Brasil	24,5	32,1	41,7	51,0	54,8	62,3	74,1	83,7

Fuente: dinero, según la categoría de Estadísticas Financieras Internacionales del FMI (marzo y julio de 2002, estadísticas de cada país).

4. Las razones de las rupturas del Real y la convertibilidad

A mediados de enero de 1999 el Banco Central del Brasil abolió el régimen de minibandas cambiarias y adoptó el sistema de tasas de cambio fluctuantes, desencadenando una devaluación inmediata del 64%.²⁸ A partir de allí, y prácticamente du-

28. El real pasó de 1,20 por dólar estadounidense a 1,98; fuente: Cepal (enero 2000, cuadro 20).

En los dos años, el tipo de cambio tendió a estabilizarse en un valor semejante e incluso medianamente inferior al contabilizado en el primer tramo de la devaluación.²⁹ En la Argentina la autoridad económica solicitó la derogación de la paridad cambiaria fija a comienzos del 2002, lanzándose en los mercados una devaluación inmediata del 355%, considerablemente superior a la registrada en Brasil.³⁰

¿Cuáles fueron los determinantes de esas dos rupturas?³¹ ¿Se debieron a la lógica de los planes o a errores de política económica con el lanzamiento de la devaluación? ¿Qué influencia poseyeron en el quiebre los mercados financieros externos? Siendo la restricción externa el freno central de ambas economías, ¿por qué quebraron ambos planes si al momento de las devaluaciones poseían niveles de reservas líquidas muy superiores a momentos en que no se habían generado rupturas críticas, como por ejemplo al tiempo de la crisis mexicana hacia finales de 1994 o de las crisis asiáticas de 1997?

A pesar de la diferencia cuantitativa en la magnitud y en el ritmo devaluatorio posterior de las rupturas de Argentina y Brasil, raíces comunes explican las modificaciones en las paridades cambiarias de ambos planes. Los dos quiebres fueron inevitables ya que, producto de la lógica de los programas, y desde el momento de su formalización, ambas economías gestaron cuatro morfologías desestabilizadoras, tres en sus cuentas externas y la cuarta en las cuentas fiscales: internacionalizaron déficits en la cuenta de mercancías con el exterior, como consecuencia de la apertura comercial, indujeron una sobrevaluación cambiaria, expandieron el endeudamiento externo con la apertura financiera y exigieron que las cuentas del sector público absorbieran el creciente pago de intereses. Las cuatro gestaron la inevitabilidad de la incapacidad de pago de los compromisos externos o, al menos, la percepción de su inevitabilidad, cuando se contrajo el ingreso de divisas, luego de 1997.

La evolución de las cuentas del comercio externo hacia resultados deficitarios y el encadenamiento entre el ingreso inicial y el egreso posterior en los movimientos de capitales con el exterior durante el transcurso de ambos planes indican que

29. Recién en marzo del 2001 el tipo de cambio superó al valor máximo del inicio de la devaluación registrado en febrero de 1999, que alcanzó los 2,06 reales por dólar; *Boletim do Banco Central do Brasil* (noviembre de 2001, p. 193).

30. Surge ese valor de la variación entre el tipo de cambio nominal de principios de julio de 2002 y la paridad inicial, eso determina el costo mayor de la divisa para las compras en moneda local. De considerar, inversamente, el costo en moneda externa de la moneda, la devaluación en Argentina fue de 72% y en Brasil de 37,5%.

31. Brenta (2002) considera que junto al Plan Real se implementaron también reformas estructurales que permanecieron luego de la devaluación de enero de 1999. Ambos conjuntos de medidas los considera como partes de una misma concepción de política económica. Por esa razón no califica a la devaluación como el quiebre del Plan. La definición de programa es, en mi caso, más restrictiva y se concentra sobre el régimen cambiario.

la restricción externa persistió como eje explicativo de los ciclos recesivos y expansivos, y también de la reiteración de las rupturas devaluatorias. En realidad, esas secuencias demuestran que la metodología de captación de recursos financieros líquidos a través del otorgamiento de rentabilidades superiores en moneda externa a la brindada en los mercados externos sólo agudiza en el tiempo la falencia original. La formación de un tipo de cambio fijo o semifijo como ancla a la inflación en los precios y como garantía a la formación local de tasas de interés en monedas externas superiores a las externas demanda ineludiblemente la apertura comercial de la economía al ingreso de mercancías del exterior con el propósito de ligar la inflación interna a la externa. Sólo el ingreso irrestricto de mercancías del exterior garantiza que la inflación interna será semejante a la externa, estabilizando, por ende, el tipo de cambio o, al menos, minimizando las expectativas devaluatorias. Con esa exigencia, todo programa de ajuste genera indefectiblemente déficits en la cuenta corriente de mercancías con el exterior desde su propio inicio. Los años que siguieron a la convertibilidad y al Plan Real lo atestiguan de manera notoria ya que inmediatamente después de la aplicación de los programas las cuentas del comercio de bienes con el exterior giraron de positivas a negativas: en la Argentina a partir de 1992³² y en Brasil desde 1995 —cuadro n° 5—. Esto es, la lógica de los planes de ajuste, al estabilizar la estructura de precios relativos interna desde la apertura comercial, acentúa la restricción de divisas desde uno de los mecanismos de contención de la inflación: el referenciamiento de los precios internos a los externos. Y ello no es inocuo porque ambas economías han operado con una alta dependencia del volumen de sus exportaciones e importaciones respecto del ritmo de crecimiento de la actividad económica: toda expansión en la actividad generó siempre déficits en las cuentas del comercio de mercancías con el exterior, mientras que toda retracción gestó mejoras en las cuentas. Las estadísticas son extremadamente elocuentes: Argentina registró en la década de los noventa saldos positivos en sus flujos de comercio con el exterior sólo durante sus recesiones, primero hacia 1995 y 1996³³ y luego a partir de 1999. Es precisamente allí cuando se constatan las caídas en el nivel de actividad interna que redundaron en una profunda caída de las importaciones. Brasil también cuenta una alta dependencia de sus saldos del comercio de mercancías respecto del nivel de actividad interna. Lo ejemplifican los años de vigencia del Plan Real y luego el primer tramo del quiebre devaluatorio: sólo con una significativa desaceleración en el ritmo de crecimiento del PBI durante 1998 y 1999, que llevó a

32. En la Argentina los primeros saldos negativos se registraron a partir del cuarto trimestre de 1991, cuando el déficit sumó 152,8 millones de dólares frente a superávits de 1.628,9 millones en el segundo trimestre de 1991 y de 1.178,7 en el tercero; fuente: Ministerio de Economía, *Informe Económico* (1993, p. 72).

33. En 1995 el PBI decreció 2,8%, mientras que la recuperación de 1996, del 2,5% respecto del producto de 1994, gestó saldos positivos inferiores en la cuenta de mercancías con el exterior; fuente: *Informe Económico*, Ministerio de Economía, (1999, pp. 185 y 251).

la caída de las importaciones, se minimizaron los elevados saldos negativos en el comercio de mercancías con el exterior que se registraron entre 1995 y 1998.³⁴ En realidad, la lógica de los planes de ajuste lleva ineludiblemente a un tramo recesivo por esa sumatoria de la incapacidad para sostenerse el déficit comercial junto al hecho de que la reversión de los déficits sólo ocurre con caídas en el nivel de actividad. Esto es, durante los años noventa la Argentina y Brasil no superaron la repetida restricción de divisas como el eje determinante de sus ciclos expansivos y contractivos en la actividad productiva ni tampoco como la gestora de sus repetidas rupturas inflacionarias. En ello radicó una primera razón motivadora de la imposibilidad de sostener la paridad cambiaria anclando los precios internos desde la apertura comercial con el exterior.

Cuadro 5

Saldos de la cuenta corriente del balance de pagos. Saldo de mercancías.
En miles de millones de dólares corrientes.

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Argentina	5,7	8,6	4,4	-1,4	-2,4	-4,1	2,4	1,8	-2,1	-3,1	-0,8	2,6	7,5
Brasil	16,1	10,7	10,6	15,2	13,3	10,5	-3,5	-5,6	-6,8	-6,6	-1,3	-0,7	2,6

Fuentes: Argentina: Informe Económico, Ministerio de Economía, (1999, p. 251 y 2001, p. 270); Brasil: *Boletim* do Banco Central do Brasil (noviembre de 2001, p. 156) e IRS del FMI (julio 2002, p. 190).

Una segunda razón explicativa de la inevitabilidad de la devaluación se encuentra en el valor nominal del tipo de cambio vigente desde el inicio de los programas: en ambas economías la moneda local operó sobrevaluada durante todo el transcurso del plan, ya que hacia sus primeros tramos la inflación fue positiva, conformándose allí una de las raíces del atraso cambiario respecto de sus valores de inicio.³⁵ Ello acentuó el déficit comercial, facilitando el ingreso de importacio-

34. Durante 1998 la variación real del PBI en Brasil fue de 0,2% y en 1999 de 0,8%, luego de haber crecido 4,2% en 1995, 2,7% en 1996 y 3,3% en 1997, años que registraron elevados saldos negativos en la cuenta de mercancías. La correlación entre ambas variables —el saldo del comercio externo de mercancías y el ritmo de crecimiento del PBI del Brasil— y la caída de las importaciones pueden consultarse entre otras fuentes en Fundación Getulio Vargas, Conjuntura Estadística, Conjuntura Económica (marzo de 2001, xvi y xix) y en el *Boletim* do Banco Central do Brasil (noviembre de 2001, p. 154).

35. En Brasil entre 1995 y 1998, cuando el tipo de cambio fue relativamente estable, el índice general de precios creció, dependiendo de las fuentes recolectoras, entre 80 y 90%,

nes. En la Argentina, con el propósito de mejorar la paridad cambiaria real se promovió una extensa deflación de precios: desde el segundo semestre de 1998 hasta finales del 2001 –casi tres años y medio– la economía registró una continua caída en el índice de precios al consumidor. En Brasil también se contó una deflación de precios, aunque más corta: ocurrió sólo entre abril y noviembre de 1998, precisamente durante la antesala de su devaluación.³⁶ La deflación es siempre extremadamente cuestionada por los actores económicos porque impone pérdidas a los productores que conformaron stocks y a los que anticiparon compras de insumos. En realidad, modifica negativamente la ecuación de beneficios de sus inversiones, por lo que las caídas no pueden reiterarse indefinidamente.

El sostenimiento del ancla inflacionaria con el ingreso de mercancías del exterior y la sobrevaluación simultánea de la moneda local frente a las monedas externas fueron sólo posibles con el ingreso masivo de capitales líquidos, vehiculado por diferenciales positivas en los rendimientos financieros que se abonaron internamente frente a los logrables en el exterior y por la extrema predisposición de los mercados financieros externos a otorgar créditos a ambas economías. Pero ese tercer mecanismo de sostenimiento de los planes sólo agudizó, al igual que los otros dos, la restricción externa, derivando en otra de las causales centrales en la ruptura devaluatoria. Durante ambos planes el endeudamiento externo creció considerablemente, a niveles no contabilizados con anterioridad, posicionando las exigencias de crecientes pagos de intereses como una de las señales que alertaban una ruptura posible de los programas: en la Argentina una nueva gran expansión de la deuda externa se produjo entre 1992 y 1999, en tiempo de la convertibilidad, y en Brasil otra ocurrió entre 1994 y 1998, precisamente durante la vigencia del Plan Real. Sólo al restringirse el flujo de fondos externos, ocurrido en Brasil y Argentina simultáneamente hacia mediados de 1998, la masa de la deuda se estabilizó e incluso se redujo nominalmente –cuadro n° 6–. Pero el compromiso de pago de la deuda y de sus servicios igualmente continuó, pero en un contexto de restricción de fondos líquidos. Ello acentuó la percepción de posibles fugas de capitales. Lógicamente los tres factores, que se ligaron en sus comienzos con la predisposición externa a prestar, pero que llevaron desde la lógica de los planes, a las rupturas devaluatorias, se interrelacionaron agudizándose el efecto negativo de cada uno: el gran ingreso de divisas inicial financió los déficits del comercio con el exterior, facultando su permanencia, e indujo en ambas economías el atraso en el tipo de cambio real, al posibilitar el sostenimiento de una paridad fija o semifija al tiempo que persistía, aunque pequeña, la inflación de precios.

acumuladas las tasas medias; fuente: Boletim do Banco Central do Brasil (marzo de 1999, p. 38). En Argentina, entre abril de 1991 y mayo de 1993 se contó un incremento de 41,4% en el índice de precios al consumidor, mientras que los mayoristas también crecieron en ese lapso pero considerablemente menos, 6,9%; fuente: Ministerio de Economía, *Informe Económico* (1993 p. 155).

36. *Boletim* do Banco Central do Brasil (marzo de 1999, p. 38).

Cuadro 6

Deuda externa total. En miles de millones de dólares corrientes.

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Argentina	61,3	62,8	72,2	85,7	98,9	109,8	125,0	141,9	145,3	146,3	139,8
Brasil	123,9	135,9	145,7	148,3	159,3	179,9	200,0	241,6	241,5	236,2	240,0

Valores a diciembre de cada año. Fuentes: Argentina: Informe Económico, Ministerio de Economía, (1999, p. 255 y 2001, p. 274); Brasil: *Boletim* do Banco Central do Brasil (abril 1995, p. 146; marzo 1999, p. 159 y noviembre de 2001, p. 185). Brasil: 2001 provisorio, des-de datos periodísticos.

El cuarto factor explicativo radica en las derivaciones que provocó el creciente endeudamiento –interno y externo– sobre las cuentas fiscales. Ambos programas plantearon desde su inicio el establecimiento del equilibrio en las cuentas públicas, asumiendo que los déficits fiscales son la principal razón explicativa de la inflación.³⁷ También ambos programas, y fundamentalmente la convertibilidad, al ligar el volumen de dinero al stock de divisas, no facultaban el financiamiento de déficits fiscales con emisión, por lo que se promovió el equilibrio de las cuentas y la cobertura de los déficits desde la toma de fondos en los mercados financieros. Paralelamente, en la Argentina el estado resignó fondos que captaba por la seguridad social y los entregó a administradoras privadas, obligando a una merma en los gastos y a una dependencia mayor de las estructuras financieras. Ello determinó que los programas derivaran en el abultamiento de la partida del pago de intereses, y en la reducción de sus ingresos, cuestionando los equilibrios fiscales. Las estadísticas son por demás elocuentes: en Brasil, desde el inicio del Plan Real se generaron déficits operacionales en las finanzas públicas que no habían ocurrido incluso en los años de la hiperinflación, como 1990 y 1991 en la primera híper y 1993 y 1994 durante la segunda.³⁸ Precisamente fue a partir de 1995 cuando se generaron los déficits al tiempo que crecían considerablemente los pagos de intereses –cuadro 2–. La Argentina cuenta una situación similar: los incrementos en el pago de intereses y la merma de sus ingresos asociados con la seguridad social –que tuvieron que ser recaptados abonando intereses– conformaron sin duda los

37. Ello está especificado en el punto 3 de la exposición de motivos de la Medida Provisoria del Plan Real. También fue declarado reiteradamente en la Argentina.

38. Durante 1990 se generaron superávits fiscales operacionales de 1,3% respecto del PBI, del 1,35% durante 1991, del 0,25% durante 1993; Fundación Getulio Vargas, Conjuntura Económica, Conjuntura Estadística (diciembre de 2001, xi). Franco (1996) se pregunta cómo es posible que la hiperinflación no se haya correlacionado con el déficit operacional fiscal cuando la teoría plantea precisamente ese vínculo.

déficits fiscales durante los años de la convertibilidad –cuadro 3–. Cuantitativamente, el pago de intereses no fue irrelevante ya que, en ambas economías, desde el inicio de los planes, la partida asociada con los intereses se duplicó en relación al conjunto de gastos públicos. Ese abultamiento en las cuentas fiscales determinó que en contextos no expansivos, como los que la Argentina registró desde 1998 y Brasil hacia finales de 1998, debieran aplicarse políticas contractivas desde las otras partidas del gasto, acentuando la recesión con el propósito de hacer lugar a los pagos de intereses.

La extrema liquidez mundial no fue inocua sobre la permanencia y sobre la posibilidad de extender las rupturas de ambos planes: los altos flujos de capital externo de los noventa facultaron la estabilidad de las paridades cambiarias y la continuidad de los planes. Pero, cuando se redujeron, los planes perdieron inmediatamente su sustentabilidad. En realidad, la lógica de los programas no permite preservarlos en un contexto de retracción en el ingreso de fondos líquidos. Por ejemplo, se invocó que cuando Rusia declaró en agosto de 1998 un default parcial de su deuda, afectando a países tomadores de fondos externos como Brasil y Argentina, se inició la ruptura en los planes de ambas economías. La coincidencia temporal es significativa porque meses después de la crisis rusa se implantó la devaluación en Brasil. Ese contagio tiene una de sus raíces, nuevamente, en la lógica de los programas de estabilización: los actores económicos han aprendido que todo país que aplique un plan que se estructure sobre la captación de fondos externos otorgando rentas superiores en los mercados financieros entrará en dificultades de pagos en algún momento de su evolución. El aprendizaje se deriva de la comprensión de la inevitabilidad de esa ruptura. Entonces, cuando un país como Rusia o los del sudeste asiático, aplicando una receta similar, ingresa en dificultades de pagos, señalará a los actores económicos como posibles nuevas víctimas a las demás economías que aplican prescripciones similares. Eso fue lo que ocurrió con la crisis de Rusia de mediados de 1998 y que fue la antesala de la devaluación brasileña. Pero no es la crisis foránea en sí misma la que determina la caída de la otra economía o el acentuamiento de su debilidad, sino que es la lógica de su propio plan quien desencadena la crisis al ingresar los mercados en un contexto financiero restrictivo. En síntesis, el ingreso de capitales líquidos sólo facilita superar coyunturalmente la restricción de divisas, frenando la inflación de precios, pero induce hacia adelante una mayor dependencia del ingreso de capitales, que posiciona a la devaluación como un hecho ineludible.

5. Las diferencias y semejanzas cuantitativas en la evolución de ambas economías al tiempo de las devaluaciones

¿Cuál fue el derrotero cuantitativo de las variables económicas en los meses inmediatamente anteriores a la ruptura de los planes de convertibilidad y del Real y cuál en los posteriores? ¿Qué posición registraron las macroeconomías de Argentina y Brasil al momento de las dos devaluaciones cambiarias?

A pesar de haber sido rupturas similares, expresadas en los dos quiebres devaluatorios, y de las semejanzas en el conjunto de causales que iniciaron las fugas de capitales, ambas economías siguieron al menos durante el año previo y luego en los momentos posteriores a las devaluaciones senderos divergentes en las esferas productiva y de los precios, en la formación de la masa monetaria interna, en las cuentas fiscales, en las operatorias bancarias y en la capacidad de acceso del público y del estado a nuevas líneas crediticias. Esas diferencias se reflejaron predominantemente en la intensidad de las evoluciones cuantitativas de las variables macroeconómicas y también en la formación de senderos opuestos. En la Argentina, inmediatamente después de la devaluación, se profundizaron la recesión económica y el desempleo —ya instalados desde hacía cuatro años— y la inflación retomó su antiguo derrotero positivo. En la economía brasileña esos dos hechos ocurrieron, pero fueron muchísimo menos intensos que en la Argentina. Como substrato de esa divergencia, en la Argentina la cantidad de dinero en circulación decreció desde los años previos a la devaluación, y también los ingresos fiscales, reflejando el proceso contractivo, mientras que en Brasil la base monetaria y los ingresos del Tesoro Nacional continuaron expandiéndose antes y después de la devaluación —cuadro 7—.³⁹ Ello marca, desde las liquideces internas, una respuesta diferente a la merma de las reservas en divisas. También, y en contraste con el Brasil, la Argentina declaró unilateralmente el default en el pago de sus deudas externas, hecho que determinó el cierre de los mercados de crédito externos a las operatorias del estado y de los particulares y bloqueó las cuentas de depósitos de los particulares en el sistema bancario interno en respuesta a la fuga de divisas y capitales.

Cuadro 7

Argentina y Brasil. Ingresos fiscales y base monetaria.
En miles de millones de reales y pesos.

Brasil	Ingresos fiscales	Base monetaria	Argentina	Ingresos fiscales	Base monetaria
1997	116,0	20,3	1998	56,2	16,4
1998	137,8	24,2	1999	55,7	16,5
1999	161,8	29,8	2000	56,2	15,1
2000	180,8	32,6	2001	51,1	11,0

Base monetaria: datos a diciembre. Fuentes: Brasil, *Boletim do Banco Central do Brasil* (febrero de 2001, pp. 100 y 152); Argentina, *Informe Económico*, Ministerio de Economía, (segundo trimestre 2001, p. 277 y 2001, pp. 275 y 292).

39. Durante 1998 —los doce meses previos a la devaluación— la base monetaria creció en Brasil —contabilizado de diciembre a diciembre— 23,1%, *Boletim do Banco Central do Brasil* (marzo de 1999, p. 46). Empleando el concepto de dinero del FMI, el circulante creció 7,5% en Brasil durante 1998, mientras que en Argentina decreció 20,3% durante 2001 —cuadro 4—.

El reflujo de capitales fue notorio en ambas economías –cuadro 1– pero operó de modo dispar ya que sólo en la Argentina acentuó la depresión en la actividad económica al profundizar la merma en la cantidad de dinero interno, dificultando las operatorias productivas y comerciales internas e instalando la búsqueda de sustitutos monetarios, emitiéndose bonos provinciales. Ese vínculo entre la masa monetaria y el ritmo de actividad es en extremo relevante explicando las diferencias en las mermas en los niveles de actividad: en la Argentina se contó una profunda depresión,⁴⁰ ya iniciada en 1998, que se acentuó con la devaluación al anotarse en el primer trimestre de 2002, inmediatamente después de la ruptura, una caída en el PBI del 16,3%. Esa contracción también se registró en Brasil, pero ocurrió en magnitudes contrastantes, ya que su producto bruto interno dejó de crecer durante 1998, extendiéndose la recesión hasta 1999, pero no decayó ya que sumó tasas positivas –aunque cercanas a cero– al tiempo que sí decaía su producto industrial.⁴¹ Indudablemente, la profundidad de la caída en la Argentina fue en extremo mayor que en el Brasil afectando de modo negativo (no podía ser de otra forma) a los ingresos fiscales: mientras en la Argentina decayeron, en Brasil crecieron constantemente –cuadro 7–. Esas diferencias se correlacionan con la evolución de las cuentas monetarias ya que, previo a las devaluaciones, en la Argentina el circulante decayó de modo significativo, mientras que en Brasil se expandió –cuadro 4–. Las estadísticas son por demás elocuentes señalando que en Argentina se registró una profunda desmonetización antes y después de la devaluación –incluso se recurrió a la emisión de cuasimonedas que asumieron la forma de bonos provinciales como medio de circulación, supliendo la carencia de papel moneda–: atestiguándolo, entre 1998 y 2001 la base monetaria decreció 34%⁴². Más aún, sólo en los meses previos a la devaluación –entre marzo y octubre de 2001–

40. Se define depresión como caída en el nivel de actividad, mientras que recesión es definida como paralización en el crecimiento, es decir, crecimiento cercano a cero.

41. La variación real del PBI en Brasil fue de 0,2% durante 1998 y de 0,8% en 1999, el año que siguió a la devaluación. Paralelamente, la producción industrial total decayó 2% en 1998, sin que durante 1999 pudiera recuperarse –persistió el mismo índice de 1998– mientras que el empleo industrial también decaía, pero a una tasa mayor, del 11,2% entre 1997 y el primer semestre de 1999; *Boletim* do Banco Central do Brasil (febrero de 2001, pp. 82, 84 y 85). Cepal (enero 2000, cuadro 2) detalla caídas mayores en la producción industrial, acumulando tasas del 5% en los dos años. Reflejando esas mermas, las ventas en Brasil decrecieron durante los tres meses posteriores a la ruptura devaluatoria en 4%, mientras que en el conjunto del año se contrajeron 5%; fuentes: Fundación Getulio Vargas, Conjuntura Económica, Conjuntura Estadística (marzo de 2001, VII) y Cepal (enero 2000, cuadro 6, con datos de San Pablo).

42. La base monetaria pasó de \$ 16.370 millones en diciembre de 1998 a \$ 10.960 en diciembre de 2001. Una observación similar se constata desde la cantidad de billetes y monedas en circulación, que fue de 13.044 millones de pesos en diciembre de 1998 reduciéndose en diciembre de 2001 a \$ 8.327 millones, detallando una caída de 36,2%; fuente: Ministerio de Economía, *Informe Económico* 2001, p. 292.

la cantidad de billetes y monedas en circulación decayó 24,8%⁴³. En cambio, la autoridad económica en Brasil incrementó la base monetaria⁴⁴, no generándose problemas de liquidez como los instalados en la economía argentina. Esa diferencia en ambas economías plantea una paradoja en relación a los vínculos entre la emisión de dinero y los incrementos en los precios internos: en Brasil, a pesar de expandirse la masa monetaria en mayor proporción que en la Argentina, no se contó un salto inflacionario de la magnitud del gestado en la Argentina, ni antes ni después de la devaluación, dado que entre enero y marzo de 1999 la inflación sumó 8%⁴⁵, pero rápidamente se estabilizaron los precios y ya entre abril y junio de ese año el ritmo inflacionario fue prácticamente nulo.⁴⁶ Más aún, entre diciembre de 1998 y diciembre de 1999 el porcentual de crecimiento fue de 20%, sin que en los dos siguientes años el índice trepara por encima del 2% mensual.⁴⁷ En cambio, en la Argentina la expansión de la inflación fue considerablemente mayor, en un contexto desmonetizado, ya que los precios treparon en el primer semestre posterior a la devaluación algo más de 50%, al tiempo que la remonetización era aún insuficiente.⁴⁸ Sin duda una diferencia, notoria, entre ambas economías, especialmente porque la evolución de la inflación expresa la medida de las crisis.

Es factible afirmar que la diferencia más traumática en el tramo cercano a las devaluaciones se instaló en las operatorias de las instituciones financieras: en la Argentina el sistema bancario ingresó en la incapacidad de devolver los depósitos de los ahorristas luego de una extensa fuga de divisas y de constantes retiros de depósitos, especialmente en moneda externa, ocurridos durante 2001, impidiéndose ya un mes antes de la devaluación el retiro de depósitos, con el propósito de impedir mayores drenajes de fondos.⁴⁹ Y ello ocurrió a pesar del alto cumplimiento

43. El circulante fue en marzo de 2001 de \$ 11.334 millones, reduciéndose hacia octubre a \$ 8.520 millones; Ministerio de Economía, *Informe Económico* 2001, p. 293.

44. La base monetaria creció 19,3% entre diciembre de 1997 y diciembre de 1998, aumentando en los 12 meses siguientes 23,5%. Esa evolución se cuenta también en agregados mayores como el M1 e incluso el M4; *Boletim* do Banco Central do Brasil (febrero de 200, pp. 100, 102 y 104).

45. En enero el índice general de precios creció 0,84%, en febrero 3,61%—el porcentual más elevado desde la ruptura en enero de 1999 y principios del 2002—, mientras que en marzo sumó 2,83%; *Boletim* do Banco Central do Brasil (febrero de 2001, p. 95).

46. Durante esos tres meses, la inflación minorista sumó 0,13%; *Boletim* do Banco Central do Brasil (febrero de 2001, p. 95).

47. *Boletim* do Banco do Brasil (noviembre de 2001, p. 57).

48. Hacia fines de abril de 2002, ya transcurrido cuatro meses de la devaluación, y haberse intentado remonetizar a la economía, la cantidad de billetes y monedas era de 12.547 millones similar a los niveles de abril de 1998 que sumaron \$ 12.229 millones; fuente: Ministerio de Economía, *Informe Económico* 1999 p. 271.

49. El 1° de diciembre de 2001 se impidió del sistema bancario el retiro de fondos que superaran \$ 1.000 mensuales, luego de haber perdido el sistema depósitos por 20.000 millo-

to de la regla de la convertibilidad monetaria, ya que al aplicarse la restricción los retiros bancarios el respaldo en monedas externas era del 97% de la base monetaria.⁵⁰ Como consecuencia ineludible, el acceso de los agentes locales al crédito bancario interno fue prácticamente nulo, dificultando las operatorias económicas. Ambos hechos no ocurrieron en Brasil. Más aún, en el sistema financiero brasileño antes y después de la devaluación los depósitos totales crecieron.⁵¹

Paralelo a esas diferencias, sin duda centrales, la lógica de los planes de ajuste determinaron que ambas economías recorrieran también senderos semejantes en las coyunturas que enmarcaron a las rupturas. Junto a las caídas significativas de las reservas en divisas se constató en ambas el crecimiento de las tasas nominales de interés, que incluso treparon hasta valores reales en extremo positivo. En Brasil el costo anual del dinero osciló entre 30 y 45% durante 1997 y 1998, llegando a abonarse tasas superiores al 43% en los meses inmediatamente posteriores a la devaluación.⁵² En la Argentina el salto en las tasas fue también significativo ya que treparon de valores cercanos al 6,5% anual en febrero de 2001 al 34% en octubre de 2001.⁵³ Esa tendencia que se gestó antes de la devaluación, y que permaneció luego, profundizó la depresión o instaló la recesión en ambas economías. También determinó la quiebra económica de numerosos agentes productivos locales. Las mayores tasas de interés abonadas localmente determinaban que los agentes económicos locales, de fondearse internamente, debieran competir en sus proyectos de inversión, en un contexto de apertura económica, con costos financieros considerablemente mayores al de los competidores externos, diferencia que podían hacer inviable sus inversiones. La alternativa era recurrir a fondos en divisas provistos por los mercados externos. Pero en esta alternativa, las empresas se enfrentaban con el riesgo que podía implicar una posterior devaluación que hiciera inviable el pago del endeudamiento, especialmente de reducirse con la devaluación los precios de venta internos evaluados en moneda externa. La derivación en ambos casos es la inevitabilidad de la contracción en la actividad económica y el riesgo de desaparición de empresas.

La segunda semejanza se detecta en los mercados laborales: las remuneraciones de la fuerza de trabajo, y el volumen de empleo, al igual que en las rupturas de todos los planes anteriores definidos desde el fin de la segunda guerra, deca-

nes de dólares entre febrero y diciembre de 2001, al pasar el total de 85.600 millones de dólares a 65.000 millones; *Informe Económico*, Ministerio de Economía, (2001, p. 294).

50. Al 30 de noviembre de 2001, el día previo a la restricción de retiros de depósitos, las reservas líquidas eran de u\$s 14.740 millones mientras que los pasivos monetarios eran de \$ 15.201 millones.

51. Los depósitos crecieron 10,6% durante 1998 y 3,1% durante 1999; fuente: *Boletim do Banco Central do Brasil* (febrero de 2001, p. 144).

52. *Boletim do Banco Central do Brasil* (febrero de 2001, p. 139).

53. Tasas pasivas (30-59 días); fuente: Ministerio de Economía, *Informe Económico* (2001, p. 291).

verón en los momentos posteriores a los quiebres de los planes de ajuste en las dos economías. En Brasil luego de la devaluación los salarios reales decrecieron 1,7%, al tiempo que se expandió el nivel de desempleo formal cerca de 3 puntos porcentuales⁵⁴. En la Argentina se produjo un proceso semejante aunque con incidencias mayores: la caída de las remuneraciones fue extremadamente mayor ya que entre enero y junio del 2002 los salarios nominales permanecieron constantes, e incluso algunos contratos sufrieron reducciones nominales, mientras que la tasa de incremento de los precios fue allí del 50%. A su vez, el desempleo creció un 22% de la fuerza de trabajo apenas después de la devaluación.

6. *Las razones de los senderos divergentes luego de las devaluaciones*

¿Por qué la evolución posterior de la Argentina fue más caótica? ¿Cómo incidieron en la formación de los derroteros divergentes las diferencias en las reglas cambiarias y monetarias? ¿Existieron errores de política económica al tiempo de la devaluación en la Argentina que hicieran más crítico el quiebre?

Es factible plantear, a priori, la formación de dos planos de análisis en las rupturas devaluatorias: uno radica en la lógica misma de cada plan de ajuste, que lleva ineludiblemente a su conclusión devaluatoria desde la formación de crecientes endeudamientos, externos e internos, y de la posterior fuga de capitales, y el segundo en la forma coyuntural que asume el quiebre y que está asociado con los componentes específicos de cada plan y con la morfología de los mercados financieros al momento de la fuga. En realidad, existe una micro de la ruptura —lo coyuntural— que le puede otorgar características peculiares, pero donde la esencia del quiebre se encuentra en la lógica global del plan —el primer plano— similar en todas las experiencias históricas posteriores a la segunda guerra y también en la explicación de las devaluaciones del real en enero de 1999 y del peso argentino al comienzo de 2002.

Las razones que determinan el momento en que se inicia la fuga no son complejas y se repitieron en todas las experiencias históricas ligadas con quiebres de los planes de ajuste: comienza con la evidencia de la incapacidad de pago de deudas y compromisos por parte del estado y responde a la percepción de los agentes económicos privados de un ineludible cambio de precios relativos. Previo a los noventa la otra señal dominante presagiando el quiebre devaluatorio era el incremento salarial, que al gestar aumentos en la tasa de inflación determinaba la

54. Cepal (enero 2000, cuadro n° 7). Una cifra algo inferior se constata en el *Boletim do Banco Central do Brasil* (febrero de 2001, p. 85), donde se señala una merma de 4,9% en el salario industrial real entre enero y marzo de 1999.

55. El desempleo pasó de 4,84% de la fuerza de trabajo en 1997 a 8,16% en marzo de 1999; *Boletim do Banco Central do Brasil* (febrero de 2001, p. 92).

modificación en la paridad cambiaria. Pero en la ruptura en la Argentina ello no ocurrió. Predominó lo financiero. En Brasil, aunque no fue la razón, previo a la devaluación existió un incremento en el salario real.⁵⁶ Por eso la señal básica en los noventa fue la incapacidad de pago del estado. Frente a esa debilidad, los agentes económicos asumen desde la formación de sus expectativas y desde su aprendizaje que la devaluación cambiaria ocurrirá, y que cercenará el valor de sus acreencias en moneda local, por lo que el pasaje inmediato hacia el activo escaso —las divisas externas— preservará en el futuro su riqueza e incluso podrá acrecentarla con el factible abaratamiento interno, en divisas, de los bienes de capital o de consumo durables. En esas circunstancias, siempre la autoridad económica intentó retener a los capitales que intentaban retirarse otorgándoles una renta financiera superior a la que ya recibían en el mercado local. Pero ese mayor premio hace aún más certera la ruptura del programa y la inevitabilidad de la cesación de pagos. En la práctica agudiza la fuga de capitales, porque sólo acrecienta el endeudamiento externo en un contexto de creciente desconfianza en la capacidad de pago de los mayores rendimientos y aún de los vencimientos de capital. En ese contexto, también pueden obtenerse, coyunturalmente, mayores fondos desde los organismos de crédito externos. Pero ello también es transitorio. Por ejemplo, el Fondo Monetario Internacional prestó a Argentina y Brasil con anterioridad a la ruptura, pero sin poder impedir la ruptura devaluatoria. Más aún, a la Argentina le había prestado un alto porcentual de su cartera, ya que sumó casi el 20% durante 2001 —cuadro n° 8—, hecho que determinó que luego esa entidad ejerciera una fuerte presión sobre el sendero a seguir durante la ruptura. Sobre Brasil la presión fue menos intensa posiblemente porque su exposición allí era menor: el Fondo le prestó a Brasil con anterioridad y posterioridad a la ruptura, pero en proporción considerablemente menor.

Cuadro 8

Total de fondos otorgados por el FMI a la Argentina y al Brasil.
En miles de millones de SDR.

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
A Argentina	2,9	4,1	4,4	4,3	3,9	3,3	3,9	11,1
A Brasil	0,1	0,09	0,04	0,02	3,4	6,4	1,3	6,6
Total mundo	30,2	41,6	42,1	52,6	66,8	57,5	49,4	59,9

Fuente: estadísticas Financieras Internacionales del FMI (marzo de 2002). Durante la década de los noventa un SDR fue equivalente a 1,30 a 1,40 u\$s.

56. El incremento del salario industrial real en Brasil durante 1998 fue de 4,6%. En ese tiempo la productividad de la industria creció 5,3%, pudiendo absorber el incremento salarial sin presionar sobre la inflación, que durante 1998 fue de 1,7%. *Boletim* do Banco Central do Brasil (febrero de 2001, p. 85 y 94).

A pesar de esos ingresos, la respuesta de los mercados financieros mundiales a la posibilidad de default fue la de incrementar el spread que pagaban los bonos, derramando mayores señales de una ruptura cierta desde el incremento del índice de riesgo del país.⁵⁷ Pero ello simplemente es un síntoma.⁵⁸ En ese contexto, la devaluación de la moneda local se hace inevitable y su porcentual de crecimiento ingresa en una relación positiva frente al costo del dinero: se extiende la devaluación, o la certeza de su ocurrencia cercana, al tiempo que crecen las tasas nominales de interés dificultando las operatorias económicas y lanzando una aceleración de la inflación. En la práctica, el costo del dinero frente a la tasa de devaluación ingresa en una relación positiva del tipo de las construidas durante los tramos de corridas especulativas: las tasas nominales de interés crecen para reducir la fuga, y sostener así a los capitales internamente, pero simultáneamente los agentes económicos descreen de la capacidad de pago de esas rentas y profundizan la fuga, acentuando el ritmo devaluatorio. Es así que en el tramo de ruptura la relación que se construye entre las tasas de interés y el ritmo devaluatorio es constantemente positiva, dado que mientras una crece la otra lo hará también en esa coyuntura o en una cercana. Es allí cuando, ya iniciado el retiro de fondos, y desencadenada la devaluación o la posibilidad devaluatoria, se hace evidente la aplicación de medidas restrictivas a los movimientos de capitales y al retiro de fondos del sistema bancario, si no se posee la capacidad de garantizar la liquidez del sistema financiero. Esa derivación determina que el tramo de ruptura de los planes esté condicionado por la capacidad de la autoridad económica para sostener el sistema financiero local, preservando la liquidez de los ahorristas y la capacidad prestable. También la ruptura está signada por su capacidad o no para licuar los activos financieros existentes en el sistema. Por eso, el quiebre devaluatorio, producto de la coyuntura restrictiva de divisas, se extiende a la estructura bancaria y se concreta cuando la corrida de retiro de depósitos no es soportada por el sistema financiero ni por la autoridad monetaria. En este sentido, la salida de los depósitos del sistema bancario local es la señal última que indica el contagio amplio de la crisis de ruptura. La magnitud de los retiros y la capacidad o no de contener la salida de los depósitos detallará la intensidad de la crisis. Este es el plano coyuntural y es allí donde se condensan muchas de las razones de los senderos diferentes que recorrieron las economías de Argentina y Brasil luego de las devaluaciones de 1998 y de 2002 y cuyas raíces se encuentran en las reglas monetarias que preservaban fijas o semi fijas a las paridades cambiarias y que determinaban las fuentes de emisión monetaria.

57. El riesgo país fue de 450 puntos durante enero de 1998 y trepó en abril de 2001 a 1.418 puntos, sumando 5.513 puntos durante mayo de 2002; fuentes: Ministerio de Economía, *Informe Económico* (segundo trimestre del 2001, p. 290) y *Carta Económica* (mayo 2002, apéndice 4).

58. La tasa de riesgo país fue superior a la de todos los países con dificultades financieras.

Dos son las razones centrales, determinadas por las reglas monetarias vigentes, que explican en el plano coyuntural los diferentes senderos recorridos por la Argentina y Brasil al tiempo de las devaluaciones de ruptura, especialmente el de retroceso posterior: una proviene de la morfología bimonetaria o no de los depósitos y la otra de la capacidad de la autoridad monetaria local para garantizar la liquidez de los depósitos en el sistema. Ambas temáticas estructuraron los ejes que desencadenaron una ruptura extremadamente más caótica en la Argentina. La fuga de divisas acentúa –no podría ser de otra forma– la escasez de un recurso ya escaso. Esa es la señal que comienzan a percibir los agentes económicos quienes, según sus asunciones de riesgo, se retirarán del sistema o permanecerán para captar las rentas financieras crecientes. En ese contexto, la autoridad económica en la Argentina promovió el pasaje de los depósitos en moneda local hacia depósitos en divisas, profundizando la dolarización del sistema financiero y la sustitución de la moneda local: pocos días antes de la devaluación el 75,2% de los depósitos totales ya estaban nominados en dólares.⁵⁹ A pesar de ese pasaje masivo, la imposibilidad de cumplimiento de la regla de convertibilidad adicionando los depósitos bancarios al sistema de respaldo en divisas, determinó que la autoridad económica en la Argentina eliminara la capacidad de retiro indiscriminado de depósitos. Lógicamente, por la multiplicación de los depósitos, la base monetaria interna y las reservas eran absolutamente insuficientes para enfrentar el retiro masivo. Allí se hizo imperiosa la acción del Banco Central supliendo liquidez al mercado. Pero, en esa coyuntura, fue determinante en Argentina la inexistencia, impuesta por la lógica de la convertibilidad, del Banco Central como prestamista de última instancia que pudiera garantizar, desde la emisión de moneda, la liquidez del sistema y un retiro ordenado de depósitos. Esa falencia fue aún más acuciante porque la autoridad local no posee, en ninguna circunstancia, la capacidad de emisión de monedas externas. Frente a esa imposibilidad, la entidad monetaria local nunca pudo –ni podía– garantizar la liquidez de los depósitos en divisas y, con seguridad, tampoco en moneda local. Precisamente, cuando se revirtió el ingreso de fondos líquidos y se generalizó la fuga de divisas, la combinatoria en la Argentina entre el bimonetarismo, la casi total dolarización de los depósitos promovida por la autoridad económica y la inexistencia de un prestamista de última instancia, determinaron la incapacidad de cumplimiento de los contratos financieros. Fue allí cuando mermaron las operatorias bancarias, se profundizó la devaluación de la moneda local y la economía ingresó en un proceso más recesivo aún que el iniciado en 1998. Las profundas recesiones eran inevitables antes del quiebre por la propia regla monetaria, rígida desde la convertibilidad obligatoria y desde la eliminación de fuentes de emisión monetaria, ya que se ligaron los montos de moneda interna, y por ende de actividad, a la disponibilidad de reservas. Pero la fuga de capitales, mermando el quantum de divisas y por ende de moneda local –cuadro 1 y 4– acentuó la imposibilidad de devolución de depósitos y gestó una mayor recesión y de-

59. Son cifras del 18 de diciembre de 2001.

simple en el tramo de la devaluación. Ello expresa una de las diferencias centrales con Brasil que no registró una merma en la cantidad de dinero similar a la economía argentina. Tampoco cercenó la liquidez de los ahorristas al poder operar su Banco Central como prestamista de última instancia y no contar con un sistema monetizado donde dominaran las posiciones en divisas. En realidad, la propia lógica de la convertibilidad impuso el carácter caótico de la coyuntura del quiebre devaluatorio y la profundización del proceso recesivo.

La inexistencia del prestamista de última instancia, en un contexto dolarizado, construyó, sin duda, una de las falencias centrales de la Argentina frente a Brasil al tiempo de la formulación de la devaluación de ruptura. En Argentina se pretendió suplir ese rol del Banco Central con la desnacionalización de la banca pública y privada: fue política de estado traspasar las entidades bancarias a capitales externos suponiendo que ellos devolverían los depósitos con fondos de sus matrices. Pero como prácticamente todas asumieron la forma de subsidiarias independientes, sin responsabilidad de la casa matriz, nunca se generó la figura de un prestamista de última instancia para las colocaciones en moneda externa y los ahorristas no lograron el retorno de sus fondos desde el sistema bancario. Tampoco la autoridad económica logró instrumentar al momento de la devaluación la liquidación de activos financieros como ya había ocurrido en la historia de la Argentina, en la antesala de la segunda hiperinflación, cuando se implementó el cambio compulsivo de depósitos a corto plazo por títulos públicos, lo que se denominó plan bonex.⁶⁰ En ese marco contractivo, luego de la devaluación se instrumentó una pesificación asimétrica que determinó que el sistema bancario no pudiera empalmar el cobro de sus préstamos con los montos que demandaba la devolución de los depósitos.⁶¹ Desde allí el sistema financiero dejó de operar y se potenció la depresión económica, no instaurada en el Brasil al tiempo de la devaluación.

Con la devaluación también se gestó en la Argentina un proceso de acelerado cambio en los precios relativos: producto de la desindustrialización inducida por la apertura comercial, franjas considerables de productos dejaron de producirse internamente. Ello determinó que la fijación de precios se realizara sobre la base de la nueva paridad cambiaria, ligando en esos espacios los incrementos de precios al ritmo devaluatorio. Un proceso similar ocurrió con los bienes exportables, que asumieron como referente incremental también a la modificación en la paridad cambiaria. Pero en los sectores con producciones locales, apoyados por la congelación salarial durante el semestre posterior a la devaluación, y condicionados por una caída significativa de la capacidad de consumo, se gestaron incrementos menores o nulos de precios, alterándose la estructura de precios relativos en un contexto inflacionario. Seguramente, en la economía brasileña la existencia

60. Durante diciembre de 1989 se canjearon depósitos a siete días de plazo por títulos públicos a 10 años.

61. Al inicio se pesificaron los préstamos a una tasa de $1 \$ = 1$ u\$s, mientras que los depósitos en moneda externa se pesificaron a una tasa de $1,40 \$ = 1$ u\$s.

de un sector productivo más integrado y diversificado que el argentino y con un proceso menor de dolarización, determinó que los incrementos de precios posteriores a la devaluación fueran considerablemente menores. Aunque fueron ciertamente positivos.

En realidad, en las rupturas dominó lo financiero. El déficit fiscal per se no fue causal de la ruptura del plan de convertibilidad. Por ejemplo, durante el tercer trimestre de 2001 las metas de déficit fiscal con el Fondo Monetario Internacional fueron sobrecumplidas. Esas pautas también se completaron contabilizado el déficit fiscal desde enero a septiembre de 2001.⁶² Pero el sentido de la causalidad en este plano es otra: el plan no facultaba la permanencia de ningún déficit fiscal. Es decir, la lógica del plan no facultaba incluso déficits pequeños. Esto es central desde la regla restrictiva de emisión monetaria, porque los déficits sólo podían cubrirse con endeudamientos. Tampoco fue la causal un incumplimiento de la regla de la convertibilidad ya que el ratio entre las reservas internacionales y los pasivos monetarios fue de 113% a comienzos de noviembre de 2001, precisamente al momento de exteriorizarse la ruptura, mientras que el 1º de diciembre esa relación fue de 97%⁶³, demostrando que el cumplimiento de la ley de convertibilidad no frenó el quiebre, incluso tampoco su sobrecumplimiento⁶⁴.

Indudablemente, la morfología microeconómica determinó en la Argentina una ruptura más caótica que en el Brasil. En la Argentina la conformación de un sector abastecedor de servicios públicos totalmente privatizado, que presionó al tiempo de la devaluación desde sus contratos dolarizados, la reducida presencia de bancos de origen nacional, la pérdida de bases industriales y el desmantelamiento de las estructuras burocráticas del estado –con espacios tomados por bandas sin control ni capacidad ni historia administrativa– posicionaron a la economía en el umbral del caos económico y social. También es cierto que en la ruptura están presentes determinantes inducidos desde el manejo de la política económica como por ejemplo canjes de deudas no transparentes o pesificaciones asimétricas. Sin duda las colusiones en los ámbitos de poder o los errores de política económica no son inocuos. Pero, ciertamente, el ejercicio del derecho a poseer moneda local – y su propia existencia – es básico para que la economía y los agentes económicos operen desde sus potencialidades. Ello es lo que Argentina perdió durante los noventa.

62. *Carta Económica*, noviembre 2001, p. 7.

63. Al 30 de noviembre de 2001 las reservas líquidas eran de u\$s 14.740 millones, mientras que los pasivos monetarios eran de \$ 15.201 millones.

64. El quiebre de la convertibilidad puede fecharse el 1 de diciembre de 2001 cuando se impidieron los retiros de depósitos, autorizándose sólo a extraer \$1.000 por mes.

Bibliografía

- Hucha Edmar, "Plano real: uma segunda avaliação". *O plano Real e outras experiências internacionais de estabilização*, IPEA, Brasília, 1997.
- Hucha Noemí, "Convertibilidad" en Alicia Caballero (comp.). *La Economía Argentina en Pasado y Futuro*, Educa, Buenos Aires, 1997.
- Hucha Noemí. "La convertibilidad de la Argentina y el Plan Real del Brasil: concepción, implementación y resultados en los años noventa". Publicado en este número de *Ciclos*, Buenos Aires, 2002.
- Copal, Oficina de Brasília. *Evolución de la economía brasileña*, Brasília, 2000.
- Dias Carneiro Dionisio y Márcio G. P. Garcia. *Private international capital flows to Brazil*. Departamento de Economía, PUC, texto n° 333, Río de Janeiro, 1995.
- Franco Gustavo. *El Plan Real*, Departamento de Economía, PUC, Texto n° 354, Río de Janeiro, 1996.
- Vitelli Guillermo. *Las lógicas de la economía argentina. Inflación y crecimiento*, Prendergast Editores. Buenos Aires, 1990.
- Vitelli Guillermo. *Los dos siglos de la Argentina. Historia económica comparada*, Prendergast Editores, Buenos Aires, 1999.

RESUMEN

Las historias macroeconómicas de Argentina y Brasil luego de la Segunda Guerra poseen un rasgo común: ningún plan de ajuste logró estabilizar las relaciones de precios y contener la inflación de manera definitiva; lo lograron sólo transitoriamente. Los programas aplicados en Argentina desde marzo de 1991, que implantaron la convertibilidad de la moneda, y en Brasil desde julio de 1994, con la formulación del Plan Real, culminaron, al igual que los anteriores planes, en una devaluación de la moneda local. Sin embargo, el derrotero posterior de ambas economías no fue semejante. Luego de la devaluación del comienzo del 2002, la economía argentina ingresó en una profunda recesión y en el disloque de su sistema financiero, hechos que no se produjeron con esa intensidad en Brasil luego de la devaluación de enero de 1999. Las razones de los derroteros posteriores, especialmente el carácter caótico del recorrido por la Argentina, radican en las diferencias de los regímenes monetarios y cambiarios instalados en ambas economías.

ABSTRACT

The macro-economic histories of Argentina and Brazil after the Second World War share a common feature: no stringency plan was able to stabilise price relations and contain inflation on a permanent basis; they only managed this temporarily. The programmes implemented in Argentina as from March 1991, which established the dollar peg system, and in Brazil as from July 1994, with the Plan Real, ended, as in the case of former plans, with devaluation of the local currency. However, the subsequent direction of the