

Los regímenes monetarios con paridades irrevocablemente fijas: algunas reflexiones de la experiencia argentina

Daniel Coq Huelva

Universidad de Sevilla

Resumen. Recientemente, ha habido en distintas economías periféricas intentos por implantar sistemas cambiarios con paridades irrevocablemente fijas. Este artículo expone brevemente las ventajas y desventajas que, teóricamente, cabe esperar de los mismos. Con esta base teórica, se analiza el régimen cambiario argentino de los años noventa (conocido como *currency-board*). Se concluye que el fracaso final del mismo se debe más a los fundamentos teóricos del modelo que a los errores existentes en su gestión. En la parte final del artículo se profundiza en las bases sobre las que se asientan muchos de los errores observados.

Palabras clave. Crisis argentina, globalización financiera, finanzas internacionales, regímenes monetarios, dolarización.

Clasificación JEL. E44, E52, F31, F32, F33, F34, N1, N16.

Abstract. Many peripheral economies have developed irrevocably pegged monetary regimes in the last years. This article analyses the theoretical advantages and disadvantages of this kind of monetary regime. This theoretical base is used in the analysis of the Argentinean monetary regime (known as *currency-board*). It shall conclude that its final failure is due to the result of the theoretical foundations of the model, instead of mistakes in its management. Some of the deep theoretical bases of the observed mistakes are analysed in the last part of this article.

Key words. Argentinean crisis, financial globalisation, international finance, monetary regimes, dollarisation.

JEL classification. E44, E52, F31, F32, F33, F34, N1, N16.

1. Introducción

Durante los últimos años se han sucedido diversos episodios de crisis financieras e inestabilidad monetaria. Desde la crisis mexicana de 1994 a la crisis asiática de 1997-99, la crisis rusa de 1998 o la reciente crisis argentina de 2002, los fenómenos de inestabilidad monetaria han sido cada vez más frecuentes.

Esto ha motivado una «comprensible» búsqueda por parte de las autoridades estatales¹ de mecanismos que puedan prevenir estos episodios. Tradicionalmente se ha considerado que el régimen monetario juega un papel fundamental entre los mecanismos que tienen como finalidad asegurar la estabilidad de los agregados monetarios y financieros. Por tanto, ha existido una copiosa literatura que ha centrado sus reflexiones en la búsqueda del sistema de cambio capaz de proporcionar una estabilidad financiera a los procesos de crecimiento y acumulación de capital existentes en las economías emergentes (Calvo, 2000a; Calvo y Mishkin, 2003; Wicklam, 2002; Bubula e Ötker-Robe, 2002).

Hay múltiples regímenes monetarios². A lo largo de los años noventa, sobre todo a partir de la crisis asiática³, una serie de autores han considerado que los regímenes monetarios con paridades irrevocablemente fijas son susceptibles, siempre que se cumplan ciertas cautelas, de evitar episodios de inestabilidad financiera en economías emergentes (Calvo, 2000a; Hausmann *et al.*, 1999). Además, la aplicación de estos regímenes como políticas anti-inflacionarias ha sido realizada en diversos países latinoamericanos en las últimas dos décadas (Edwards, 2000). Por tanto, no sólo existe una amplia reflexión teórica, sino también una extensa experiencia empírica.

Desde esta doble perspectiva, teórica y empírica, el presente artículo pretende exponer algunas de las limitaciones de los sistemas monetarios basados en el establecimiento de paridades «irrevocables». En concreto, se hará un examen bastante detallado de los resultados de la aplicación del sistema de *currency-board* o junta monetaria en Argentina. No obstante, el objetivo del artículo no es discutir el caso argentino, sino las ventajas y desventajas de los regímenes monetarios con paridades irrevocablemente fijas en la evolución a largo plazo de economías emergentes. La referencia a Argentina debe entenderse como una forma de ilustrar la discusión.

¹ Evidentemente, esto es un reduccionismo, pues supone como dado el marco de relaciones financieras internacionales. En realidad, habría que pensar que si los fenómenos de inestabilidad monetaria se repiten no se debe únicamente a la existencia de deficiencias repetidas en los sistemas monetarios y financieros domésticos, sino más bien a la Arquitectura Financiera Internacional. Centrar el debate en los regímenes cambiarios no debe llevar a una «invisibilización» de la influencia de la actual ordenación de las relaciones financieras internacionales en los episodios de crisis monetarias y financieras sufridas por un número significativo de economías emergentes.

² La clasificación de regímenes cambiarios utilizada por el Fondo Monetario Internacional (FMI) entre 1995 y 1998 distinguía tres regímenes de cambio fundamentales: flotantes, fijos pero ajustables e irrevocablemente fijos. El FMI adoptó una clasificación más detallada en enero de 1999 que distinguía entre trece posibles regímenes cambiarios. En realidad, esta clasificación no niega la anteriormente utilizada, sino que tan sólo la amplía y detalla. De esta forma, dentro de los regímenes de paridades irrevocablemente fijas, según la nueva clasificación, es posible distinguir tres tipos distintos de funcionamiento monetario: dolarización legal, uniones monetarias y *currency-board*. Lo mismo ocurre con los regímenes intermedios donde con la nueva clasificación del FMI se distinguen ocho posibles regímenes monetarios o con los tipos flotantes (dos regímenes). En el presente texto, en general, no se reutiliza esta nueva clasificación ya que supondría una complejización del análisis que lo prolongaría excesivamente. Sin embargo, en momentos concretos, se hará referencia a ella como forma de ilustrar con mayor detalle los cambios en la regulación monetaria de distintos países (Bubula y Ötker-Robe, 2002).

³ La crisis asiática se produce en países que, en general, habían optado por sistemas monetarios con paridades fijas pero ajustables. El análisis del desenvolvimiento de esta crisis financiera llevó a algunos autores a sugerir la necesidad de compromisos más estrictos para respaldar las paridades de las monedas.

El texto se organiza del siguiente modo. En primer lugar, se habla de las funciones y equilibrios que debe mantener el régimen monetario de una economía emergente en el contexto económico y financiero actual. Posteriormente, se insiste en el análisis de estas mismas funciones para el caso de un régimen monetario basado en un sistema de *currency-board*. A continuación, se exponen los principales resultados de la aplicación de este tipo de sistema para el caso argentino. Sobre esta base se revisan los fundamentos de dos de los conceptos más habitualmente utilizados para explicar la elección de un régimen monetario: credibilidad (epígrafe 5) y expectativas (epígrafe 6). Estos elementos son centrales ya que están en la base de la justificación de la elección de estos regímenes monetarios, sin que, en nuestra opinión, se haya realizado un análisis de fondo de la forma en la que la credibilidad se obtiene y la forma en la que las expectativas se generan.

2. Problemas teóricos de los distintos regímenes monetarios. Elementos para la reflexión

El tema de los regímenes monetarios es, sin duda, una problemática compleja dada la gran cantidad de implicaciones macroeconómicas que se derivan de los mismos. El conjunto de elecciones inherentes a la elección de un régimen monetario se expone resumidamente en el **Gráfico 1**.

La adopción de un sistema de paridades fijas, en principio, favorece las relaciones internacionales de una economía, ya que disminuye los riesgos cambiarios y la incertidumbre sobre el valor de las transacciones. Ello se hace al precio de tener una serie de limitaciones en la actuación de los Bancos Centrales que deben poseer un nivel de reservas suficientes para asegurar la paridad.

Gráfico 1. Ventajas de los sistemas monetarios con paridades fijas respecto a los sistemas monetarios con paridades flexibles (o flotantes)



Al mismo tiempo, según el clásico modelo de Mundell (1961), los tipos de cambio fijos son preferibles cuando se producen choques nominales (es decir, debidos a cambios bruscos en la oferta y la demanda de dinero), mientras que los cambios flexibles dan una respuesta más rápida cuando los impactos son reales (es decir, de oferta o debido a cambios en los precios relativos de los bienes).

Relacionado con lo anterior, en situaciones de alta inflación⁴, los tipos de cambio fijos actúan como «anclas» frente a los fenómenos inflacionarios⁵. Este control se da, sobre todo, en aquellos bienes expuestos a la competencia exterior (bienes transables). Esto tiene el inconveniente de que puede alterar gravemente la estructura de precios relativos de una economía, favoreciendo aquellas producciones no sometidas a competencia exterior (bienes no transables). Además, el sistema de paridades fijas puede mantener paridades «sobrevvaloradas» durante largos períodos de tiempo, produciendo una pérdida generalizada de competitividad. Por el contrario, el sistema de paridades flexibles no ofrece esta «protección» contra la inflación, pero mantiene la paridad «alineada» impidiendo la pérdida de capacidad competitiva por esta vía⁶.

Otro problema del sistema de paridades fijas es que puede favorecer la infravaloración por parte de los agentes de los riesgos asociados a operar en otras monedas. Esto es válido sobre todo para el caso del crédito. En la medida en que no se sea consciente de que la paridad puede modificarse, se incurrirá en préstamos en moneda extranjera que, caso de modificarse la paridad, serán difíciles de reembolsar. Esto no ocurre en un sistema de paridades flexibles, donde el valor de las divisas cambia cada día, siendo los agentes financieros totalmente conscientes del riesgo que corren. Por ello, en un sistema de paridades fijas debe existir una mayor disciplina del sistema bancario para gestionar estas eventualidades.

Una última diferencia entre los dos grandes tipos de sistemas monetarios sería que los tipos de cambio fijos favorecen la atracción de capitales (y, por tanto, la financiación) de una economía. Evidentemente, el mantenimiento de la paridad implica renuncias en autonomía monetaria y fiscal, pero la mayor disponibilidad de capitales puede dar lugar a tipos de interés más bajos (sobre todo en economías emergentes). Otra cuestión mucho más problemática es qué uso puede darse a estos capitales más abundantes y baratos. En este sentido, podrían identificarse dos grandes opciones (Boyer, 1999).

Las entradas de capital, siempre y cuando se dirijan al sector productivo y no signifiquen únicamente un cambio en la titularidad de las empresas, son una fuerza inversora po-

⁴ Donde, por tanto, la oferta y la demanda de dinero suelen presentar altos grados de inestabilidad.

⁵ Con esta finalidad, sistemas cambiarios de paridades fijas han sido utilizados especialmente en América Latina desde finales de los años setenta como forma de controlar episodios de inflación alta o de hiperinflación. A este esquema responden los casos de Chile (1979-1982), México (1988-1994), Argentina (1991-2001), Brasil (1994-1998) o Uruguay (1990-2001) (Edwards, 2000; IMF, 2005).

⁶ El propio ex-ministro de Economía argentino D. Cavallo coincidía con esta apreciación (eso sí, tras el fin del sistema de *currency-board* en su país, que él contribuyó decisivamente a crear): «Las ventajas y desventajas de las diferentes políticas de tipo de cambio son evaluadas mirando el efecto del tipo de cambio [...]. Cuando el principal problema es la inflación, el foco de atención principal está en el nivel general de precios. Cuando el principal problema es la competitividad, el foco de atención cambia hacia el efecto del tipo de cambio en los precios relativos, particularmente en el precio relativo de los bienes y servicios transables frente a los no transables» (Cavallo 2004, págs. 1-2).

derosa, siendo susceptibles de contribuir a los procesos de crecimiento y acumulación de capital. La captación de capitales externos convenientemente invertidos puede dar lugar a un proceso de crecimiento de la producción. A su vez, las inversiones directas pueden dar lugar a la creación de nuevas actividades o empresas o a ganancias de eficiencia de las ya existentes (**Gráfico 2**).

Pero también las entradas de capitales tienen efectos sobre las variables monetarias y financieras interiores. La afluencia rápida de capitales externos puede dar lugar a procesos bastante acentuados de creación de dinero bancario (Boyer, 1999). De este modo, el régimen monetario (favoreciendo la entrada de capitales) es uno de los factores que puede originar fuertes procesos de creación de dinero sobre la base del comportamiento de agentes privados, no de la creación de base monetaria por parte del Banco Central (véase **Gráfico 3**). Esto tiene unos efectos muy similares a los de una política monetaria expansiva, dando lugar a la aparición de un keynesianismo *de facto*, creado y mantenido como consecuencia de decisiones tomadas en el ámbito de lo privado⁷.

Sin embargo, la «capacidad» de compra no se distribuiría en este modelo por igual a lo largo de todo el cuerpo social, sino que se mantendría concentrada en aquellos grupos sociales con acceso al crédito. Ello posiblemente originaría el crecimiento del valor de los activos mobiliarios e inmobiliarios. Pero, por el contrario, esta misma razón explicaría que el aumento en la cantidad de dinero no tuviera por qué verse reflejado en los indicadores de precios al uso, que miden la variación de los precios en los bienes de consumo.

Estas tendencias pueden verse acentuadas por un sistema monetario de paridades fijas, ya que el riesgo cambiario se encuentra limitado. Además, la rentabilidad de procesos especulativos de creación de dinero con plazos de retorno relativamente breves puede verse garantizada por la estabilidad cambiaria. Asimismo, este proceso puede ser paralelo a la utili-

Gráfico 2. La secuencia aparentemente virtuosa de la liberalización financiera

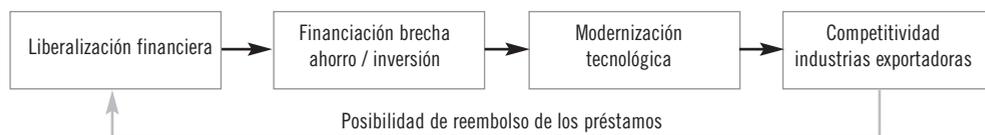
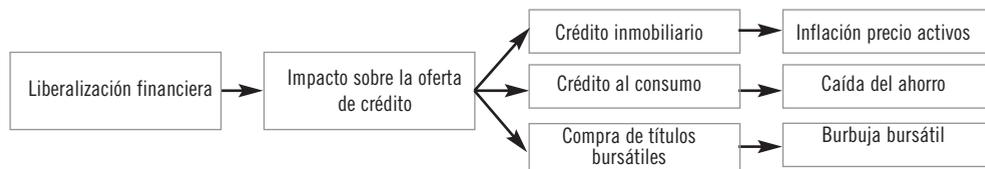


Gráfico 3. Creación de dinero, liberalización y rentabilidad financiera



⁷ La importancia relativa de este proceso dependerá, en buena medida, de las características y regulación de los sistemas financieros y bancarios domésticos, que son los que transmiten los procesos de creación de dinero a escala nacional.

zación de una divisa internacional (el dólar, por ejemplo) en transacciones interiores. Se asistirá, en este caso, a una «dolarización» *de facto* (Calvo, 2000a; Calvo y Mishkin, 2003).

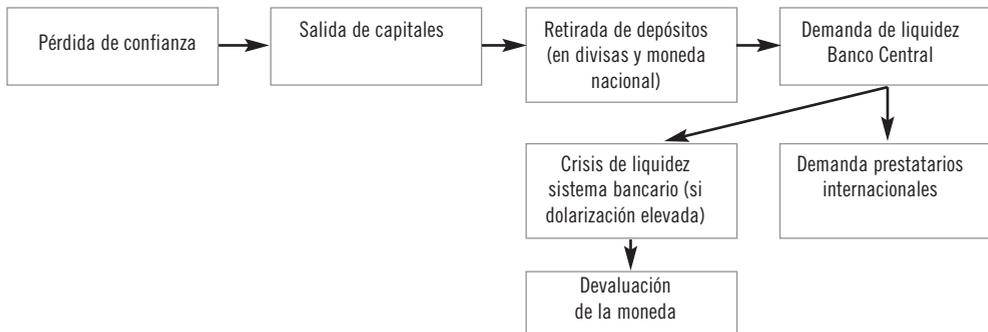
El problema ante una situación de afluencia masiva de capitales inductora de una expansión del crédito (sobre todo si coexiste con altas tasas de dolarización *de facto*) sería el siguiente: ¿qué ocurriría cuando los flujos de capitales exteriores se interrumpieran? Esto es especialmente importante, porque las experiencias recientes de las economías emergentes han demostrado que las «interrupciones repentinas» en los flujos de entrada de capitales son relativamente frecuentes⁸. La lógica de la creación de dinero lleva a que, ante una interrupción repentina en las entradas de divisas, la propia liquidez de los sistemas financieros nacionales pueda verse afectada (véase **Gráfico 4**). En todo caso, nos encontraríamos frente a un cuadro recesivo muy agudo ya que los ciclos financieros se solaparían con los ciclos productivos, de forma que la confluencia de ambos elementos tendría una fuerte capacidad desestabilizadora sobre el conjunto de una economía nacional (Aglietta, 2001).

3. Las anclas duras. Elementos para la reflexión

3.1. Definición de las anclas monetarias y papel atribuido desde la ortodoxia a las mismas

Esta opción consistiría en el establecimiento de unos tipos de cambio fijos pero adoptando una serie de cautelas y desarrollando una serie de comportamientos que hiciesen «imposible» la modificación de la paridad⁹. Desde principios de los años noventa, esta opción es redescubierta y se propone como una solución a dos problemas bien distintos: evi-

Gráfico 4. La secuencia de crisis de liquidez ante una salida de capitales



⁸ Hay varias razones que explicarían estas interrupciones repentinas. Entre ellas habría que citar que la propia afluencia de capitales se produce en un entorno en donde la captación de la información necesaria para la toma de decisiones es costosa. Ello obliga a que unas pocas «agencias» líderes en el mercado efectivamente lo hagan, mientras que el resto de los operadores se limitan a imitar los comportamientos de las organizaciones reconocidas como líderes. Es éste, por tanto, un típico ejemplo de «comportamiento gregario» (FitzGerall, 2000).

⁹ El sistema de «junta monetaria» o *currency-board* es un sistema antiguo utilizado fundamentalmente en el imperio británico en el siglo XIX, por cuestiones eminentemente prácticas: flexibilizar la gestión y favorecer los intercambios en las colonias. En el caso de países muy pequeños, este régimen se mantuvo dada la dificultad de gestionar monedas usadas por unos pocos miles de personas (García, 2002).

tar episodios de inestabilidad financiera, por un lado, y simultáneamente hacer frente a fenómenos inflacionarios¹⁰. Desde un punto de vista teórico, el diseño de los regímenes monetarios irrevocablemente fijos parte de un intento de «paliar» algunos de los «fallos» de los sistemas de paridades fijas pero ajustables, tal y como éstos son percibidos desde la ortodoxia económica. Para ello, trata de impedir algunas de sus «malas prácticas» (Calvo y Mishkin, 2003) (véase **Gráfico 5**).

La idea fundamental promovida desde la ortodoxia es que la razón de los cortes repentinos de financiación y de los altos niveles de dolarización *de facto* estaría indicando un bajo nivel de confianza en la moneda nacional. Para reestablecerlo sería necesario establecer fórmulas muy estrictas de emisión de moneda, que impidan actuaciones tendentes a aumentar sin respaldo la base monetaria¹¹. Para ello, en los sistemas de *currency-board*, se establece que debe existir una correspondencia estricta entre base monetaria interior y reservas de divisas. Eso garantiza que la moneda nacional está respaldada por otras monedas que, *a priori*, se entiende que tienen un correlato real.

Para ello, por un lado, habría que «liberar» a las instituciones financieras (en especial al Banco Central) de «presiones políticas». De esta forma, el sistema de *currency-board* se encuentra indisolublemente unido con la promoción de la «independencia» de los Bancos Centrales. Pero, además, el establecimiento de normas monetarias tan estrictas significa re-

Gráfico 5. Problemas de los regímenes monetarios basados en paridades fijas y respuestas a los mismos mediante la fijación irrevocable de las mismas



¹⁰ Aun así, la extensión actual de las juntas monetarias es muy limitada. En 2001, tenían *de facto* este régimen cambiario los siguientes ocho países miembros del FMI: Argentina, Bosnia, Brunei, Bulgaria, Djibuti, Estonia, Hong-Kong y Lituania. De todos ellos, únicamente un país de la dimensión e importancia de Argentina tiene una experiencia dilatada en la aplicación de este régimen monetario. Los restantes casos se corresponden con países pequeños, con fuertes entradas de divisas (caso de Hong-Kong y Brunei), o de países en transición que han adoptado este régimen hace cinco años o menos (véase el caso búlgaro) (Bubula y Ötker-Robe, 2002).

¹¹ La monetización de los déficit públicos sería la forma más clásica de aumento de la masa monetaria en una economía emergente o en desarrollo con una débil base fiscal.

nunciar a algunas de las capacidades tradicionales de intervención de los poderes públicos sobre el sistema financiero nacional. En concreto, supone que el Banco Central pierde su función de «prestamista de última instancia» porque en una situación de falta de liquidez no se puede aumentar la base monetaria interior si no se tiene el correspondiente respaldo en divisas. Por ello, es preciso mejorar significativamente los niveles de supervisión y control de los sistemas financieros domésticos. Esta supervisión se hace todavía más importante si además existen niveles significativos de contratos denominados en una divisa extranjera («dolarización *de facto*»).

La idea subyacente en todo este diseño, y el razonamiento que lo acompaña, es la credibilidad. Ésta se considera esencial tanto para intentar superar los problemas de dolarización *de facto* (y, por tanto, para promover un mayor uso de la moneda nacional en el interior del país) como para garantizar que no se produzcan «cortes bruscos» en la financiación de las economías emergentes. Según este razonamiento, la existencia de una base monetaria interna respaldada por divisas genera en los tenedores de moneda nacional una gran confianza en el valor de la misma, favoreciendo los procesos anteriormente enunciados (Ghosh *et al.* 2000; Calvo, 2000b).

Además, desde la ortodoxia se concede a las paridades «irreversiblemente fijas» propiedades que, en realidad, son características de cualquier sistema de paridades fijas (véase **Gráfico 1**), pero que en este caso se considera que actúan de forma todavía más intensa:

- Se favorece la monetización de economías desmonetizadas, en la medida en que aumenta la credibilidad del sistema y disminuye la percepción del riesgo de devaluación, favoreciendo la entrada de capitales extranjeros en actividades productivas, financieras o inmobiliarias (Dooley, 1999 y Calvo, 2000b).
- Se le asigna también una gran capacidad de control de la inflación. Se considera, de este modo, que el establecimiento de un ancla nominal frena el crecimiento de los precios (FMI, 1997). Este último argumento tiene, sobre todo en este tipo de régimen financiero, un sustrato fuertemente monetarista, ya que parte de la consideración de la inflación como un fenómeno esencialmente monetario. Por tanto, la esencia del régimen monetario es el control de la inflación a partir de unas estrictas normas de emisión de papel moneda susceptibles (teóricamente, al menos) de mantener controlada la cantidad de dinero y generar expectativas anti-inflacionistas.

3.2. Funcionamiento del sistema a medio y largo plazo. Los mecanismos de ajuste

Los principales pasivos teóricos de los sistemas monetarios «irrevocablemente fijos» tienen que ver con su aplicación a medio y largo plazo y, particularmente, con los mecanismos de ajuste implícitos en su funcionamiento. Hay dos tipos de mecanismos de ajuste. Uno operaría (o al menos debería operar) de una forma cuasi-automática: la contracción de la base monetaria. El otro depende de un elemento de corte político: el ajuste fiscal. En el primer caso, la secuencia ante una situación de desajuste sería la siguiente:

En la medida en que pase a tener un déficit externo se tendría el sentido inverso: la pérdida de reservas retraerá la liquidez del sistema bancario, se

contraerá el crédito, subirá la tasa de interés y decaerá la actividad económica. La menor demanda de importaciones, por una parte, y el ingreso de capitales atraídos por la mayor tasa de interés reequilibrarán la balanza de pagos y se podrá pasar a una fase de recuperación (Calcagno y Manuelito, 2001, págs. 27-28).

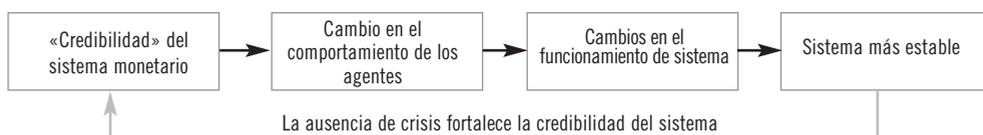
Hay que destacar dos hechos respecto a esta «secuencia» de efectos esperados. El primero es que responde fundamentalmente a una lógica a corto plazo. Tanto la contracción del crédito como la subida de los tipos o la caída del consumo son ajustes rápidos basados en un cambio de comportamiento de los agentes económicos. Por tanto, el canal que sirve para activarlos tiene una naturaleza esencialmente psicológica (véase **Gráfico 6**).

Además, hay problemas para que las «expectativas» y la «credibilidad» funcionen de la forma prevista. Por un lado, se trata de un mecanismo extremadamente doloroso. Aplicar una política monetaria contractiva en época de recesión —es decir, una política no anti-cíclica sino pro-cíclica— es una estrategia de choque con amplios costes sociales. Es posible que la mayoría de los agentes económicos salga perjudicada como consecuencia de la «anticipación» de sus conductas. Por ello, es posible, que, en lugar de apresurarse a realizarlas masivamente las dilaten. En términos «neoclásicos» podría decirse que existe el riesgo de que todos intenten actuar como «pasajeros gratuitos», lo que anularía el mecanismo de ajuste tal y como fue concebido.

En especial, este comportamiento es especialmente probable en el sistema bancario que ve que, si corta bruscamente el grifo del crédito en una situación de recesión aguda, deteriora considerablemente la calidad de sus activos. No es sólo un problema de supervisión de la actividad bancaria, sino que responde a una situación estructural. Determinados tipos de comportamiento van estructuralmente contra los intereses (al menos, a corto plazo) de los agentes financieros y, por tanto, hay un incentivo muy grande para eludir la supervisión y las regulaciones existentes. De este modo, la contracción del crédito está muy lejos de ser automática y va a depender, en realidad, de toda una construcción institucional que salvaguarde de forma efectiva los intereses de, al menos, algunos de los agentes implicados (Boyer, 1999).

La política fiscal también se encuentra muy limitada en un sistema de «anclas duras», al menos en economías emergentes. El recurso al déficit en momentos de crisis es extremadamente peligroso. Por un lado, puede interpretarse (en economías con reducidas bases fiscales) como un incumplimiento de los compromisos monetarios (mediante la monetización encubierta del déficit). Incluso si no se interpreta así, el Estado debería endeudarse. En una situación de crisis y falta de liquidez generalizada (por el funcionamiento del mecanismo de ajuste monetario arriba explicado) las posibilidades de financiación interior del déficit

Gráfico 6. El papel de la credibilidad en toda la argumentación sobre la vigencia de las anclas duras



son muy reducidas. Habría que acudir a la financiación exterior. Ésta, a su vez, sirve para aumentar las entradas de divisas en el país ayudando a mantener los compromisos adquiridos, pero sobre una base crecientemente artificial. Por tanto, no hay forma de hacer una política contra-cíclica sin que ello despierte las suspicacias de los mercados. Para poder tener algún margen de intervención fiscal en momentos de crisis, previamente habría que acumular superávit en momentos de expansión. Pero esto puede ser complicado políticamente, sobre todo si los momentos de expansión van ligados a fuertes procesos especulativos que producen transferencias importantes de riqueza en la población.

Además, no sólo el mecanismo de ajuste monetario no es automático y el mecanismo de ajuste político es complicado –e incluso poco realista–, sino que el sistema puede tener en su diseño defectos importantes. De esta forma, el mecanismo establecido para garantizar la convertibilidad podría, incluso caso de respetarse los compromisos adquiridos, no ser suficiente. Condicionar la masa monetaria interior a la cantidad de reservas de divisas puede ser suficiente cuando sea ésta la que presione por abandonar el país. Pero, en un sistema monetario moderno, el sistema bancario y financiero crea dinero y éste es superior, sistemáticamente, a la masa monetaria. Cuando la presión proviene no sólo del numerario, sino también de los depósitos que proceden a ser bruscamente convertidos en «papel», por sí sola la equiparación de masa monetaria y reservas de divisas es, pese a la dureza del compromiso, un hecho insuficiente para garantizar la convertibilidad (Fanelli, 2001).

Por último, estos sistemas monetarios tienen el problema de que, si la paridad se encuentra sobrevalorada, perjudica a la competitividad del país y a los sectores expuestos al comercio internacional. El mantenimiento en el largo plazo de esta situación puede dar lugar a agudos procesos de destrucción de tejido productivo. Si esto es general para los sistemas monetarios basados en tipos de cambio fijos, es todavía mucho más grave para los fundamentados en paridades «irrevocablemente fijas», donde, por mucha destrucción de tejido productivo interior que haya, la paridad está asegurada por las normas de emisión monetaria.

En resumen, se trata de mecanismos de ajuste extremadamente duros. Fomentan comportamientos pro-cíclicos de las autoridades públicas, lo que significa que, caso de existir una recesión, se profundizaría en las mismas. Además, su mantenimiento en el largo plazo puede afectar claramente la competitividad exterior de las economías que los aplican. Por tanto, el tipo de ajuste implícito en este modelo monetario es una de sus dimensiones más difíciles de gestionar. Sin embargo, en la visión ortodoxa del manejo macroeconómico, el ajuste funciona en realidad como un dogma. Se supone que, por muy intenso que sea, puede ser asumido por la economía sin que las relaciones de producción e intercambio se vean afectadas a largo plazo. Esto da lugar a una visión infra-socializada e infra-politizada de la realidad económica. Los mecanismos de ajuste llevan implícitos una serie de efectos sociales, e incluso políticos, que hay que tener presentes en el momento en que se diseñan.

Por ello, si el sistema tiene tantos pasivos a medio y largo plazo, habría que pensar en posibles *estrategias de salida*. Pero la salida es complicada, fundamentalmente por dos razones:

- Es costosa, sobre todo en situaciones de alta «dolarización *de facto*» donde las deudas se encuentran contraídas en buena medida en moneda extranjera. Una devaluación en

este contexto supone aumentar los montantes adeudados y esto, a su vez, afecta a las garantías de cobro de las deudas. Por ello, la salida de este tipo de régimen tiende a dilatarse en el tiempo (Céspedes *et al.*, 2004).

- Tiene límites jurídicos evidentes. Las fijaciones irreversibles suelen realizarse sobre la base de una serie de compromisos jurídicamente exigibles. La modificación de los mismos lleva tiempo y estos «tiempos jurídicos» son totalmente incompatibles con los «tiempos» aplicables a una devaluación¹². Tampoco existe la posibilidad de prever formas jurídicas para la devaluación, es decir, de salida del régimen monetario. Las «anclas duras» se basan en la adopción de compromisos irreversibles. Si se diseñan estrategias de salida, se reconoce implícitamente la reversibilidad de los compromisos adoptados, con lo que el propio fundamento teórico del sistema («la credibilidad») desaparecería (UNCTAD, 2001).

En todo caso, la existencia de limitaciones evidentes en las estrategias de salida no significa que ésta sea imposible¹³, pero salir –y sobre todo, «salir bien»– es complicado, dados los compromisos adquiridos.

4. La experiencia argentina a la luz de la teoría

En el epígrafe anterior se han revisado las bases teóricas sobre las que se basan los sistemas monetarios «irreversiblemente fijos». Se distinguieron dos tipos de efectos, a corto y a medio/largo plazo. En este epígrafe, por el contrario, se va a analizar el efecto que la aplicación de un sistema monetario de *currency-board* durante algo más de diez años (1991–2001) tuvo para Argentina. Para ello, también vamos a distinguir entre efectos a corto y a medio/largo plazo.

4.1. Efectos a corto plazo de la aplicación de *currency-board* en Argentina

La aplicación del sistema de *currency-board* en Argentina dio lugar a unos resultados en general bastante positivos en un plazo relativamente breve:

1. Un control rápido de la inflación. La economía argentina había sufrido con anterioridad a la aplicación del Plan de Convertibilidad intensos procesos de hiperinflación. La aplicación del mismo supuso una rápida reducción de dicha espiral inflacionista:

¹² Las decisiones de devaluación se toman de un día para otro; las modificaciones legales pueden llevar meses. La especulación derivada del mantenimiento de una situación de incertidumbre sobre la paridad de una moneda durante meses va en contra de todo funcionamiento financiero.

¹³ Esta imposibilidad es, en todo caso, siempre relativa por lo menos para el caso de las «cajas de convertibilidad». Por ejemplo, Singapur abandonó el sistema de caja de convertibilidad a principios de los años ochenta sin gran coste, al ser la cotización de su moneda superior a la garantizada. El propio artifice de la caja de convertibilidad argentina, Domingo A. Cavallo, ha asegurado reiteradamente que este modelo tenía una estrategia de salida:

He explicado muchas veces que la fijación era sólo temporal. La ley de convertibilidad establecía únicamente un techo al tipo de cambio peso-dólar, pero no un suelo. Consecuentemente, el peso podía haber flotado y apreciado en el momento en que existiera una fuerte entrada de capitales. Esta característica creaba un mecanismo de salida natural desde el sistema de cambio fijo sin abandonar el sistema de convertibilidad y manteniendo, al mismo tiempo, la vigencia de los contratos denominados en moneda extranjera (Cavallo, 2004, pág. 5).

En todo caso, tras la crisis argentina puede decirse que la fijación irreversible de la paridad es una afirmación puramente teórica, porque aunque Argentina fijara irreversiblemente su paridad, el hecho es que finalmente abandonó a finales de 2001.

«[El Plan de Convertibilidad] como programa antiinflacionario ha sido muy exitoso: de una inflación de cuatros dígitos antes de iniciarse el plan (1.344% en 1990) se pasó al 84% en 1991 (con las alzas concentradas en el primer trimestre antes de iniciarse el programa), 18% en 1992, 7,4% en 1994 y, desde 1995, ha oscilado entre el 1,6 y -1,8%» (Calcagno y Manuelito, 2001, pág. 11).

Esto es especialmente valorable porque, hasta ese momento, los precios en Argentina habían demostrado ser extremadamente sensibles a cualquier estímulo alcista existiendo una inercia hiperinflacionista difícil de ser contrarrestada (Sevares, 2002). Desde finales de los años setenta a principios de los años noventa, se sucedieron los intentos por controlar los fenómenos hiperinflacionarios por distintas vías (tablita, Plan Austral, Plan Primavera, etc.), sin excesivos resultados¹⁴.

2. Una veloz remonetización de la economía que había sufrido, durante los años ochenta, un proceso brutal de evasión de capitales. El problema se encontraba en que la inestabilidad de la paridad de la moneda argentina había llevado a unos altos niveles de dolarización *de facto* (Calvo, 2000c). La estabilidad proporcionada por el sistema de *currency-board* dio lugar a una fuerte afluencia de capitales a la economía argentina (Basualdo y Kulfas, 2002).
3. Un intenso proceso de crecimiento del PIB en los años inmediatamente posteriores a la adopción del Plan de Convertibilidad. En este sentido, entre 1990 y 1994 el producto interior bruto creció a una tasa media del 7,7% (Ffrench-Davis, 1997).

Cuadro 1. Principales macromagnitudes de la economía argentina en el período 1991-2001

Año	Tasa de crecimiento PNB (%)	Tasa de inflación anual (%)	Saldo balanza por cuenta corriente (% PNB)	Saldo primario gobierno central (% PNB)	Saldo primario gobierno (% PNB)	Deuda pública (% PNB)	Deuda externa (% PNB)
1991	10,5	84	-0,2	34,8	34,5
1992	10,3	17,5	-2,9	1,3	1,3	28,3	27,7
1993	6,3	7,4	-3,4	2,1	1,5	30,6	30,5
1994	5,8	3,9	-4,3	0,8	0,1	33,7	33,3
1995	-2,8	1,6	-2	0,1	-1,3	36,7	38,4
1996	5,5	0,1	-2,5	-0,5	-0,7	39,1	40,6
1997	8,1	0,3	-4,2	0,4	0,3	37,7	42,7
1998	3,8	0,7	-4,9	0,9	0,5	40,9	47,5
1999	-3,4	-1,8	-4,2	0,4	-0,8	47,6	51,2
2000	-0,8	-0,7	-3,1	1	0,5	50,9	51,6
2001	-4,4	-1,5	-1,7	0,1	-1,4	62,2	52,2
2002	-10,9	41	3,1	0,7	0,3	...	42,9

Fuente: IMF (2004)

¹⁴ «La mejor forma de evaluar esta tasa [de inflación obtenida tras la aplicación del sistema de *currency-board*] es compararla con las tasas de inflación sufridas por el país en el pasado. Sólo en dos años de los quince anteriores al Plan de Convertibilidad la inflación había resultado inferior a tres dígitos y nunca había descendido por debajo del 80%» (Fanelli, 1998, pág. 7)

Pero no todo salió bien en el corto plazo. La tasa de desempleo casi se duplicó, pasando a representar más del 12%. Además, existió un desequilibrio exterior importante en la balanza comercial desde el primer día. Este hecho, que inicialmente se consideró temporal, tendió a permanecer durante todo el tiempo de vigencia del sistema de *currency-board*. No obstante, esto no afectó a la valoración del proceso realizado por las autoridades argentinas. Así, el ministro de Economía argentino que había diseñado y ejecutado el sistema de *currency-board*, Domingo Cavallo, declaraba en un artículo de 1997:

¿Qué provocó el milagro? Sin duda la reforma monetaria proporcionó las bases para la transformación. Tres elementos clave del sistema de convertibilidad argentino eran (1) Estaba asegurado por ley (2) Abolió las indexaciones de precios (3) Permitió que los contratos estuvieran denominados en moneda extranjera e incluso permitió a divisas extranjeras ser utilizadas como medios alternativos de pago (Cavallo y Cottani, 1997, pág. 17).

Para valorar estos resultados hay que tener presente que Argentina tenía algunos de los elementos teóricamente considerados apropiados para la aplicación de este tipo de sistema (alta inflación, inestabilidad en la oferta y demanda de dinero, ausencia de capitales con los que financiar su proceso productivo), pero carecía de otros. Por ejemplo, la participación de Estados Unidos en el comercio exterior argentino era de sólo el 16%, cifra muy baja para un sistema como éste. Además, Argentina es un país «grande» con una economía diversificada y una tasa de apertura baja (IMF, 2004).

4.2. Los efectos del sistema de *currency-board* en el medio y en el largo plazo

No obstante, el sistema adoptado también tenía deficiencias muy importantes que el paso del tiempo puso de manifiesto. El análisis va a centrarse en dos puntos distintos, aunque relacionados: la dinámica de crecimiento a largo plazo y el funcionamiento de los mecanismos de ajuste en el caso argentino.

4.2.a) La dinámica de crecimiento a largo plazo

El primero y más importante de los problemas es que los capitales que ingresaron en el país se orientaron más a un proceso de rentabilización financiera (**Gráfico 3**) que a un proceso de inversión productiva (**Gráfico 2**). Existen distintos elementos que permiten mantener esta tesis.

- Pese al ingreso de capitales, la participación de la inversión en el producto interior bruto sólo creció moderadamente. La media del período 1991-98 fue del 21,2% del PIB, frente al 17,3% del período 1982-1990 (Heymann, 2001, pág. 43).
- La mitad de dicha inversión se orientó al sector de la construcción y sólo la otra mitad a la compra de equipos (*op. cit.*, pág. 43).

- De esta mitad que se dedicó a la compra de equipos, las actividades de servicios públicos privatizadas (energía, agua, teléfono, etc.) absorbieron una buena parte. Por tanto, parece que poco se dedicó a actividades realmente transables¹⁵.
- Los sectores manufactureros que tuvieron un comportamiento inversor más decidido fueron precisamente los que gozaban de una mayor protección exterior.
- Las actividades «orientadas al exterior» en las que se observó un comportamiento más expansivo fueron aquéllas ligadas a la explotación de los recursos naturales argentinos, ya fueran agropecuarias o extractivas (*op. cit.*, pág. 46).
- Ante esta situación no hay que extrañarse de que las exportaciones crecieran moderadamente (pese a la bajada de aranceles y la creación de Mercosur)¹⁶.

El propio Domingo Cavallo aseguró que «el verdadero núcleo del programa era su insistencia en la reforma macroeconómica» (Cavallo y Cottani, 1997, pág. 118). Ésta, no obstante, fue claramente insuficiente, generándose un crecimiento sobre una base esencialmente especulativa. Además, el mantenimiento de una paridad sobrevalorada durante más de diez años, en un contexto en el que esta pérdida de capacidad competitiva no se estaba compensando por otras vías, llevó a largo plazo a una situación de presión sobre el tejido productivo que estalló con el fin de la convertibilidad y que se tradujo en una destrucción sin precedentes de tejido productivo.

4.2.b) El funcionamiento de los mecanismos de ajuste

Tras examinar la dinámica de crecimiento a largo plazo, conviene también analizar el funcionamiento de los mecanismos de ajuste. Respecto al mecanismo de ajuste monetario puede afirmarse que no se produjeron las contracciones automáticas de la liquidez interior previstas como respuesta al continuado déficit en la balanza por cuenta corriente. De hecho, tal y como se observa en el **Cuadro 1**, los déficit exteriores fueron la norma y ello no condujo, en general, a una contracción drástica de la liquidez interior, que hubiera reducido la tasa de crecimiento. Desde el principio, el sistema funcionó con déficit exteriores y, simultáneamente, con expansión monetaria interna: «[...] se llegó a un desequilibrio muy difícil de disminuir del balance por cuenta corriente (entre 1997 y 2000, ese déficit osciló entre los 10 y los 15 mil millones de dólares, que representaban entre el 35 y el 50% de las exportaciones de bienes y servicios)» (Calcagno y Manuelito, 2001, pág. 12).

El modelo se mantuvo por las entradas de capitales. Esto estaba previsto para los primeros años, pero se mantuvo más allá de un tiempo prudencial. Si el ajuste no se produjo fue porque el Banco Central tuvo, pese a todo, liquidez suficiente para garantizar la convertibilidad. Para ello, fue necesario que mantuviera las reservas de divisas excepcionalmente altas, lo que le obligó a pedir continuados préstamos. Con ello, no fue necesario re-

¹⁵ «[...] comparando el período posterior a 1991 con el previo, se redujo la fracción [de inversión en bienes de capital] dirigida a la industria manufacturera y mientras que se elevó la participación de los servicios, especialmente los transportes y las telecomunicaciones [...]» (Heymann, 2001, pág. 45).

¹⁶ En términos corrientes, las exportaciones crecieron entre 1991-98 a un promedio del 7,7%. Las importaciones crecieron en ese período a un ritmo del 14,6% (Heymann, 2001, pág. 46).

ducir la base monetaria interna. Es decir, la base del sistema, la restricción de circulante interior, tardó mucho tiempo en producirse (véase **Cuadro 1**).

Pero, incluso, cuando las entradas de capital comenzaron a ser menores, la cantidad de dinero en circulación no se redujo al ritmo previsto. La razón tiene que ver con el funcionamiento del sistema bancario, que no restringió los créditos a medida que disminuyó la masa monetaria.

El ajuste automático habría llevado a un proceso de deflación de créditos y, probablemente, a una caída en cadena de numerosos bancos y empresas. No hubo tal ajuste [...] se observa la fuerte desproporción entre la reducción del activo (depósitos bancarios y circulante) y la escasa deducción del pasivo (deudas con los bancos) (*op. cit.*, pág. 32).

Es decir, el conjunto del mecanismo de ajuste «automático» argentino no funcionó. Y esto, como se ha argumentado suficientemente en el punto anterior, no es un problema de gestión, sino un fallo en su diseño teórico (Curia, 1999).

A la hora de examinar el funcionamiento de los mecanismos de ajuste también hay que examinar el «ajuste fiscal». Éste es el argumento con el que, posiblemente, la «ortodoxia» se siente más cómoda. Hablar de excesivo gasto público significa implícitamente «cargar» toda la responsabilidad de la caída del sistema sobre los responsables políticos e ignorar cualquier problema derivado del diseño teórico del sistema. De hecho, la posición del FMI todavía afirma que la indisciplina fiscal tuvo un papel destacado en la crisis del 2001¹⁷ (IMF, 2004 y 2005). A grandes rasgos, la evolución fiscal argentina durante el decenio de la convertibilidad puede resumirse de la siguiente forma (Heymann, 2001; Cetrangolo y Jiménez, 2003):

- En ningún caso puede afirmarse que la gestión de las finanzas públicas argentinas fuera catastrófica. Argentina tuvo durante siete de los trece años de vigencia del sistema de convertibilidad una balanza primaria positiva¹⁸.
- Los niveles de gasto público sobre el PIB fueron (y todavía son) bajos en Argentina (16-19% del PIB) si se comparan con los niveles europeos, lo cual difícilmente permite hablar de un sector público sobredimensionado, sino, más bien, de una debilidad estructural en su sistema impositivo.
- Los ingresos públicos aumentaron ligeramente (unos 4 puntos sobre el PIB) con las reformas fiscales de los años noventa¹⁹.
- El gasto público aumentó también, pero a un ritmo mucho menor. Sin embargo, las principales partidas sociales no aumentaron. Los gastos en educación y sanidad mantu-

¹⁷ No obstante, el FMI matiza que no fueron tanto las operaciones corrientes, sino las operaciones fuera de presupuesto, las que desequilibraron el sistema.

¹⁸ Incluyendo el gasto de las provincias; sin incluir éste, la balanza primaria es positiva todos los años, salvo 1995.

¹⁹ Datos obtenidos de Heymann (2001), pág. 24.

vieron constantes sus participaciones en el PIB (alrededor del 3,5% del PIB la educación, alrededor del 4% la sanidad)²⁰.

- Casi la totalidad del aumento del gasto se debió al aumento del gasto de las provincias y a la reforma del sistema de prestaciones sociales²¹. En general, puede afirmarse que con esta última reforma se pretendía financiar la inversión productiva través de la aparición de nuevos intermediarios financieros en un paso parcial desde un sistema contributivo a un sistema por capitalización²². O, dicho en otros términos, la principal razón del aumento del gasto es que la reforma *previsional* «salió mal».
- También aumentó considerablemente el gasto por pago de intereses de la deuda (Cetrangolo y Jiménez, 2003, pág. 25).

Con todo, el déficit público fue aumentando, a partir de 1994, hasta llegar a una situación, en 2001, de un déficit público total en torno al 4% del PIB. En buena medida es el resultado de la aplicación de medidas pro-cíclicas que, aunque funcionaron mucho menos de lo que estaba previsto teóricamente, sin duda contribuyeron a hacer caer los ingresos públicos. En todo caso, esta cifra no es exagerada si se compara con los déficit de las economías desarrolladas en momentos recesivos del ciclo económico o, incluso, con los déficit existentes en otros períodos de la historia argentina (Cetrangolo y Jiménez, 2003). Pero el contexto financiero del régimen de *currency-board* era mucho más frágil. En un país como Argentina, con limitadas fuentes de ingresos fiscales, la existencia de déficit público se asocia (por parte de los grandes inversores institucionales) con la ruptura de sus compromisos monetarios. Y esto genera una fuerte presión sobre la paridad.

No obstante, paradójicamente, el comportamiento de las finanzas públicas argentinas durante la década, sin ser ejemplar, tampoco podría calificarse de «irresponsable», sobre todo teniendo en cuenta que el gasto social se mantuvo al tiempo que la pobreza creció del 18% al 26%, entre 1991-98, y en el que la distribución de la renta se deterioró considerablemente. En este sentido, el FMI avaló en numerosas ocasiones las políticas fiscales implementadas en Argentina. Por ejemplo, la nota de prensa del FMI datada el 6 de abril de 1995 (momento de una primera contracción) afirmaba: «Las decididas medidas aprobadas por las autoridades, poco tiempo antes de las elecciones generales, demuestran su total implicación con el objetivo de mantenimiento del Plan de Convertibilidad que tan bien ha servido al país» (IMF, 2004, pág. 19). Otro ejemplo: con anterioridad a 2001 se aprobó el llamado Plan de Competitividad que, entre otras cosas, suponía un severo ajuste fiscal (Cavallo, 2004). En este contexto, insistir en la falta de disciplina fiscal reproduce los argumentos des-socializados y des-politizados sobre los que se construye la defensa teórica de las «anclas duras» monetarias.

Por último, existe una deficiencia teórica final que hizo que el mecanismo de garantía de la paridad resultase insuficiente:

²⁰ Datos obtenidos de Heymann (2001), pág. 29.

²¹ Esto es lo que la literatura argentina denomina «sistemas previsionales».

²² En realidad, esta iniciativa parece estar muy influida por el modelo chileno, donde las Administradoras de Fondos de Pensiones fueron uno de los elementos básicos en la movilización del ahorro interno para financiar inversiones de los más diversos tipos.

Se comprueba también que la consiguiente presión sobre las reservas internacionales tuvo su origen en los depósitos a plazo, que disminuyen fuertemente, y no en M1, cuyo saldo quedó estable [...] y mucho menos de la base monetaria. Este punto es importante desde el punto de vista conceptual, ya que el compromiso de la convertibilidad según el cual el valor de la base monetaria no puede exceder al de las reservas internacionales no quiere decir que toda la moneda susceptible de querer cambiarse en dólares (que es M3, no la base monetaria) esté respaldada (Calcagno y Manuelito, 2001, pág. 31).

La realidad es que la presión fue enorme. Ni tan siquiera tres ampliaciones sucesivas de la línea de créditos del FMI (marzo de 2000, enero de 2001 y septiembre de 2001), unidas a una serie de ayudas adicionales procedentes de diversos prestatarios por un montante global de 40.000 millones de dólares, fueron capaces de mantener la paridad. Ésta, como es conocido, se desplomó hasta alcanzar los 3,4 pesos por dólar a finales de 2002, apenas un año después de la suspensión de la convertibilidad (IMF, 2004). Fue probablemente esta imposibilidad de evitar la salida lo que provocó que el gobierno argentino estudiara unos años antes la idea de la dolarización total de su economía. No obstante, como se ha analizado, esta dolarización no sería sino un intento por perpetuar los fallos en los mecanismos de ajuste ya previamente detectados (Cavallo, 2004).

Buena parte de las deficiencias teóricas del sistema son, en la actualidad, generalmente reconocidas. Así, el propio FMI, en uno de sus informes, afirma que «los años 1996-97 podrían bien haber sido la última oportunidad para salir de la paridad sin que ello tuviera unos costes muy altos» (IMF, 2004, pág. 20), lo que supone reconocer implícitamente que el sistema no era viable a largo plazo. Otros autores, como Calcagno y Manuelito (2001), defienden que el sistema se vio que era claramente insostenible a largo plazo ya en 1995. En todo caso, parece obvio que a finales de 2001 la economía argentina no tenía base productiva para mantener la paridad 1 a 1. No obstante, todavía una de las mayores polémicas se centra en si fue la actuación del Fondo la que precipitó el proceso, tal y como veladamente sugiere uno de los principales actores, el ex-ministro argentino Domingo Cavallo (2003), tesis que son vigorosamente refutadas por el propio FMI en su análisis sobre su papel en Argentina (IMF, 2004). En todo caso, en lo que coinciden tanto el FMI como Domingo Cavallo es en el papel central de la credibilidad y de la generación de expectativas en la caída del sistema. Por ello, parece necesario estudiar estos dos temas con un mayor detenimiento.

5. ¿Cuál es el papel de la credibilidad?

Habitualmente, desde la mayor parte de las argumentaciones económicas, se le da una gran importancia al tema de la credibilidad de las autoridades monetarias. De esta forma, se dice que cuando las autoridades monetarias son creídas, los agentes financieros toman decisiones que fortalecen el régimen monetario existente, y viceversa.

En principio, esta argumentación tiene una parte importante de verdad. Subraya el carácter de convención social de cualquier régimen monetario y financiero que existe en la medida en que se encuentre legitimado; es decir, en la medida en que los operadores finan-

cieros crean en él (Orlean, 1999). Es decir, se acepta que el valor de los activos financieros se explica fundamentalmente por acuerdos y convenciones entre distintos agentes financieros. No deja de sorprender que este tipo de afirmaciones se realicen desde una tradición de pensamiento (la «neoclásica») que se basa en la existencia de un equilibrio en los mercados, que además se considera estable. Afirmar que la credibilidad es básica para la estabilidad de los mercados es tanto como decir que el equilibrio no existe, o que si existe, es altamente inestable, cambiando en la medida que lo hacen las opiniones de unos y otros.

Además, basar regímenes monetarios en equilibrios inestables dependientes de la evolución de las expectativas de los agentes es, en realidad, aceptar la existencia de niveles importantes de fragilidad financiera. Un sistema sólido financieramente no sólo debe generar expectativas, sino tener la capacidad de «resistir» en los momentos en las que éstas le son adversas.

No obstante, lo que resulta totalmente incorrecto es considerar que los operadores creen más o menos en un régimen monetario exclusivamente en función de los compromisos adoptados por la autoridad monetaria del país en cuestión. Las convenciones dominantes en los mercados pueden encontrarse influidas por la posición tomada por las autoridades públicas, pero, en ningún caso, pueden estar determinadas por ellas. Las autoridades monetarias pueden influir en la creación de una convención, pero, en ningún caso, establecerla de forma unilateral (Orlean, 1999).

De este modo, afirmaciones del tipo de que las «anclas duras» son regímenes más creíbles porque existe un compromiso más fuerte del Banco Central, sólo son admisibles si se considera que este compromiso, por sí solo, asegura el mantenimiento de la paridad de la moneda. Pero, si como se ha visto, controlan únicamente la inflación a corto plazo y dan lugar a fuertes crecimientos en la cantidad de dinero que provocan rápidos aumentos de la demanda interior y del precio de los activos, provocando a medio plazo una destrucción del tejido productivo, habría que concluir que este régimen sólo resulta creíble temporalmente.

También se podría considerar, llevando el argumento a sus últimos extremos, que si los agentes financieros consideran creíble este modelo es porque ignoran sus consecuencias a largo plazo, aceptando acríticamente los dictados y las recomendaciones de determinados expertos. No sería, por tanto, el equilibrio a largo plazo el que iluminaría las decisiones de los agentes, sino un tipo de comportamiento seguidista generalizado, que, en realidad, afirma un modelo miope de comportamiento de los mercados (FitzGerald, 2000; Stiglitz, 1992). Pero, de nuevo, se está defendiendo implícitamente una concepción de tipo «convencionalista» del funcionamiento de los mercados monetarios (Orlean, 1999). Si se considera la cuestión desde una perspectiva más amplia, habría que concluir que un régimen monetario es tanto más creíble cuando los compromisos en los que se basa son realistas y además existe una implicación importante de las diferentes autoridades en su mantenimiento.

Por tanto, resulta difícil defender que es la mayor «credibilidad» de las «anclas duras» lo que garantiza una mayor estabilidad de la moneda. Eso es tanto como confundir «credibilidad» y «voluntarismo». Las «anclas duras» son, al menos si se mantienen en el largo plazo, mecanismos voluntaristas que se fundamentan en que adquiriendo compromisos más duros, independientemente de que éstos puedan cumplirse o no, se conseguirá una mayor estabilidad monetaria. Cuando credibilidad y voluntarismo se confunden, se está en

la línea de orientar la acción de los gobiernos hacia callejones sin salida, adoptando además medidas costosas en términos económicos, pero, sobre todo, sociales y humanos.

6. La obsesión «psicologista» de la economía convencional: expectativas, ¿qué expectativas?

Muy unido al tema de la credibilidad se encuentra el de las expectativas. Se afirma que una política monetaria es creíble cuando es capaz de modificar las expectativas de los agentes. En el epígrafe anterior precisamente se argumentaba que esta modificación no es tan automática como la mayor parte de la literatura sugiere. Este epígrafe va a centrarse en otro aspecto de la misma problemática: ¿qué expectativas hay que cambiar realmente?, ¿quiénes las controlan y generan?, ¿cómo se modifican?

Lo primero que llama la atención en la concepción neoclásica de las expectativas es que se habla de éstas con un alto nivel de abstracción. Es frecuente escuchar afirmaciones como las siguientes: «la declaración del presidente de la reserva federal ha generado expectativas que han sido descontadas por los mercados». Esto no es sino una muestra de que la lectura que se hace de muchos fenómenos depende, no ya de los efectos «objetivos» que de los mismos se derivan, sino de la percepción que de ellos tiene un ente abstracto, el mercado, que se considera como si de una persona con raciocinio y voluntad se tratara. De esta forma, las políticas –sobre todo las cambiarias– se diseñan no sobre la base de los efectos que objetivamente cabría esperar de ellas, sino sobre la base de la forma que se cree que serán percibidas por los mercados. Dicho en otros términos, se considera que los mercados mediatizan sus efectos reales (Bourginat, 1995).

Esta forma de entender los mecanismos de «generación de expectativas» se encuentra muy alejada de la forma de funcionamiento efectiva de los mercados financieros. En este sentido, la observación empírica del funcionamiento real de los mercados de capital indica:

La generación de expectativas está concentrada en 15 o 20 grandes instituciones financieras. En la economía convencional se parte de la hipótesis de la existencia de un gran número de oferentes y demandantes que forman sus expectativas de forma independiente. En realidad, dados los patrones de concentración del ahorro, las variaciones en el precio de los activos dependen más de la formación de expectativas de un reducido número de gestores de fondos y directivos de bancos. Por tanto, es la generación de expectativas de «círculos» muy concretos de individuos la que, en todo caso, influye en el valor de mercado de las distintas monedas.

Cuadro 2. Principales actores en los mercados emergentes (en %)

Año	Fondos de inversión	Fondos de pensiones	Compañías de seguros	Bancos y brokers	Otros (fondos de cobertura e inversores individuales)
1991	3	0	0	84	13
1992	9	0	1	75	15
1993	18	1	1	62	17
1994	22	1	3	55	19
1995	21	2	2	54	21
1996	24	3	3	45	25

Fuente: Bourginat y Menai (1998).

Esto puede ser explicado por el coste de obtención de la información, que genera que la misma se distribuya asimétricamente entre los distintos agentes (Stiglitz, 1992) o de acuerdo a las características histórico-institucionales, que explican el funcionamiento de las finanzas internacionales (FitzGerall, 2000).

Por ejemplo, en el caso argentino, si bien existía una gran cantidad de tenedores de dólares, en los momentos previos a la devaluación los procesos de fuga masiva de capitales estuvieron liderados por algunas de las principales instituciones financieras del país, mientras que las colas en la puerta de los bancos de pequeños ahorradores que no habían tenido la información para «anticipar» la devaluación fueron una de las constantes de aquellos días.

La formación de las expectativas no responde a criterios mecánicos. En estas instituciones (gestoras de fondos y grupos bancarios) se realiza un refinado proceso de reflexión en el que entra a jugar su experiencia y su capacidad de análisis. Por un lado, porque las mismas tienen un «aprendizaje» generado por su influencia en innumerables episodios de crisis cambiarias existentes en los últimos años. Pero también porque existen departamentos y empresas encargadas del asesoramiento y la consultoría (Millman, 1996). Visto así, resulta difícil pensar que se crea a largo plazo un régimen monetario cuando se es consciente de que su mecanismo de ajuste no está funcionando.

Existe un sesgo en el perfil de los decisores. Es decir, las personas encargadas de la toma final de decisiones tienen una «trayectoria vital» que las condiciona. Los decisores suelen haber realizado estudios relacionados con la gestión de empresas (*Business Administration*) y, en concreto, suelen encontrarse especializados en finanzas. Su carrera profesional se ha desarrollado en el interior de grandes instituciones financieras, en puestos muy especializados y muy cercanos a la marcha diaria de los mercados. Este perfil formativo y otros elementos, como puede ser, en ocasiones, la ausencia de información fiable, generan un tipo de decisor propenso a desarrollar estrategias a corto plazo y a seguir miméticamente los dictados del mercado (FitzGerald, 2000).

En todo caso, la generación de expectativas se inserta dentro de un conjunto de relaciones de poder. Las expectativas que importan son las de los principales bancos e instituciones financieras internacionales. Una orden de venta masiva de su moneda sería suficiente a este propósito. Por tanto, centrar el análisis en expectativas generadas por un gran número de oferentes y demandantes, como hace la teoría convencional, no es sino una forma de ocultar la realidad (Bourginat, 1995).

Con todos estos condicionantes es difícil considerar que las expectativas del mercado cambien automáticamente como consecuencia de la adopción de un nuevo régimen normativo por la autoridad monetaria. Algunos autores convencionales lo han reconocido así. Por ejemplo, Eichengreen y Hausmann (1999) afirman que ningún régimen monetario adoptado por un país emergente es capaz de modificar sustancialmente las posibilidades reales de devaluación de su moneda. En este sentido, señala que los países emergentes tienen un «pecado original»: ser emergentes. Por todo ello, la generación de expectativas, aunque sin duda importante, tiene, en realidad, una naturaleza muy diferente a la que habitualmente se considera.

7. Conclusiones

A partir de los primeros, y relativamente «exitosos», años de la experiencia monetaria argentina, diversos autores han propugnado la adopción de regímenes monetarios basados en paridades irrevocablemente fijas. La adopción de estos regímenes monetarios se enmarca dentro de la actual problemática financiera de las economías emergentes. Según ésta, es preciso establecer un marco monetario estable en un entorno caracterizado por una gran movilidad del capital.

Si se evalúan los efectos de la adopción de estos regímenes monetarios, nos encontramos con los siguientes hechos. En el lado positivo, la adopción de las «anclas duras» se ha demostrado un sistema eficaz para controlar, a corto plazo, fenómenos de hiperinflación. También se ha demostrado como un instrumento poderoso a la hora de atraer capitales a un determinado país.

Pero, al mismo tiempo, ha tendido a generar crecientes problemas en el sector exterior. Esto, en realidad, no es sólo aplicable a Argentina, sino que de las siete naciones con «anclas duras» referidas en el informe del FMI, seis tenían déficit considerables en sus balanzas por cuenta corriente (IMF, 2004). Esto, en buena medida, ha sido así porque el funcionamiento del sistema presupone la existencia de unos mecanismos de ajuste que, lejos de ser automáticos, son complejas construcciones institucionales basadas en el comportamiento de los bancos y otros intermediarios financieros, y respaldadas por una cierta estabilidad estructural en las relaciones económicas.

En el caso argentino tampoco el comportamiento fiscal, aunque restrictivo, ha sido suficiente para garantizar la viabilidad del modelo, ya que, entre otras cosas, el propio régimen monetario tiene un alto coste para las arcas del Estado. Por último, ante este hecho, los compromisos adoptados (en especial, las restricciones a la emisión de moneda) se han revelado insuficientes. Pero esta insuficiencia tiene mucho que ver con las hipótesis teóricas subyacentes y la forma en la que, implícitamente, se entiende el funcionamiento de los mercados monetarios y de capital. Los mercados de capital están dirigidos por grandes operadores que concentran el ahorro colectivo y toman sus decisiones sobre la base de esquemas complejos (Lordon, 2000). Pero, además, es difícil suponer que la credibilidad de los compromisos adoptados actuará como factor equilibrador.

Más bien, hay varias razones para suponer lo contrario. La primera de ellas es que, en realidad, los compromisos adoptados por las autoridades monetarias no son sino un factor entre otros a la hora de generar expectativas y, por tanto, credibilidad. Lo contrario, decir que por asumir ciertos compromisos inmediatamente se generan ciertas expectativas, da lugar a un tipo de actuación esencialmente voluntarista. Pero, además, la tendencia al equilibrio de los mercados financieros es bastante discutible. Más que de equilibrio, entendido como punto al que se converge a largo plazo, habría que hablar de la existencia de distintas «convenciones» que son las que durante un cierto tiempo crean «criterios de valoración» de los activos. Las monedas, como activos financieros que son, se rigen por un razonamiento parecido, de modo que no hay que extrañarse si frente a acontecimientos que suponen un súbito cambio en las convenciones dominantes, las paridades, por muy fijas que se establezcan, tengan, hasta en los casos de gestión más ortodoxa, dificultades para ser

mantenidas. En este sentido, optar por sistemas que se caracterizan por no poseer una «estrategia de salida» no parece, en el contexto financiero actual, la más prudente de las decisiones (UNCTAD, 2001).

8. Referencias

- AGLIETTA, Michel (2001), *Macroéconomie financière*, La Decouverte, París.
- AGLIETTA, Michel y MOATTI, Sandra (2000), *Le F.M.I. De l'ordre monétaire aux désordres financiers*, Economica, París.
- AZIZ, Jagannir; CAMARAZZA, Francesco y SALGADO Ranil (2000), «Currency crises: in search of common elements», *IMF World Economic and Financial Surveys*, Washington DC.
- BERG, Andrew; BORENZSTEIN, Eduardo y MAURO, Paulo (2002), «An evaluation of monetary regime options for Latin America» *IMF Working Paper* n.º 02/211, Washington DC.
- BASUALDO, Eduardo y Matías KULFAS (2002), «La fuga de capitales en la Argentina», en *La Globalización Económico-Financiera: Su Impacto en América Latina*, Gambia, Julio, Colección Grupos de Trabajo de CLACSO, Gráfica y Servicios S.R.L., Buenos Aires.
- BOURGINAT, Henry (1995), *La tyrannie des marchés. Essai sur l'économie virtuelle*, Economica, París.
- BOYER, Robert (1999), «Dos desafíos para el siglo XXI: disciplinar las finanzas y organizar la internacionalización», *Revista de la CEPAL* n.º 69, págs. 33-51, Santiago de Chile.
- BUBULA, Andrea y ÖTKER-ROBE, Inci (2002), «The evolution of Exchange Rates regimes since 1990: evidence from de facto policies», *IMF Working Paper* n.º 02/155, Washington DC.
- CALCAGNO, Alfredo y MANUELITO, Sandra (2001), *La convertibilidad argentina: ¿un antecedente relevante para la dolarización de Ecuador?*, Comisión Económica para América Latina, Serie Estudios Estadísticos y Prospectivos, Santiago de Chile.
- CALVO, Guillermo A. (2000a), «Capital markets and the exchange rate with the special reference to the dollarization debate in Latin America» en <http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm>
- CALVO, Guillermo A. (2000b), «On dollarization», en <http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm>
- CALVO, Guillermo A. (2000c), «Testimony on dollarization», en <http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm>
- CALVO, Guillermo A. y Frederic S. MISHKIN (2003), «The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Countries», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, n.º 4, Fall, págs. 99-118. Pittsburg.
- CAVALLO, Domingo A. (2003), «How did the foreign debt trigger the Argentine crisis? (or the new “Washington Consensus that triggered the Argentine crisis”)» en www.cavallo.com.ar
- CAVALLO, Domingo A. (2004), «Monetary regime and exchange rate policy: Lessons from the Argentinean experience», en www.cavallo.com.ar
- CAVALLO, Domingo A. y Joaquín A. COTTANI (1997), «Argentina's convertibility plan and the IMF», *American Economic Review*, Vol. 87, n.º 2, págs. 17-22, Pittsburg.
- CETRANGOLO, Óscar y Juan P. JIMÉNEZ (2003), *Política fiscal en Argentina durante el régimen de convertibilidad*. Instituto Latinoamericano y del Caribe de Planificación Económica y Social-ILPES. CEPAL. Serie Gestión Pública n.º 35, Santiago de Chile.
- CÉSPEDES, Luis F; CHANG, Roberto y Andrés VELASCO (2000), «Balance Sheets and Exchange Rate Policy», en <http://lacea.org/summer00/velasco.pdf>
- CURIA, Eduardo (1999), *La trampa de la convertibilidad*, Ediciones Realidad Argentina, Buenos Aires.
- DAMIL, Mario; FRENKEL, Roberto y Roxana MAURIZIO (2002), «Argentina: A decade of currency board. An analysis of growth, employment and income distribution» *Employment paper, International Labour Office (ILO)*. Volumen 2002/42. <http://www.ilo.org/public/english/employment/strat/download/ep42.pdf>
- DOOLEY, Michael (1999), «Are Capital Inflows to Developing Countries a Vote for or against Economic Policy Reforms?», en *The Asian Financial Crisis. Causes, Contagion and Consequences*, AGÉNOR, Pierre, MILLER, Marcus; VINES David y Axel WEBER (comps.), Cambridge University Press, Cambridge.
- EICHENGREEN, Barry y Robert HAUSMANN (1999), «Exchange Rates and Financial Fragility», *Working Paper* n.º 7418, National Bureau of Economic Research, Cambridge (Massachusetts).
- EDWARDS, Sebastián (2000), «Twenty five years of stabilization programs in Latin America, The exchange rate connection», en <http://www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards/banxico.pdf>
- FANELLI, José M. (1998), «Estabilidad, reforma estructural y crecimiento: Reflexiones sobre el régimen de convertibilidad en la Argentina», *Serie de Documentos de Economía* n.º 8. Universidad de Palermo-CEDES. Buenos Aires. http://www.cedes.org/informacion/ci/publicaciones/serie_eco.html
- FANELLI, José M. (2002), «Crecimiento, inestabilidad y crisis de la convertibilidad en Argentina», *Revista de la CEPAL* n.º 77, Santiago de Chile.

- FANELLI, José M. y Daniel HEYMANN (2002), «Dilemas monetarios en la Argentina», *Revista de Desarrollo Económico*, vol. 42. Abril-Junio, págs. 3-24, Buenos Aires.
- FRANKEL, Jeffrey (1999), «No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times», *Essays in International Finance*, n.º 215, Department of Economics, Princeton University, Princeton. http://www.princeton.edu/~ies/IES_Essays/E215.pdf
- FRENKEL, Roberto y Martín GONZÁLEZ-ROZADA (1998), «Apertura, productividad y empleo. Argentina en los años 90», *Serie de Documentos de Economía n.º 9*. Universidad de Palermo – CEDES. Buenos Aires. http://www.cedes.org/informacion/ci/publicaciones/serie_eco.html
- FRIEDMAN, Milton (1953), *The Case for Flexible Exchange Rates* en *Essays in Positive Economics*, Chicago University Press, Chicago.
- GASPARINI, Leonardo (2003), «Argentine's distributional failure. The role of the integration and public policies», CEDLAS. Universidad Nacional de la Plata. https://www.depeco.econo.unlp.edu.ar/cedlas/pdfs/doc_cedlas1.pdf
- GARCÍA, Clara (2002), «Regímenes cambiarios en países emergentes: algunas ventajas y desventajas», en *IV Reunión de Economía Mundial*, Varios Autores, La Coruña.
- GHOSH, Atish, GULDE Anne-Marie y WOLF Holger (2000), «Currency Boards: More than a Quick Fix?», *Economic Policy*, A European Forum, October 2000, Vol. 15, n.º 31, págs. 269-336. París y Munich.
- HAUSMANN, Ricardo; GAVIN, Michael; PAGES-SERRA, Carmen y STEIN, Ernesto (1999), «Financial Turmoil and the Chice of Exchange Rate Regime», *Working Paper n.º 400*, Banco Interamericano de Desarrollo. <http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubWP-400.pdf>
- HAYEK, Friedrich (1983), *La privatización del dinero*, Madrid, Unión Editorial.
- HEYMANN, Daniel (2000), *Políticas de reforma y comportamiento macroeconómico: Argentina en los noventa*. Comisión Económica para América Latina, Serie Reformas Económicas n.º 61, Santiago de Chile.
- HOGDSON, Geoffrey M. (1988), *Economics and institutions*, Polity Press, Filadelfia.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2004), *The IMF in Argentina, 1991-2001, Evaluation Report* (prepared by a team headed by Shinji Tagaki). International Monetary Fund. Independent Evaluation Office (IEO), Washington, D.C.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2005), «Stabilization and Reform in Latina America: A Macroeconomic Perspective on the Experience Since the Early 1990s», *Occasional Paper 238*, International Monetary Fund. Washington, D.C.
- KANENGUISER, Martín (2003), *La Maldita Herencia: Una Historia de la Deuda y su Impacto en la Economía Argentina: 1976-2003*, Editorial Sudamericana, S. A. Buenos Aires.
- KIGUEL, Miguel Ángel y LIVIATAN, Nissal (1991), «The Inflation-Stabilization Cycles in Argentina and Brazil», en *Lessons of Economic Stabilization and its Aftermath*, BRUNO M., FISCHER S., HELPMAN E., y N. LIVIATAN (Eds.), The MIT Press, Cambridge (Massachusetts).
- KYDLAND, Finn y ZARAZAGA, Carlos (2001), «Argentina's Lost Decade», in *CLAE Working Paper n.º 0401*, Federal Reserve Bank of Dallas. Dallas.
- LARRAÍN Guillermo y WINOGRAD, Carlos (1996), «Privatisation massive, finances publiques et macroéconomie. Le cas de l'Argentine et le Chili», *Révue Économique n.º 6*, págs. 1373 – 1408. París.
- LORDON, Frederic (2000), *Fonds de pensions, piège a cons? Mirage de la démocratie actionnariale*, Raisons d'agir editions, París.
- MILLMAN, Gregory J. (1996), *Especuladores internacionales: Los nuevos vándalos*, Ediciones Deusto, Bilbao.
- MINISTERIO DE ECONOMÍA Y PRODUCCIÓN (2004), *Análisis I. Crecimiento, Empleo y Precios*. Buenos Aires.
- MUNDELL, Robert (1961), «A Theory of Optimum Currency Areas», *American Economic Review*, vol. 51, págs. 657-665. Washington.
- ORLÉAN, André (1999), *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, París.
- PALAZUELOS, Enrique (1998), *La Globalización financiera. La internacionalización del capital financiero a finales del siglo XX*, Editorial Síntesis Economía, Madrid.
- ROZENWURCEL, Guillermo y BLEGER, Leonardo (1997), «El sistema bancario argentino en los noventa: De la profundización financiera a la crisis sistémica», *Desarrollo económico Revista de Ciencias Sociales* vol. 31, págs. 163-193, Buenos Aires.
- SEOANE, María (2003), *El Saqueo de la Argentina*, Editorial Sudamericana S. A., Buenos Aires.
- SEVARES, Julio (2002), *¿Por qué Cayó la Argentina? Imposición, crisis y reciclaje del orden neoliberal*, Grupo Editorial Norma, Buenos Aires.

- STIGLITZ, Joseph y WEISS (1992), «Assymetric information in credit in banks and its implications for macro-economics», *Oxford Economic Papers*, Vol. 44, págs. 694-725, Oxford (Reino Unido).
- STIGLITZ, Joseph (2002), «La reforma de la arquitectura financiera internacional: lecciones derivadas de las últimas crisis», *Ekonomiaz* n.º 48, págs. 38-57, Vitoria – Gasteiz.
- UNCTAD (2001), *Trade and Development Report, 2001*, Naciones Unidas. http://www.unctad.org/en/docs/tdr2001_en.pdf
- WICKHAM, Peter (2002), «Do Flexible exchange rates of developing countries behave like he floating exchange rates of industrialized countries?», *IMF Working Paper n.º 02/82*. Washington, DC.
- WRAY, Randall (1990), Money and credit in capitalist economies: *The endogenous approach*, Edward Elgar, Hants.