Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado

Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado

CARRERA DE ESPECIALIZACIÓN EN HISTORIA ECONÓMICA Y DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

TRABAJO FINAL DE ESPECIALIZACIÓN

"Las cajas de conversión argentinas ante la globalización financiera: auge y obsolescencia de un régimen monetario (1890-1914/ 1991-2001). Una crítica centro-periferia."

AUTOR: LIC. IGNACIO NICOLÁS BARRANQUERO

TUTOR: DR. MARCELO NORBERTO ROUGIER

JUNIO 2022

Índice

Índice 2

Introducción 4

Capítulo 1: Marco Teórico-Metodológico 7

1.1 La Vigencia del Estructuralismo Latinoamericano 7

1.2 Globalización y Política Cambiaria: los condicionamientos objetivos y subjetivos del sistema monetario internacional 10

1.3 La Caja de Conversión o Currency Board 11

1.4 Las Cajas de Conversión y Convertibilidades Argentinas 14

Capítulo 2: Primera Globalización Financiera y el Sistema Monetario Internacional del Patrón Oro (1871-1914) 16

2.1 El Sistema Monetario Internacional del Patrón Oro 16

2.2 El Patrón Oro como Resultado de la Hegemonía Británica 18

2.3 El Caso Argentino Durante El Patrón Oro: el surgimiento de la caja de conversión y la convertibilidad de 1899-1914 21

2.3.1 La formación y auge de la economía primario-exportadora: "la época de oro" 21

2.3.2 La crisis de 1890 y el surgimiento de la Caja de Conversión 23

Capítulo 3: Segunda Globalización Financiera: la política cambiaria en un "No-sistema Monetario Internacional" (1971-2001) 28

3.1 Génesis de la Globalización y del No-sistema monetario internacional 28

3.2 La política cambiaria en un no sistema monetario internacional 31

3.3 La inestabilidad financiera 33

Capítulo 4: Los Años de la Convertibilidad de 1991-2001 36

4.1 Primer ciclo de la Convertibilidad. Entre el auge de los mercados financieros globales y la Crisis Mexicana (1991-1994) 38

4.1.1Desempeño macroeconómico general 38

4.1.2 El Plan Brady: Inicio de un nuevo ciclo de endeudamiento externo 41

4.2 La crisis de 1995 43

4.3 Segundo ciclo: la ilusoria vuelta al crecimiento (1996- primer semestre de 1998) 47

4.4 Tercer ciclo: el agotamiento definitivo de la Convertibilidad (1998-2001) 48

4.4.1 Crisis del sector externo, de deuda y bancaria: la inevitable devaluación 49

4.4.2 Las alquimias ortodoxas de política económica de la Alianza para mantener la Convertibilidad 52

Conclusiones 54

Anexo 57

Gráficos 57
Gráfico n°1 57
Gráfico n°2 57
Gráfico n°3 58
Gráfico n°4 58
Gráfico n°5 58
Gráfico n°6 59
Gráfico n°7 59
Gráfico n° 8 60
Gráfico n°9 60
Gráfico n°10 61
Gráfico n°11 61
Gráfico n°12 62
Gráfico n°13 62
Tablas 63
Tabla n°1 63
Tabla n°2 64
Tabla n°3: 64
Tabla n°4 65
Tabla n°5 65
Bibliografía 66

Estamos ligados íntimamente al mercado internacional por la índole de nuestras actividades económicas y las grandes inversiones de capitales extranjeros. Por donde se explica que toda alteración en el poder de compra de los principales países, o en sus condiciones monetarias, afecte sensiblemente el desarrollo de nuestros negocios locales.

(Raúl Prebisch, 1991)

Introducción

Entre las décadas de 1920 y 1940 el economista argentino Raúl Prebisch fue desarrollando, con cada vez más elaboración y sofisticación, la teoría de cómo los ciclos económicos de los países centrales y la organización del tipo de sistema monetario internacional (en este caso el patrón oro) tenían un efecto pro-cíclico determinante sobre la dinámica económica de la Argentina, a través de la balanza de pagos que se expresaba en el canal monetario originado por la dinámica de esta última (Fiszbein, 2010). En ese sentido Prebisch, profundizando el trabajo de John Williams (1920), demostró que el ciclo económico argentino (entre ellos la moneda y demás variables macroeconómicas) estaba fuertemente influenciado por la dinámica de los capitales extranjeros, los cuales, a su vez, están impulsados por las condiciones de los mercados financieros europeos y norteamericanos, es decir, las condiciones del centro del capitalismo mundial.

Así, la historia económica argentina hasta ese punto había estado caracterizada por momentos de auge –productos de las condiciones externas favorables que impulsaban una fase expansiva del ciclo económico–, aumentando tanto el dinero como el crédito y provocando, a la vez, crecientes déficits externos que eran financiados por los movimientos de capital; cuando dichos capitales veían una posibilidad de crisis u ocurría un evento externo, como un alza de las tasas de interés internacionales, salían en manada provocando una crisis y un ciclo recesivo con la misma intensidad que la que había tenido el momento de auge (Fiszbein, 2010). Por más que autores como Williams y Prebisch no excluyeran del todo los factores internos, sobre todo malas políticas como la sobreemisión monetaria, los eventos del ciclo económico argentino ocurrían con notable independencia de estos.

Tomando estos aportes, en este trabajo se propone analizar la política monetaria y cambiaria en el auge del proceso de globalización, caracterizándolo como un proceso con una clara preponderancia del sector financiero por sobre el flujo de mercancías reales siguiendo la teoría de Arrighi (2002). Esta cuestión se complementa con lo que sostiene Eichengreen (2008) sobre la dinámica de dicho flujo que es la misma de los mercados de capitales globales que determinan las condiciones financieras y monetarias imperantes a nivel global, donde los

Estados deben enfrentarse a difíciles decisiones de política económica. En este caso definiremos dos grandes procesos de auge en los mercados de capitales o las dos grandes globalizaciones financieras. Por un lado, la acontecida entre el patrón oro (1871-1914) que coincide con la hegemonía mundial británica y que termina -tras un breve renacer- en el periodo de crisis civilizatoria occidental en la década de 1920. Mientras que, por el otro lado, la segunda globalización financiera que nace sobre las cenizas del sistema monetario de Bretton Woods (1945-1971) a mediados de la década de 1970. Proceso que se agudizará en los difíciles años ochenta y que tendría su apogeo mundial en la década siguiente bajo el "*Consenso de Washington*" y el "*fin de la historia*"[1].

El estudio del caso argentino durante estos dos procesos de carácter global que coinciden con la vigencia de regímenes monetarios locales de estilo patrón oro en sus momentos de auge –como en la hegemonía británica y la globalización neoliberal de los años noventa–, permitirá reflexionar sobre la vigencia del pensamiento cepaliano de la teoría centro-periferia, pero fundamentalmente, plantear los dilemas para una economía periférica como la Argentina ante las difíciles condiciones externas que determinan la dinámica del país con importante independencia de las decisiones de política económica. Como también, de los peligros en dichas decisiones al guiarse por modelos de pensamiento únicos y ahistóricos, como las tomadas del neoliberalismo, que va a sostener que para la Argentina las condiciones que ofrecía la globalización y la adopción de políticas monetarias estrictas, eran elementos más que suficientes para que el país dejara atrás una supuesta decadencia y alcanzara el camino del crecimiento y convergencia con las naciones desarrolladas.

Naturalmente, el estudio del periodo de vigencia de la caja de conversión (1890-1914) se da en un contexto histórico donde, intelectualmente y en la política, existía la vigencia de lo

[1] Este consenso que expresa los principales postulados de esta globalización ideológica lo podemos encontrar en lo que Williamson (1990) llamó "*Lo que Washington quiere decir cuando se refiere a reformas de las políticas económicas*". En dicho texto Williamson recomienda diez instrumentos de política económica para lograr el crecimiento económico, bajar la inflación y mantener equilibrada la balanza de pagos. Dichos instrumentos se pueden resumir en lo siguiente: disciplina fiscal, reducción del gasto público, reforma impositiva, tasas de interés positivas y determinadas por el mercado, tipo de cambio determinado por el mercado y libre, apertura comercial, apertura a la inversión extranjera directa (IED), privatizaciones y desregulación financiera –con precauciones– y mayor compromiso con la política de derechos de propiedad. Paralelamente, aparece el "*fin de la historia*" que se refiere al ensayo del politólogo estadounidense Francis Fukuyama (1992) quien planteó el triunfo absoluto del liberalismo político y económico occidental en todo el mundo junto con el agotamiento de ideologías alternativas. Aunque cabe destacar la necesidad de contraponer la versión más adecuada con la realidad de Michel Albert (1993) quién postuló la diferencia significativa en los capitalismos de los países centrales durante el auge del neoliberalismo, donde los países llamados "renanos" mantuvieron una lógica distinta y no dejaron todo en manos del mercado como hicieron sus pares estadounidenses, siendo el caso británico una mezcla de ambos, por lo cual ni la historia había llegado a su fin ni mucho menos puede hablarse de un modelo único como se les había dicho a los países en desarrollo.

que Polanyi (2017) denominó "credo liberal[2]", lo que hacía que, los actores sociales y hacedores de política de la época, como lo destacó Williams (1920), aludieran a las explicaciones de indisciplina fiscal para comprender los problemas y crisis económicas, como la de 1890. Por lo cual uno de los objetivos fundamentales, tomando las lecciones estructuralistas sobre este periodo, es realizar una profunda crítica a las justificaciones que se utilizaron para legitimar el régimen de la Convertibilidad de 1991.

Estas interpretaciones se basaban en una línea de pensamiento que planteaba que las crisis económicas, como la de 1890, y la dinámica "pobre" de la economía argentina del siglo XX, se debían a factores internos como el manejo de la política monetaria, generalmente a partir del fin de la Caja de Conversión y el inició del BCRA. Pero, fundamentalmente, se apoya en los comienzos del peronismo como punto de partida (Roig, 2016; Rapoport, 2019). Por eso este trabajo pretende reafirmar las ideas de Raúl Prebisch a la luz de distintos sistemas monetarios internacionales históricos y su incidencia sobre la economía argentina, y poner como condicionantes los factores estructurales e históricos para comprender el funcionamiento del principal periodo de estudio: la década de 1990. De este modo se pretende demostrar la utilidad de este enfoque desechado por el "*mainstream*" intelectual y en los hacedores de política de los años noventa, como también, la obsolescencia e imposibilidad de un régimen monetario que no podía pensarse, más allá de una herramienta temporal y extrema para una situación también extrema como una hiperinflación.

Para organizar la temática, en el capítulo 1 se mencionarán los principales marcos teóricos-metodológicos que brinda el estructuralismo latinoamericano, el estudio de esquema de caja de conversión, currency board, estilos de "patrón oro" o hard pegs, como también la historiografía sobre las cajas de conversión y convertibilidad analizadas en el estudio. En un segundo capítulo, se abordará la caja de conversión y la convertibilidad de la moneda en el auge de la Argentina agroexportadora, la globalización del patrón oro y la hegemonía británica. Para luego, en los capítulos 4 y 5, profundizar el proceso de la segunda globalización financiera y la restauración del sistema de caja de conversión en la Argentina de 1991 hasta su final en 2001.

[2] Esta es la idea de mercado autorregulado durante la época del "*laissez faiare*" que Polanyi la sitúa desde 1830 hasta 1914, caracterizado por el surgimiento de un mercado de mano de obra libre, el libre comercio entre países y la moneda automática (patrón oro). El credo liberal plantea eso como un proceso natural y ahistórico, mientras Polanyi (2017) nos demuestra la artificialidad del mismo, la diversidad y contradicción de tales ideas, y fundamentalmente, la paradoja de que el "laissez faire" fue planificado por los mismos estados. Arrighi (2007) plantea el resurgimiento de este credo durante la segunda globalización financiera.

Capítulo 1: Marco Teórico-Metodológico

1.1 La Vigencia del Estructuralismo Latinoamericano

Una de las primeras cuestiones a señalar del concepto centro-periferia es que permite comprender fenómenos económicos y sociales que no tienen el mismo funcionamiento si se trata de un país ya desarrollado con un amplio grado de industrialización y con alta productividad o si se trata de un país en desarrollo o subdesarrollado con menores índices de productividad, industrialización y avances técnicos. Como sostiene Prebisch (1986) sin este concepto: "no podríamos comprender la índole de nuestros problemas y el falso sentido de universalidad de las teorías construidas por economistas de los centros" (p. 98). Además, que dicha diferencia se explica en la concentración del progreso por los adelantos científico-técnicos en el centro, que no se expanden a la periferia a través del mecanismo de mercado; con el agravante que en la periferia se presentan procesos de industrialización tardíos y es sumamente dependiente de exportaciones de carácter primario (Prebisch, 1949, 1976 y 1986). A lo que se le añaden algunos casos altamente dependientes de los flujos de capitales, como por ejemplo el ciclo económico argentino.

Sobre este último punto, trabajos como los de Fiszbein (2010) y O'connell (2001) muestran la relevancia del análisis de Prebisch y del estructuralismo latinoamericano para el análisis del proceso de globalización financiera en una economía abierta, como es el caso que se pretende en este estudio con las observaciones de las cajas de conversión con convertibilidad plena ante el proceso de globalización financiera del patrón oro y en los años noventa. En cuanto al ciclo económico de un país periférico como el argentino (a diferencia de un país central como Estados Unidos donde la inversión juega el papel principal) se determinaba por la inestabilidad de las exportaciones y las entradas de capital. Así mismo las importaciones tenían un alto grado de elasticidad con respecto al ingreso (O'connell, 2001). El proceso se expandía a partir del canal monetario y fiscal, donde bajo el patrón oro, un régimen de caja de conversión actuaba de manera cíclica aumentando los periodos de auge y contrayendo severamente la economía en los momentos de crisis. Todo ello, a través del mecanismo de ajuste del sector externo, el aumento de la tasa de interés interna y de la disciplina fiscal para mantener la paridad cambiaria. Cuestión que se observa en las dos grandes convertibilidades plenas que tuvo la historia económica argentina (1899-1914 / 1991-2001) donde, a grandes rasgos, se muestra la gran vulnerabilidad de la misma a las entradas de capital externo y el comportamiento cíclico. Aunque, en la primera jugaban un papel determinante las exportaciones e inversiones directas sumado a una mayor facilidad al comercio y relaciones

con el "*centro dinámico*[3]" del capitalismo del momento. Mientras que, en la segunda la vulnerabilidad estaba dada por las entradas de capital exclusivamente financiero de corto plazo y por lo que la literatura del momento llamó "*sudden-stops*[4]". Como muestra Fiszbein (2010):

> Prebisch reconoció la vulnerabilidad que surgía de la marcada incidencia de los shocks externos –tanto en la cuenta corriente como la cuenta capital– sobre las fluctuaciones domésticas. La marcada volatilidad de las fuentes de ingreso de divisas (las exportaciones y los ingresos de capital) y la rigidez de las fuentes de egreso (las importaciones y los servicios de la deuda externa) eran características estructurales de los movimientos del balance de pagos que demarcaban una predisposición a las crisis. (p.158)

En ese sentido, dichos aportes, serán necesarios para criticar y desechar, ideas tan arraigadas como que la moneda de un país depende exclusivamente de la disciplina fiscal o la no-discrecionalidad de la autoridad monetaria, o peor aún, que dichos elementos serían más que suficientes para mantener la estabilidad macroeconómica, entendiendo a la misma como la estabilidad en el nivel de precios[5]. Cuando en realidad, la misma, junto con todo el ciclo económico, están fuertemente determinadas por factores externos. Por otro lado, además de esta visión del ciclo económico de una economía periférica, será útil la idea de la tendencia decreciente de los términos netos del intercambio comercial (TNIC) para los países de

[3] Prebisch (1986) distingue un centro dinámico principal, que es el que tiene la hegemonía global y motoriza el proceso de expansión capitalista como por ejemplo Gran Bretaña durante el patrón oro o Estados Unidos durante Bretton Woods y la segunda globalización, de otros centros menores.

[4] La misma literatura económica neoclásica convencional (Calvo 1998; Calvo y Talvi, 2008), reconociendo directa o discretamente los elementos de la teoría centro-periferia, aceptó la idea de que la volatilidad, con periodos de auges y luego de recesión-crisis, nutridos por la libertad absoluta de los flujos de capital, está alimentada por factores externos a los países receptores, más allá de su política interna y la "confianza" de los inversores por reglas claras. Donde, además, se elaboraron nuevos modelos de crisis de balanza de pagos, como los de Kaminsky y Reinhart (1999) que dejan de centrarse exclusivamente en la política fiscal y monetaria interna como los enfoques de primera generación. Cuestión que desde el pensamiento estructuralista está profundizada por Frenkel (2008).

[5] Los autores que hacen énfasis en los factores fiscales de la inflación sostienen que "el financiamiento del gobierno limita la autonomía de la política monetaria: el déficit del sector público puede cubrirse transitoriamente con colocación de deuda, pero, si no se generan fondos para servir esa deuda, se debe recurrir finalmente a su monetización" (Heymann, 1986, p.9). Dicha cuestión se solucionaría con una pauta cambiaria fija y estricta que imponga una "atadura de manos". Keifman (2004) destaca esta postura de los orígenes más fiscalistas de la inflación como uno de los fundamentos centrales de los hard-pegs, es decir la caja de conversión o la dolarización, y destaca los trabajos de economistas como: Robert Baro, David Gordon, Thomas Sargent y otros como los principales influentes de estas posturas. Pero estas posiciones teóricas ya pueden observarse en la obra de Polanyi (2017) cuando analizó el "credo liberal", donde uno de los supuestos que llevan a la elección de un esquema patrón-oro es que el gobierno no puede intervenir sobre la creación del dinero, dado que este se crea automáticamente por el ajuste de oferta y demanda de los mecanismos naturales del sistema. Por otro lado, cabe destacar la crítica de Stiglitz y Serra (2008) al Consenso de Washington fue que para los hacedores de política locales y las instituciones globales como el FMI y el Banco Mundial, estabilidad macroeconómica se entendió como sinónimo de estabilidad de precios.

productos primarios o efecto "Prebisch-Singer" para explicar la situación de mayor vulnerabilidad externa de los países periféricos, sobre todo para el caso latinoamericano y, especialmente, argentino en la segunda globalización financiera. Principalmente, su efecto en los ciclos de alza y baja del tipo de cambio real, con periodos de fuertes devaluaciones y sobrevaluaciones de la mano de grandes procesos inflacionarios con esquemas de tipo de cambio fijo y su posterior ruptura, que, en última instancia, como demostró Astarita (2010), tienen de base esta problemática y las diferencias –con los países centrales- de productividad enormes por el progreso técnico, algo sostenido también por Prebisch[6].

Otra cuestión, de aspecto más metodológico, para el estudio del caso argentino en la segunda globalización financiera, será caracterizar los ciclos de la misma para este caso. Al igual que para América Latina, se sigue el trabajo de Frenkel (2003), quien plantea tres ciclos bien claros para las economías latinoamericanas: i) mediados de los años setenta hasta la crisis mexicana de 1982, ii) el resto de la década de 1980, iii) la década de 1990. La década de 1980 que inició como crisis de la primera fase, se caracterizó por una escasa influencia de los flujos de capital globales y por enormes transferencias de recursos vía pagos de endeudamiento externo hacia el exterior. En cuanto al primer y tercer periodo, se sucedieron en ciclos de auge de flujos de capital globales hacia la región y por reformas económicas que tienden a la liberalización, que dieron lugar a fuertes periodos de auge de la actividad económica, y una vez que se produjo el fin de dichos flujos externos se originaron graves crisis económicas, como la crisis de México principalmente, pero también de Argentina, Chile y Brasil. Cuestión que se volvió a repetir en la década de 1990, tanto América Latina como en el sudeste asiático, Rusia y otros mercados emergentes. Frenkel (2003) sostiene que las crisis de los dos periodos tuvieron en común lo siguiente:

> i) el tipo de cambio nominal era fijo o cuasi fijo; ii) el tipo de cambio real estaba apreciado; iii) prácticamente no existían barreras al libre movimiento del capital; iv) las

[6] Astarita (2010) sostiene que estos países experimentan ciclos dialécticos de apreciación y depreciación de su moneda, pero siempre con una tendencia histórica de larga duración tendiente a la depreciación producto de la brecha de productividad y baja de largo plazo de los TNIC. Donde la función de la moneda local está fuertemente determinada por las monedas o divisas mundiales, independientemente de que haya convertibilidad o no, e independiente del nivel de respaldo. Mientras que a nivel del tipo de cambio se dan periodos de profunda apreciación y de baja sustancial en el tipo de cambio real. Periodos de tipos de cambios altos y regímenes de alta inflación, donde la clásica dependencia de la moneda global se exacerba dado el enorme grado de sustitución monetaria o dolarización. En donde nuevamente la estabilización con un ancla de tipo de cambio fijo se vuelve fundamental, surgiendo un periodo de shock y de apreciación del tipo de cambio real. De todas formas, tanto el régimen de tipos de cambio flexible con depreciación e inflación como los de tipo de cambio fijo o casos extremos como la caja de conversión y la deflación que genera, favorecen la acumulación de capital en contraposición a los asalariados.

> entradas de capital del período de auge previo eran de gran magnitud como proporción de los mercados nacionales de dinero y capitales preexistentes; v) la regulación de los sistemas financieros nacionales en la etapa de auge era débil y permisiva. (p.45)

Este último marco conceptual será clave para explicar la dinámica de la caja de conversión argentina de la década de 1990, aunque como vimos, sigue relacionándose con las ideas de Prebisch en la década de 1920 para explicar el funcionamiento del patrón-oro argentino de fines del siglo XIX e inicios del siglo XX. Como explicó Ferrer (1999):

> desde que existe un orden económico inclusivo de todo el planeta, los vínculos con el contexto internacional han gravitado siempre en el desarrollo de los países. La formación de capital, el cambio técnico, la asignación de recursos, el empleo, la distribución del ingreso y el equilibrio macroeconómico, son efectos fuertemente influidos por las relaciones con el sistema internacional. (p.11)

En ese sentido, en este trabajo se explicarán las dos cajas de conversión argentina y su funcionamiento a partir de este paradigma y no bajo las explanaciones ortodoxas. Cuestión a profundizar en el siguiente apartado.

1.2 Globalización y Política Cambiaria: los condicionamientos objetivos y subjetivos del sistema monetario internacional

El concepto de globalización se asocia al proceso de integración económica y social de escala mundial ubicado con toda claridad en las últimas dos décadas del siglo XX (Arrighi, 2007). El término generalmente hace referencia a una serie de procesos que suelen identificarse bajo el nombre de globalización: la tendencia de grandes empresas a operar excediendo los marcos nacionales e incluso determinando a estos últimos, el surgimiento de un mercado financiero global y el resurgimiento de ideas liberales bajo el neoliberalismo que se impone mundialmente (Arrighi,2007). Pero, el proceso no es algo novedoso, ya que la globalización financiera y la adopción de una ideología universal ha sido algo característico del periodo que va desde el último cuarto del siglo XIX a la Primera Guerra Mundial. Aunque, en este nuevo resurgimiento la integración comercial y financiera es mucho más profunda (Eichengreen y Bordo, 1999). En este sentido, siguiendo la tradición de estudios como los de Kindleberger (2013), Rodrik, (2011), Stiglitz (2002) y Krugman (2012) se plantea la globalización como un proceso que tiende a crisis financieras recurrentes. Este trabajo se concentrará en el caso de las economías periféricas como la Argentina.

En la globalización, la política cambiaria se volvió uno de los temas centrales por la vigencia del trilema monetario de Mundell-Fleming (Nudelsman, 2017; Frieden, 2006; Obstfeld y Rogoff, 2008), es decir la imposibilidad de perseguir a la vez la soberanía monetaria, la libre movilidad de capitales y un tipo de cambio fijo. En el caso de la globalización, su rasgo central es la enorme movilidad de flujos de capital que erosiona y reduce el ámbito de acción de los gobiernos nacionales (Frieden, 1991 y Cohen, 1998). Pero, como sostiene Frieden (1991) siempre hay un marco de acción de los gobiernos, por lo que los intereses políticos internos detrás de la elección de dicha política son importantes. Por lo cual, más que una cuestión tecnocrática, la elección de una determinada política cambiaria es una cuestión de economía política.

En el caso del sistema monetario, lo que caracterizó a la globalización es un desorden monetario internacional más que un sistema (Block, 1985). Y dentro de este desorden monetario, la política cambiaria, tendió a la liberalización progresiva o flotación administrada y, en menos casos, a la fijación plena del tipo de cambio. En la década de 1990 para América Latina esta cuestión se volvió más importante, quedando para los casos de extrema inflación e inestabilidad macroeconómica la tendencia a adoptar anclas antinflacionarias a partir del tipo de cambio (Nudelsman,2017, p.44). Un dato no menor, es que estas políticas estaban cada vez más influenciadas por el proceso de globalización ideológica en base al neoliberalismo y la corriente monetarista (donde la ortodoxia restaurada en países centrales a comienzos de la década de 1970) se terminó de consolidar en América Latina hacia mediados de los años ochenta (Frieden, 2006).

1.3 La Caja de Conversión o Currency Board

Una caja de conversión o currency board se define como una organización monetaria que emite dinero (billetes) sólo como intercambio de activos extranjeros, específicamente de moneda reserva (Williamson, 1995). En ese sentido, también puede ser considerado como un acuerdo que legisla una determinada norma monetaria. Una regla que prescribe que los cambios en la base monetaria serán iguales al déficit o superávit del saldo de la balanza de pagos (Sayeras, 2005).

El sistema se compone de los siguientes elementos, a) primeramente, el gobierno fija el tipo de cambio a nivel institucional comprometiéndose a mantenerlo, b) el banco central se vuelve meramente, una casa de cambio obligado a vender al público todas las divisas que le sean demandadas; c) el déficit fiscal se ve incapaz de financiarse con emisión, o con inflación

y además, se pierde la función de prestamista de última instancia del banco central; d) la base monetaria queda ligada directamente al aumento o reducción de divisas en poder del banco central.

Para Williamson (1995) la ventaja de este sistema reside en: la convertibilidad de la moneda; la disciplina macroeconómica y la provisión de un mecanismo de ajuste a través de la balanza de pagos. Estas características se traducen en la creación de confianza en el sistema monetario, favoreciendo el consumo, la inversión, en definitiva, el crecimiento económico. Otro aspecto positivo de estos esquemas es su utilidad como "ancla antiinflacionaria". Un esquema de caja de conversión o currency board (o cualquier sistema de tipo de cambio fijo) tiene la ventaja de anclar las expectativas inflacionarias, sobre todo en aquellas economías con un alto grado de dolarización. Además, brinda confianza y estabilidad, al estar atadas las manos del gobierno para utilizar la emisión para financiarse (Sayeras, 2005)

Para Cohen (1998) un currency board es: "formalmente más cercano al uso directo de una moneda extranjera (…) un arreglo institucional construido en efecto para sostener la ilusión, aunque no la realidad, de una soberanía monetaria nacional" (p.45). Los elevados grados de dolarización de un país, producto de una sustitución monetaria que se da en economías de alto grado de inflación, lleva a que la moneda nacional quede limitada a la mera función de cambio mientras que la función de unidad de cuenta y reserva de valor es reemplazada por el dinero extranjero, generalmente el dólar estadounidense (Calvo y Vegh, 1992).

Pero como sostienen Calcagno y Manuelito (2001): "los efectos económicos de estos regímenes de "hard peg" no se limitan al ámbito de la inflación, sino que tienen importantes consecuencias sobre el funcionamiento de la economía en el mediano y largo plazo" (p.15). En ese sentido, los aspectos negativos de los hard pegs son que la evolución del sector externo de la economía y el comportamiento del crédito interno y de las condiciones internas de liquidez están vinculados muy estrechamente. La liquidez y el crédito gravitan a su vez sobre el comportamiento de la demanda agregada, del nivel de actividad y de la ocupación (Damill, 1997, p.1). Como se ve, el establecimiento de semejante política cambiaria tiene un efecto totalmente determinante sobre las principales variables de la economía. Además de determinar los *fundamentals* internos, el establecimiento de un currency board (como también sistemas fijos menos rígidos) genera fuerte vulnerabilidad a los shocks externos, sobre todo, los de origen financiero o *sudden stop*, dado que al estar atada la base monetaria a la cantidad de

reservas del banco central, la entrada o salida masiva de flujos de capital generan problemáticas graves que son difíciles de enfrentar si no se cuenta con la soberanía monetaria (Damill,1997, p.3). En el periodo de auge los flujos de capital tienden a generar déficits comerciales y en la cuenta corriente. Además, en la fase de salida produce serias dificultades en el sistema bancario. A lo que se suma que como la base monetaria está atada a las reservas, el menor volumen de estas genera pérdidas en el nivel de empleo y menor actividad económica (Frenkel, 2008).

El establecimiento de una política estricta como un currency board requiere una alta disponibilidad de liquidez en el sistema bancario y el banco central, pero la cuestión se complejiza si existe una profunda liberalización comercial y financiera.

Por ende, la tenencia en el mediano plazo a los fuertes desequilibrios del sector externo y su correlación en una vulnerabilidad creciente del sistema bancario se tornan cuestiones sumamente difíciles de resolver para un país dependiente de la evolución de los precios de los productos primarios de exportación y dependiente de los flujos de capital para financiar la balanza de pagos (Calcagno y Manuelito, 2001).

Otra cuestión es, como sostiene Keifman (2004) "Pese a tratarse de esquemas cambiarios, la implementación de estos regímenes en los últimos 13 años, no se apoyó en la teoría de las áreas monetarias óptimas sino en argumentos basados en ganancias de credibilidad de la política monetaria" (p.2). La zona monetaria óptima es un componente teórico fundamental a la hora de fijar una moneda a otra como en la convertibilidad argentina, una unión monetaria (la Eurozona) o la dolarización (Ecuador). La zona monetaria óptima requiere una serie de cuestiones para que dos países o varios compartan una moneda: "a) debe existir un gran comercio entre ellos, b) no estar sometido a fluctuaciones de otras monedas, c) alta movilidad de mano de obra, d) una integración o al menos una convergencia en la política fiscal" (Krugman, 2012, p.182).

La caja de conversión argentina de 1991 no cumplía con ninguna de ellas, principalmente con las primeras dos que son las fundamentales. Volviendo a la idea de Keifman (2004) lo que primó fueron argumentos poco profundos y más que nada propagandísticos basados en la confianza y obviamente relacionando la crisis inflacionaria directamente a la idea de un sistema monetario basado en la arbitrariedad del gobierno para el uso de la emisión monetaria y financiar sus déficits.

1.4 Las Cajas de Conversión y Convertibilidades Argentinas

Varios trabajos son los que se han encargado de la temática, aunque a grandes rasgos, pueden destacarse una línea ortodoxa bien clara, otra línea de corte estructuralista más flexible y diversa, y, por último, una amplia gama de trabajos que combinan ambos enfoques. Sea tanto para explicar este sistema en la historia o la más reciente convertibilidad de 1991-2001, en su surgimiento, dinámica y crisis, estos trabajos se han caracterizado de manera más amplia en Barranquero (2021). Un primer trabajo seminal de la perspectiva estructuralista es el de las 6 convertibilidades argentinas por Vitelli (2004), quien mostró las dificultades e imposibilidades de poder mantener el funcionamiento de la convertibilidad plena por la influencia de factores externos a la política fiscal, donde esta última agravaría la problemática. Otra perspectiva general y comparativa útil es de la de Vernengo y Pérez-Caldentey (2007), quienes mostraron como la adopción del sistema caja de conversión para poner fin a la inestabilidad monetaria en 1890 y en 1991 tuvo distintos resultados macroeconómicos muy diferentes, principalmente por las características de la economía global en ambos momentos y por la ahistoricidad de esta última. Otro estudio comparativo de esta línea es el de Rozengardt (2004), aunque haciendo énfasis en el balance de pagos entre la década de 1880 y la fallida convertibilidad de la moneda de 1883-1885 con la década de 1990 del siglo XX. Donde en ambas décadas son los flujos de capitales externos los que explicaron en gran medida la dinámica de la economía argentina y las dos crisis más grandes de la historia argentina: 1890 –que da origen a la caja de conversión del estudio– y la de 2001 –el fin de la otra caja de conversión que estudiamos–.

En cuanto a las perspectivas ortodoxas, para explicar la inestabilidad monetaria de fines del siglo XIX y la caja de conversión de 1890 con su posterior convertibilidad en 1999 , los trabajos Cortés Conde (2000), Della Paolera (2000) y Della Paolera y Taylor (2001) siguiendo las perspectivas monetaristas –basadas en la teoría de las expectativas racionales y de que toda crisis de pagos externa es resultado de políticas fiscales internas– hacen énfasis en la discrecionalidad monetaria y falta de una disciplina fiscal. Siguiendo esta línea para el caso de 1991-2001, Cavallo (2003) sostiene:

> después de 45 años de inflación, originada por el uso y abuso del gobierno para imprimir dinero para financiar el déficit público e incluso el privado, la gente se convenció de que la moneda no era buena y que el gobierno seguiría imprimiendo dinero y aumentando impuestos. (p.49)

La convertibilidad vendría a solucionar la hiperinflación y reinstaurar la confianza, pero la crisis de dicho sistema se seguía explicando bajo esta perspectiva, donde destaca la aceleración del crecimiento del endeudamiento público posterior a su salida del Ministerio de Economía a principios de 1996. Al que explica principalmente, por el aumento del gasto público nacional y principalmente provincial. Primeramente, sostiene que la convertibilidad tendría que haber seguido, pero eliminando la paridad 1 a 1 por una flotación abierta aprovechando el contexto previo a la Crisis Asiática de 1997, luego añade que el sistema quedó en una especie de "piloto automático" a partir de su renuncia. En segundo lugar, sostiene que la convertibilidad no se complementó profundizando las reformas estructurales (sobre todo las del mercado laboral) quedando el sistema monetario en total descuido. Según Cavallo:

> en lugar de centrarse en la consolidación del sistema monetario con el que los argentinos habían recuperado la confianza, el gobierno facilitó el financiamiento del creciente déficit fiscal en las provincias. Esto creó un problema de deuda excesiva que hizo insostenible el tipo de cambio fijo y, al final, destruyó la Convertibilidad. (Cavallo y Cavallo Runde, 2017, p.342)

Por último, cabe destacar una amplia gama de trabajos desde distintas perspectivas, como los de Basualdo (2010), Damill (1997 y 2000) Schvarzer (2008) y otros de economistas de la CEPAL, como Calcagno y Manuelito (2003 y 2008). Donde a grandes rasgos y con muchos matices, sostienen la imposibilidad del sistema por los amplios desequilibrios macroeconómicos intrínsecos al mismo, como la sobrevaluación cambiaria, el alto endeudamiento externo, la exposición a los ciclos de auge y salida de flujos de capital y transmisión de crisis financieras. Además, resaltan sus inviables consecuencias sociales: como la creciente desocupación y pobreza por el ajuste macroeconómico que el sistema de convertibilidad causaba. Que, a grandes rasgos, se relacionaba como la continuidad de un proceso de reestructuración económica global que inicia la economía argentina en contexto del primer auge de flujos de capital de la segunda globalización financiera a fines de los años setenta (Frenkel, 2003).

Capítulo 2: Primera Globalización Financiera y el Sistema Monetario Internacional del Patrón Oro (1871-1914)

Como se ha dicho el proceso de globalización neoliberal de integración de la economía global y el auge financiero en los mercados de capitales globales se consolidó, con una notable contundencia, en la década de 1990. En ese entonces, se veía tal fenómeno como algo inevitable e irreversible; pero si se toma el año 1900, se verá que el mismo proceso sucedía de la misma manera (Frieden, 2006). Sus orígenes pueden situarse en lo que Ferrer (2013) llamó *"segundo orden económico internacional*" basado en la revolución industrial y la hegemonía británica que habían producido cambios revolucionarios a nivel global tanto en el terreno económico (con enormes índices de crecimiento) como en el social. Pero serían los años de 1870 hasta la Primera Guerra Mundial donde una economía mundial ampliamente integrada y abierta se terminaría de consolidar. Junto con auge masivo en los movimientos de capital internacionales, se hizo necesario un sistema monetario internacional que contuviera dichos procesos: el patrón oro.

2.1 El Sistema Monetario Internacional del Patrón Oro

El patrón oro consistió básicamente en un arreglo monetario internacional basado en un tipo de cambio fijo de convertibilidad de las distintas monedas nacionales que conformaban el sistema al oro. Si bien los orígenes y fundamentos del sistema se remontan al siglo XVIII, el primer país en adoptarlo plenamente fue Gran Bretaña en 1816, y se volvió un sistema monetario internacional recién en la década de 1870 del siglo XIX. Antes de mencionar cuáles fueron los factores que llevaron a la consolidación internacional del patrón oro, es necesario hacer referencia a su funcionamiento teórico[7].

Como sostiene Eichengreen (2008) "el mejor modelo teórico del sistema de patrón oro es el s*pecie flow model* de David Hume" (p.24). La fortaleza del mismo reside en su simpleza y durabilidad durante el siglo XIX, como el hecho que continúa siendo, en la actualidad, la principal forma de pensar este sistema. El problema que rápidamente se hace evidente en el modelo de Hume es que asume un sistema donde solo se usa una moneda de oro y en donde

[7] Para esta muy breve reseña del mecanismo del patrón oro se sigue a los estudios de Eichengreen (2008), uno de los historiadores económicos de nivel mundial que más ha estudiado este régimen monetario. Aunque las explicaciones teóricas sobre el mismo pueden ser más complejas a las que se reseñan aquí, existen múltiples perspectivas teóricas: las que hacen énfasis en el ajuste de los precios, del ingreso o el ajuste monetario; perspectivas, neoclásicas, keynesianas, estructuralistas o monetaristas. Al respecto véase el trabajo de Tenewicki (1997) quién hace una síntesis de la mismas aplicadas al caso argentino de fines del siglo XIX y el trabajo de Eichengreen y Flandreau (1997) para mayores debates teóricos sobre el patrón oro. Por último, aquí, en el apartado 2.3presentaremos más una perspectiva estructuralista-keynesiana en contraposición a la monetarista.

los bancos tienen un papel insignificante, cuestión errada, dado que, en la realidad, los bancos tuvieron un rol clave en el sostenimiento del patrón oro.

El postulado del *specie flow model* se basa en un ajuste automático en la balanza de pagos: supongamos que un país, cuando exporta una mercancía introduce oro, lo que permite emitir moneda, mientras que, cuando un importador compre una mercancía en el exterior provocará una salida de oro. Si las importaciones superan a las exportaciones se producirá un déficit en la balanza comercial, no habrá entrada de oro, lo que implica que la circulación monetaria se reducirá y la emisión se frenará haciendo caer los precios internos. Mientras que, por el contrario, en el extranjero, con más oro circulando, los precios aumentarán haciendo sus mercancías más caras. Aquí es cuando se produce un cambio en los precios relativos que permite el ajuste automático en la balanza de pagos. Las mercancías importadas son cada vez más caras y los residentes nacionales reducirían sus compras de ellas. Los extranjeros, para quienes los bienes importados se habían vuelto menos costosos, se inclinarían a comprar más. Las exportaciones del país deficitario aumentarán y sus importaciones disminuirán hasta que se elimine el desequilibrio comercial (Eichengreen, 2008).

Eichengreen sostiene que el rol de los flujos de capital no tenidos en cuenta en el modelo de Hume, en la práctica eran tenidos en cuenta, antes de ser formalizados en el informe Cunliffle, a principios de siglo XX. En el sistema de patrón oro, la utilización de tasa de descuento de los bancos centrales y otras instituciones bancarias servía para facilitar los ajustes en los precios internos y evitar las salidas masivas de oro, sin recurrir al ajuste de la balanza de pagos.

Ahora, queda preguntarse acerca de qué fue lo que llevó al surgimiento del sistema de patrón oro como un sistema monetario internacional bien consolidado y de larga duración en el tiempo. El proceso fue complejo. Para el tercer cuarto del siglo XIX, Europa se encontraba dividida en distintas áreas monetarias, pero fundamentalmente, tenía un patrón bimetálico: prevalecían en casi todos los países monedas tanto de plata como de oro, excepto en Gran Bretaña y Portugal, que ya tenían una fuerte relación económica. El hecho central se da con la decisión de Alemania de adoptar el sistema en 1872, luego de la Guerra Franco Prusiana. Este país venía teniendo un importante crecimiento industrial como también un fuerte crecimiento de las altas finanzas en su economía, mientras que Francia y otros países europeos como Rusia, Italia y el Imperio Austrohúngaro tenían una enorme crisis en sus sistemas monetarios. La incorporación alemana al sistema fue un aliciente importante a los demás países europeos. Esta incorporación provocó que países fuertemente vinculados a ella como Holanda, Noruega y Suecia hicieran lo mismo, en 1873. Luego Francia, Italia y Grecia pasaron al sistema de patrón

oro, en 1874. A finales del siglo XIX, España era el único país que quedaba para trabajar con papel inconvertible. A los países europeos también hay que añadir los Estados Unidos, Rusia y Japón, como también la India y varias repúblicas de América Latina, como la Argentina (Eichengreen, 2008).

2.2 El Patrón Oro como Resultado de la Hegemonía Británica

Hay varias explicaciones acerca de la adopción del sistema. Una de ellas es un aumento de la producción de plata producto de nuevos descubrimientos o aumentos productivos de ciertos yacimientos, como también el repudio masivo del sistema por parte de Alemania. De Cecco (1984), quien realiza uno de los aportes más significativos a la temática sostiene que el bimetalismo previo a la generalización del patrón oro fue una causa desestabilidad en los precios y que la adopción de este sistema era clave para estabilizar los mismos. Pero, principalmente, sostiene que la causa central eran las relaciones económicas y políticas de la consolidación de Gran Bretaña como imperio dominante en el centro del sistema económico internacional. Varios autores más profundizan la misma línea (Ferrer, 2013; Frieden 2006; Eichengreen y Flandreau 1997; Triffin 1960, Magdoff y Sweezy 1987; Block 1985). La razón central del origen, funcionamiento, desarrollo y fin del sistema de patrón oro hay que buscarla en el poder económico y financiero que había adquirido Gran Bretaña, tanto en el centro como en la periferia del sistema capitalista.

En ese sentido, el sistema monetario internacional al igual que la economía mundial es moldeado acorde a la voluntad del hegemón dominante, en este caso Gran Bretaña (Arrighi, 2002). Los demás tenían un fuerte interés en participar más directamente con el comercio y las finanzas británicas a través del patrón oro (Eichengreen, 2008). Así, Gran Bretaña consolidó un sistema monetario que se mantuvo por más de cuatro décadas, cuyo rasgo más sobresaliente fue una relativa estabilidad del sistema, a pesar de la alta movilidad de flujos de capital.

Aunque dicha estabilidad del sistema debe matizarse. En primer lugar, como sostuvo Triffin (1960), la estabilidad estuvo circunscripta a los países más avanzados que conformaban el núcleo del sistema o aquellos que tenían un vínculo económico, político y financiero muy cercano con Gran Bretaña. En segundo lugar, no se debía a los mecanismos del patrón oro sino al rol y el peso de Gran Bretaña en la economía y finanzas globales. Gran Bretaña tenía la fuerza naval más poderosa del mundo y un vasto imperio colonial, era el principal productor industrial, el país con mayor comercio y el banquero del mundo, lo que la llevó al dominio de las finanzas mundiales (De Cecco, 1984).

Los mercados de divisas del mundo estaban interconectados a través de Londres y, en muchos casos, las remesas de un mercado a otro se hacían habitualmente en libras esterlinas,

en lugar de las remesas directas. En este sistema de mercados de divisas previo a la guerra, todos los países tenían un interés sustancial al mantener sus monedas particulares lo más estables posible, en términos de libras esterlinas, y su éxito al hacerlo contribuyó a la estabilidad de sus monedas en términos de las demás. Por otro lado, los precios de los principales bienes primarios se establecían en base al mercado de Londres, el peso de la ciudad tenía una influencia directa en los movimientos de los precios internacionales (Magdoff y Sweezy, 1987).

A esto debemos añadir el rol de la libra esterlina como moneda de reserva en muchas naciones y los grandes depósitos de los miembros del imperio, los países que se habían endeudado en gran medida con Gran Bretaña y los que dependían fuertemente de su apoyo militar (Magdoff y Sweezy, 1987). Otro factor que añade Eichengreen (2008) es "la fuerte voluntad política de mantener el patrón oro como objetivo central de la política económica" (p.30), cuestión que cambiaría drásticamente en el siglo XX cuando los efectos negativos de estos regímenes cambiarios en el empleo y el ingreso llevaría a priorizar estos objetivos y no la libre movilidad de capitales. En ese sentido Triffin (1960) sostuvo que, si los objetivos de convertibilidad se basan en tres criterios ideales de multilateralismo, estabilidad y libertad en el sistema internacional de comercio y pagos, las restricciones comerciales, los controles cambiarios serían inviables para mantener el sistema. Entonces, ¿cuál fue el factor fundamental que posibilitó la convertibilidad en el siglo XIX y su inviabilidad luego de la primera guerra mundial?

Triffin, asevera que, además del fin del multilateralismo, los controles internos de precios, comercio y tipo de cambio, la respuesta debe buscarse en los movimientos de capital. Más que los mecanismos del ajuste del comercio exterior del modelo de Hume, la convertibilidad fue sostenible en el tiempo gracias a la enorme capacidad de Gran Bretaña de proporcionar una enorme cantidad de flujos de capital al resto del mundo, los cuales servían de amortiguación y financiamiento para las naciones que conformaban el sistema de patrón oro. Si bien esto no implicaba un ajuste automático, sí facilitaba equilibrar la balanza de pagos, vía la cuenta capital, facilitando los ajustes residuales sin recurrir a las restricciones cambiarias y comerciales. Al respecto, Eichengreen (2008) también considera que "las inversiones internacionales antes de 1914 actuaban de manera estabilizadora ante las fluctuaciones monetarias" (p.30). Los balances de pagos de la economía hegemónica, en este caso los superávits de la cuenta corriente de Gran Bretaña eran compensados en los demás países con una enorme inversión de los capitales británicos que hacían estable al sistema, sin serios problemas en las economías locales del mundo desarrollado y con ciertos problemas en la

periferia. Eichengreen añade a esta cuestión una fuerte coordinación internacional entre las distintas autoridades monetarias de los países que conformaban el sistema.

En cuanto a las crisis Eichengreen y Bordo (2002) realizan un análisis cuantitativo de la cantidad de crisis económicas a lo largo de los distintos periodos en base a los sistemas monetarios internacionales. A primera vista los autores destacan las diferencias cuando se trata de un país industrial o un país en desarrollo. Para el patrón oro, se destaca una incidencia de crisis en los países industriales con un total de 7 (generalmente bancarias) mientras que los países en desarrollo hubo 25 crisis bancarias, monetarias y gemelas. Los autores también destacan el apego estricto a la paridad cambiaria fija del patrón oro en los países centrales pero una mayor severidad y más profunda caída del producto en esas escasas crisis. En cuanto a los países en desarrollo se destacan las dificultades de mantenerse en la regla del patrón oro.

En sentido, además de entender al patrón oro como producto histórico de la dominación británica de la economía mundial, se hace necesario problematizar su funcionamiento en base a la división internacional del comercio exterior, para explicar el funcionamiento distinto de las economías periféricas más propensas a las crisis y a suspender la convertibilidad. Trabajos como los de John Williams (1920) Prebisch (1922) y Ford (1997) dan una explicación estructural de la problemática. Desde una posición más común y ortodoxa se podría decir que estos países no eran propensos a sujetarse a la regla monetaria que imponían la adopción del sistema, pero rápidamente la cuestión va más allá de ello. En efecto, como sostiene Ford (1997): "a pesar del uso de una moneda internacional común, algunas características llamativas de este estándar y su funcionamiento fueron las diferencias en el comportamiento económico de los países que eran miembros de este 'club'" (p.116). Entre los países centrales y periféricos hay que tener en cuenta la diferencia del proceso de "ajuste del sistema":

> Las diferencias en la estructura y naturaleza de la economía de un país son cruciales cuando se intenta evaluar por qué el patrón oro funcionó con tanto éxito en algunos países y fracasó en otros, y pueden resumirse brevemente. (1) Un país acreedor o deudor. (2) Un país industrial o productor primario […] (3) Si la actividad de inversión nacional o los ingresos por exportaciones fue el principal determinante de las fluctuaciones del ingreso nacional. (4) El tamaño de la economía en relación con los mercados mundiales. (5) El tamaño de la propensión marginal a importar, porque de esto dependería la velocidad, o no, de los ajustes de la balanza de pagos en respuesta a cambios en los ingresos. (6) La organización financiera del país. ¿Dónde estaba basado el sistema bancario? (7) El marco político y el sistema social. ¿Hubo algún interés económico particular (por ejemplo, exportadores o propietarios de tierras o rentistas)

dominantes políticamente? ¿Hubo algún historial de depreciación? (8) Países productores de oro o no productores. (Ford, 1997, p.117)

Como se ve para el caso de Argentina durante el patrón oro, lo resumido por Ford (1997) tendrá una importancia fundamental para comprender la dinámica de la economía argentina en sus años de mayor esplendor, el establecimiento de su Caja de Conversión en 1890 y su tan ansiada convertibilidad en 1899.

2.3 El Caso Argentino Durante El Patrón Oro: el surgimiento de la caja de conversión y la convertibilidad de 1899-1914

Argentina, pudo adoptar con cierto éxito, después de dos intentos fallidos, un sistema de convertibilidad mediante el sistema de caja de conversión en 1899, que duró hasta 1914. La caja conversión, surgió en 1890 luego del caos económico y monetario que fue la crisis de 1890, pero sería recién en 1899 que se reglamentaría la libre convertibilidad del papel al oro, a 2,27 pesos papel por peso oro (Gerchunoff, 2016). El sistema era muy similar al británico, la Caja de Conversión equivalía al Departamento de Emisión del Banco de Inglaterra donde se emitía el papel moneda en base a la cantidad de ingresos de oro y, por otro lado, estaba el Banco Nación que ejercía como banco de bancos en el sentido que podía redescontar documentos de cartera de otras instituciones financieras, similar al Departamento Bancario del Banco de Inglaterra. Los motivos centrales que impulsaron la adopción del sistema fueron que los principales países del mundo para ese entonces contaban con un esquema de patrón oro con libre convertibilidad, como también, los fuertes vínculos comerciales y financieros con Gran Bretaña. Además, hay que destacar que los sectores dominantes locales vinculados a la economía de exportación primaria estaban interesados en evitar la sobrevaluación de la moneda local. Como se verá a continuación, esta estabilidad fue explicada tanto por una enorme concentración de capitales británicos en el país, muchos especulativos pero gran parte en inversiones productivas reales que aumentaban las capacidades de la economía argentina, como también debido a un enorme boom exportador, que brindó las divisas necesarias para remunerar las inversiones y sostener la convertibilidad.

2.3.1 La formación y auge de la economía primario-exportadora: "la época de oro"

La Argentina durante 1860 y 1914 experimentó un creciente y acelerado crecimiento económico caracterizado por la ampliación de su producción exportable y la unificación de sus mercados internos, que se basó en gran medida en el ingreso de capitales extranjeros (Regalsky, 2015, p.7). Díaz Alejandro (1983) sostiene que este desarrollo del país fue "extraordinario e irrepetible, un 5% promedio entre 1969-1914 (llegando su máximo esplendor entre 1900-1914,

cuando el país creció a un ritmo del 6,3% anual)" (p.19), en el gráfico n°1 se expresa la magnitud de la excelente performance de la economía argentina en este periodo (que tampoco fue regular).

Este gran crecimiento fue posible gracias a la convergencia de dos procesos históricos particulares , uno de origen externo caracterizado por la consolidación del capitalismo industrial y de la urbanización en Europa, sumado a una revolución tecnológica en los transportes, con la difusión del ferrocarril y los barcos a vapor; y por el otro lado, un proceso interno caracterizado por la incorporación plena de las tierras del territorio argentino al proceso productivo luego de la campaña del desierto y el surgimiento de una enorme renta diferencial y de una creciente masa de inmigración europea (Sábato, 1988, pp.24-25). El aumento de la demanda de productos primarios en Europa, la mejora de los medios en transportes, la renta diferencial de la producción primaria argentina y una importancia central de los capitales británicos en el país, fueron los factores (internos e internacionales) que dieron solidez al marco macroeconómico donde se insertó la convertibilidad del periodo 1899-1914 y que explican su relativo éxito y fuerte estabilidad[8].

Para Regalsky (2015):

> La incidencia de estos capitales en la evolución económica fue de tal magnitud que no ha registrado ningún parangón hasta nuestros días. Se ha estimado que hacia 1914 sumaban unos 3520 millones de pesos oro, la mitad total del capital acumulado en el país. (p.7)

Como se observa, dicha cuestión escapó a los factores o decisiones políticas internos, sino que se deben centralmente a factores exógenos fuera al control de la política económica nacional. Este proceso, para Regalsky (2015): "sólo puede entenderse en el contexto de los cambios que afectaron en ese periodo a la economía mundial y que tuvieron su punto de partida en el proceso de maduración industrial de Inglaterra y Europa" (p.7). Los ciclos económicos externos, al ser una economía periférica, estuvieron estrechamente vinculados a esta cuestión. Los ciclos auges de la economía argentina en este periodo respondieron directamente a las grandes fases de auge en exportación de capitales de la economía global. Regalsky (2015) identifica tres ciclos de inversión claros, 1962-75, 1881-90 y 1903-13[9].

[8] Convertibilidad que, como se verá en la última sección, difiere casi completamente para el caso de 1991-2001.

[9]Taylor (2008) sostiene que, a partir de1880, luego del periodo recesivo, los flujos capitales británicos y de los demás países centrales se expandieron por todo el mundo. Para 1890, previo a la crisis de la Baring Brothers que iniciaría una década recesiva para los países de América Latina en cuanto a inversiones, Gran Bretaña tenía inversiones en el exterior, 426 millones de libras esterlinas (194 millones en bonos de deuda soberanos y 231 millones en negocios privados), superando por dos el tamaño de las inversiones del año 1880 (Taylor, 2008, p.68). Luego, el flujo de 1900-1913 fue aún más sorprendente que el de la década de 1880-1890 (p.62). Taylor también señala que las inversiones británicas en el

Los números de Regalsky (2015) muestran que, para 1914 las exportaciones de capital británico a la Argentina fueron de 1800 millones de dólares, mientras que para el año 1913 el número total de flujos de capital británicos a nivel mundial habían sido de 20.000 millones (Regalsky 2015, pp.47-48). En el gráfico n°2 se muestran los principales centros receptores de inversiones británicas y el rol privilegiado que ocupaba la Argentina en las mismas. Otro estudio importante es el de Eichengreen y Bordo (2002) que estiman que del total de los flujos de capital británicos que salen de Gran Bretaña entre 1864-1914: "Argentina recibió el 8,6% del total, siendo el tercer país que más capital recibió, detrás de Estados Unidos con el 20,5% y Canadá con el 10,1%" (p.38).

2.3.2 La crisis de 1890 y el surgimiento de la Caja de Conversión

Para Regalsky (2018) y Gerchunoff (2016) el surgimiento de la Caja de Conversión en 1890 y el establecimiento de la convertibilidad en 1899 fueron producto de la gran crisis económica de 1890 y la construcción de un orden monetario definitivo que emergió luego de dicha crisis. Para Gerchunoff, Rocchi y Rossi (2008) la crisis de 1890 y la Caja de Conversión fueron productoras de un orden monetario y económico en general que se consolidaría a principios del siglo XX. Estos autores destacan que el gran progreso económico del país en este periodo estuvo acompañado de un desorden persistente sobre todo en el terreno monetario, fiscal y financiero. En primer lugar, la unificación nacional consolidada en 1880 y la de una moneda nacional en 1881 no implicó el monopolio de la emisión; en segundo lugar la cuestión fiscal, sobre todo por las exigencias de las provincias, se volvió una problemática central; tercero (y fundamental) es que tampoco existía un banco nacional dominante y un monopolio de la emisión de deuda, donde el Banco de la Provincia de Buenos Aires era un actor con más poder e influencia que el Banco Nacional perteneciente al Estado nacional (Gerchunoff, Rocchi y Rossi, 2008).

En cuanto al primer funcionamiento de la ley de convertibilidad de 1881, la misma entró en crisis hacia fines de 1884 y se suspendió en 1885, decretándose la inconvertibilidad y el curso forzoso del papel moneda nacional. El detonante de la misma fue el fracaso de un empréstito de 42 millones de pesos oro, el cual coincidió con un aumento de la tasa del Banco de Inglaterra, que pasó del 2% al 5% haciendo que los capitales externos se orienten más a la principal plaza mundial que a inversiones en la periferia (Gerchunoff, Rocchi y Rossi, 2008).

mundo del periodo 1865-1914 fueron de un total de 3.366 millones de libras, de las cuales el 47% (1571 millones de libras) se localizaron en los países periféricos (Taylor, 2008, p.72).

Pero desde perspectivas más ortodoxas, como Cortes Conde (2000) también se puede mencionar:

> Desde 1882 existió una fuerte expansión del crédito mediante la creación de dinero. En un país pequeño con una economía abierta bajo un régimen de convertibilidad, una oferta excedente de dinero se traduce en compra de importaciones y finalmente en una salida de oro. Pronto se vio que los bancos perdían reservas, al comienzo para pagar las crecientes importaciones, luego, de modo más acentuado, debido a que los particulares advertían que los bancos no podrían responder con metálico a todas sus obligaciones monetarias y trataban de preservarse de las pérdidas que les ocasionaría una eventual devaluación, y compraban oro o libras con los créditos que le daban los bancos. (p.496).

Ahora bien, cabe matizar dicha cuestión haciendo hincapié a que los bancos privados eran una fuente de creación de dinero que escapaba al control de la autoridad monetaria estatal, como que también que dicha cuestión coincidió con un corte de los flujos externos de capital y del comercio de los frutos del país (Gerchunoff, Rocchi y Rossi 2008). Alec Ford que toma en cuenta esencialmente el crecimiento de las exportaciones de las inversiones de capital, también añade otra cuestión al debate que sería central para explicar la vuelta a la convertibilidad en 1899 y que es una constante en la política cambiaria: los intereses sociales en juego. Según Ford (1997):

> no es sorprendente encontrar en épocas de déficit de la balanza de pagos un sesgo a favor de un tipo de cambio depreciado, y en épocas de superávit persistente una clara preferencia por un tipo de cambio estable en lugar de una apreciación. De hecho, estos efectos son de suma importancia para explicar la salida de Argentina del patrón oro en 1885 y su decisión de reincorporarse en 1900. (p.122).

También cabe destacar que Ford menciona otros factores igualmente importantes como la falta de confianza y de mecanismos institucionales para hacer frente a estas situaciones de crisis externas.

Finalizada la breve crisis, en el mismo año de 1885, el auge económico se siguió expandiendo notablemente, teniendo una centralidad fundamental las entradas de nuevos empréstitos e inversiones extranjeras directas tal como se observa en el gráfico n°3 hasta la crisis de 1890. Entre 1885-1890 se asistió a un proceso de un acelerado crecimiento del endeudamiento externo y de una notable expansión monetaria, fundamentalmente a partir de la Ley de Bancos Garantidos de 1887, por otro lado, la balanza de pagos empezó a deteriorarse seriamente, haciendo cada vez más difícil el pago de los préstamos de corto plazo e importaciones, paralelamente el tipo de cambio permanecía bajo un régimen informal de

flotación sucia. La crisis finalmente explotó cuando falló la colocación de un enorme empréstito de la Baring Brothers para la "*Buenos Ayres Water Supply & Drainage Company*", el fracaso del empréstito provocaría un sismo en la city londinense al entrar en crisis uno de los principales bancos privados y una crisis sin precedentes en la república Argentina, produciéndose una grave crisis económica y política junto con la caída del Banco Nacional, como también un enorme debilitamiento del principal banco del entonces: el Banco de la Provincia de Buenos Aires. Al igual que en las crisis anteriores Rapoport (2017) destaca:

> Problemas fiscales y endeudamiento se entrelazaron y potenciaron de manera recíproca, mientras que los ciclos económicos internacionales tenían en la deuda externa un mecanismo principal de transmisión influyendo el curso de los ciclos internos. A su vez, los requisitos impuestos por los acreedores condicionaron las políticas económicas. (p.90)

A ello debe sumarse la forma en que los préstamos se contraían, la especulación y corrupción como factores de importancia en el desarrollo de los acontecimientos. Finalmente, la crisis implicaría cambios profundos a partir de la negociación del "*Founding Loan"* y el surgimiento de la caja de conversión. Por un lado, el primero permitió lograr un alivio en el corto plazo y evitó el default, Argentina emitía un título de nueva deuda nacional al 6% para rescatar los títulos de tres años previos, como también no podía emitir nuevos empréstitos ni otorgar garantías ferroviarias u obras públicas (Gerchunoff, Rocchi y Rossi, 2008). Por otro lado, con la caja de conversión centralizaba toda la emisión monetaria en una sola institución y solo podía realizarse con una contra partida de metálico ingresando en las arcas, aunque al comienzo realizó dos grandes emisiones sin respaldo: una como pago a la Baring y otra para adelantar capital al naciente Banco de la Nación Argentina. Durante toda la década de 1890 prevaleció la austeridad monetaria hasta el establecimiento de la convertibilidad en 1899 (Regalsky, 2018). Finalmente, la conclusión conflicto distributivo entre provincias (que se canalizaba en lo fiscal) y la concentración en el Estado nacional del monopolio de la emisión y el endeudamiento externo, permitieron crear un orden económico detrás de las cenizas delas crisis de 1890 (Gerchunoff, Rocchi y Rossi, 2008).

En cuanto al restablecimiento de la convertibilidad en 1899 autores como Della Paolera (2000) y Cortes Conde (2000) destacan su posibilidad luego de un periodo de deflación y de austeridad, factores que permitieron recomponer la confianza hacia el gobierno argentino posibilitando la convertibilidad. Como sostiene Della Paolera (2000):

> Se necesitaron nueve años de ajuste y una profunda deflación de precios para alcanzar la convertibilidad externa del peso moneda nacional, experiencia que fue considerada

por los estudiosos como el caso clásico exitoso de un país periférico que adopta un régimen de convertibilidad de su moneda. (p.527)

Para dichas interpretaciones el contexto previo de disciplina fiscal y no emisión discrecional jugaron un rol central, incluso en la solución misma de la crisis de 1890:

> Las severas medidas de austeridad, los nuevos impuestos y su pago en oro, la reducción de gastos y la contracción monetaria lograron la estabilidad y una muy positiva reacción en el mercado de capitales, donde bajó significativamente el "riesgo país". (Cortés Conde, 2000, p.501).

Tras un polémico debate en 1899, finalmente, se reestableció la convertibilidad a 2,27 pesos papel por cada peso oro. La deflación y sobrevaluación cambiaria perjudicial al sector exportador también habían jugado un rol clave además de la disciplina monetaria. Un rasgo importante de esta convertibilidad es que comenzó a funcionar sin reservas en los primeros tres años hasta que se crea un fondo especial para ello. Pero como se observa en el gráfico n°3, es finalmente el enorme auge de las exportaciones argentinas y un ciclo de capitales externos favorables lo que permitió nuevamente su funcionamiento, además de una expansión de la base monetaria y la oferta de dinero como se observa en la tabla n°1. Por otro lado, si bien al comienzo no se cumple estrictamente el principio básico del currency board de igualdad de los pasivos de la caja de conversión a sus reservas, si hay una correlación casi perfecta entre las reservas en oro con la base monetaria y la oferta monetaria[10] como también la estabilidad del nivel de precios.[11]

Pero debe insistirse fundamentalmente en los factores externos como una causa de su funcionamiento, como sostienen Gerchunoff, Rocchi y Rossi (2008) "un hilo invisible conectaba el auge productivo y exportador con la cuestión monetaria, que tanto desvelo había ocasionado" (p.286). Durante esta época y a diferencia de la década de 1880 persistió un superávit en la balanza comercial producto el boom de las exportaciones, lo que también retroalimentó el flujo de capitales externos al tener estos garantizados sus inversiones. Finalmente, otro shock externo provocaría un cambio adverso y nuevamente la crisis (como la inconvertibilidad) se hicieron presentes hacia 1914 con el estallido de la Primera Guerra Mundial (Vitelli, 2004).

[10] Véase la tabla n°1 y para una mayor profundidad Della Paolera (2000).

[11] Al respecto véase también la influencia en el nivel de precios de otros factores, como el menor costo de bienes salarios en Argentina y una mayor productividad marginal del asalariado producto de condiciones estructurales de productividad del sector agropecuario argentino (Díaz Alejandro, 1983).

La posterior restauración de la misma, por un breve periodo entre 1927 y 1929, tampoco pudo mantenerse dado que la economía se había modificado de manera irreversible para seguir sosteniendo este régimen monetario que ataba la base monetaria al sector externo (una mayor complejidad e importancia de las actividades internas por un lado, y por el otro, una erosión de la posición argentina en el mundo de la globalización si se la compara con su esplendor en 1914, cuando la decadencia de Gran Bretaña y el ascenso de Estados Unidos sería algo determinante (Gerchunoff, 2016)). Finalmente, en 1932 la caja de conversión y la idea de convertibilidad plena de la moneda pasarían a la historia hasta su posterior renacer en el verano de 1991.

Capítulo 3: Segunda Globalización Financiera: la política cambiaria en un "No-sistema Monetario Internacional" (1971-2001)

La primera globalización financiera entró en crisis en el periodo de entreguerras, en medio de las dos grandes contiendas bélicas más mortíferas de la historia de la humanidad y de la mayor crisis económica de la historia del capitalismo, en 1929. En este proceso, siguiendo a Polanyi (2017) se puede sostener que el intento de reinstaurar el patrón oro a toda costa jugó un rol fundamental y también que las lecciones aprendidas de este proceso darían génesis a un nuevo sistema monetario internacional (Block, 1985; Eichengreen, 2008, Frieden, 2006). Aunque rápidamente serían olvidadas cuando resurgió nuevamente un proceso de financiarización de la economía global.

El nuevo sistema monetario internacional que surgió luego del periodo de entreguerras, Bretton Woods, se basó en la reinstauración del multilateralismo y convertibilidad internacional, bajo un nuevo arreglo cambiario fijo pero ajustable y con fuertes regulaciones a los movimientos de capitales internacionales, tenía el objetivo de fomentar un libre comercio internacional, pero sin los desajustes y problemas del patrón-oro. Lo cual, siguiendo al trilema monetario de Mundell, implicó el fin de la libertad de movimientos financieros globales.

Pero la creciente globalización financiera -que empezó a nacer a fines de los años sesenta- erosionó severamente la política cambiaria basada en unos tipos de cambio fijos pero ajustables del sistema Bretton Woods. Como se observa en el gráfico n°4, en un mundo de alta movilidad de flujos de capital y de controles cada vez más ineficientes, la histórica meta de alcanzar la estabilidad cambiaria empezó a ser abandonada de manera progresiva en favor de la libre flotación. En este contexto, los países tendieron a ser llevados a adoptar políticas que se acercan a los dos extremos, aunque ambos funcionales a la libre movilidad de capitales: fijación total o flotabilidad (Eichengreen, 2008). Sin embargo, la mayoría de los países tendieron a sacrificar una política cambiaria fija en post de la flotabilidad para favorecer a los movimientos de capitales internacionales, pero conservando una importante soberanía monetaria para intervenir en caso de crisis (Obstfeld y Taylor ,2004). ¿Pero cómo ocurrieron estas nuevas tendencias globales?

3.1 Génesis de la Globalización y del No-sistema monetario internacional

Como sostiene Triffin (1960) el sistema de Bretton Woods tenía una contradicción irresoluble de largo plazo, dado la tendencia, cada vez mayor, a la acumulación de déficits de balance de pagos en los Estados Unidos. A finales de los años sesenta e inicios de los setenta

esta cuestión se hizo cada vez más crítica. En esta última década, el ritmo de crecimiento de Estados Unidos y de los demás países centrales comenzó a estancarse, mientras que el desempleo y la inflación comenzaron a crecer a niveles nunca vistos desde la década 1930. Pero a la par de estos hechos, el sector financiero comenzó a tener una "explosión" en su crecimiento (Magdoff y Sweezy, 1987). El aumento de la deuda de los Estados, principalmente los Estados Unidos y la deuda del sector privado financiero y no financiero de los países centrales, se fue retroalimentando con otros procesos que ocurren en los años setenta: los dólares provenientes de los déficits de pagos de Estados Unidos y los dólares en manos de los países de la OPEP producto de los dos grandes shocks petroleros de 1973 y de 1978-79, a lo que debe sumarse el crecimiento de la deuda del "Tercer Mundo". Estos factores fueron los que proporcionaron el combustible para que las operaciones de las finanzas comenzaran a crecer más rápido que las actividades productivas y a tener un mayor peso cuantitativo que estas, en la economía global (Frieden, 2006). Paralelamente, los cambios tecnológicos revolucionarios en materia de información, comunicación y transporte que ocurrieron en este periodo favorecieron, no solo una mayor integración comercial entre los países del mundo globalizado, sino también, un mayor aliciente al crecimiento de las operaciones financieras de distinta índole.

Ante este estado de crisis internacional, grandes cambios tecnológicos y la cada vez mayor financiarización de la economía mundial, el sistema de tipos de cambios fijos con fuertes controles de capitales Bretton Woods quedó obsoleto. Finalmente, en 1971 Estados Unidos lo terminó de manera unilateral con el fin de la convertibilidad del dólar al oro. Como sostiene Ferrer (1976) "el sistema monetario internacional se inserta en una situación histórica determinada y depende la compatibilidad de sus reglas de juego con las tendencias reales de la economía" (p.32) dichas tendencias se expresan en la esfera de la producción, productividad, comercio exterior, movimientos de capitales y el balance de pagos del hegemón dominante. En este caso, si bien el sistema de Bretton Woods produjo por años un crecimiento extraordinario y una profunda integración comercial mundial, la presión de los flujos de capitales y la tendencia decreciente de la tasa de ganancia determinó su obsolescencia.

Como sostiene Arrighi (2002), los años dorados del capitalismo y Bretton Woods coincidieron con una fase del capitalismo de expansión material, principalmente, de producción y comercio de mercancías a niveles extraordinarios, pero a comienzo de la década de 1970, las tendencias reales cambiaron profundamente para dar inicio a una nueva fase de auge financiero o primacía de las finanzas, como ocurrió durante el sistema de patrón oro. Los años centrales de este proceso pueden ubicarse 1968 y 1973, donde los mercados de eurodólares y eurodivisas

crecen en gran tamaño[12] y finalmente se fueron abandonando las paridades cambiarias fijas en post de la flotación:

> la acumulación de una masa creciente de liquidez mundial en depósitos que ningún gobierno controlaba incrementó la presión para que se manipulasen los tipos de cambios de sus monedas y los tipos de interés para atraer o repeler la liquidez mantenida en los mercados extraterritoriales, con el fin de contrarrestar los déficits o superávits de las economías domésticas [...] estas modificaciones continuas en los tipos de cambio y los diferenciales de los intereses a su vez multiplicaron para que se expandiese a su vez ese capital colocado en los mercados extraterritoriales mediante el comercio y especulación con las monedas. (Arrighi, 2002, p.359)

En este sentido, las fuerzas estructurales de la economía global modificaron la esencia del sistema monetario internacional dando lugar a un "desorden monetario internacional" como lo denomina Block (1985). A largo plazo, la ausencia de un sistema monetario global e instituciones que lideraran y controlaran el proceso de globalización de forma eficaz se transformó en un factor de enormes contradicciones sistémicas y de críticas a d icho proceso (Rodrik, 2011). En esta nueva globalización los flujos financieros como las operaciones de divisas extranjeras, los préstamos a gobiernos y sector privado, operaciones bursátiles, distintos derivados financieros, entre otros aspectos de los mercados de capitales, fueron los protagonistas principales de la globalización que se consolidó con toda fuerza a inicios de la década de 1990 (Ferrer, 1999).

En cuanto al estancamiento de los países centrales, luego de una década de crisis de caída de tasa de ganancia e inflación, la cuestión cambió radicalmente a partir del giro monetarista de 1979 en la Reserva Federal de los Estados Unidos. Donde el alza de la tasa de interés del organismo produjo una fuerte reducción de la inflación a costa de la caída de la actividad y atrajo capitales de todo el mundo, pudiendo así financiar los desbalances externos, paralelamente a la instalación del dólar (ya fiduciario) como moneda internacional dominante. Cabe destacar que el giro monetarista de la Reserva Federal fue parte de una tendencia global de políticas pro mercado o neoliberales, que empezaron con el "consenso bipartidista[13]" de

[12] En 1979 las operaciones con divisas eran aproximadamente de unos "17,5 trillones de dólares, 11 veces el total del valor del comercio mundial (1,5 trillones de dólares). En 1984 las operaciones con divisas habían alcanzado 35 trillones de dólares, 20 veces el comercio mundial que creció solo un 20%" (Arrighi, 2012, p.359).

[13] Howard Zinn (1997) destaca que la génesis del neoliberalismo en Estados Unidos no es atribuible, exclusivamente, a la presidencia de Ronald Reagan, sino que en la gestión demócrata anterior ya se sucedieron importantes cambios en esa dirección; además de que las gestiones posteriores a Reagan, como las del republicano George Bush y el demócrata Bill Clinton, serían las encargadas de consolidar, definitivamente, un modelo de sociedad y economía neoliberales. Por ello el término "consenso bipartidista".

EE.UU y con la llegada de Margaret Thatcher en Gran Bretaña, donde ambos casos se caracterizan por la adopción de políticas basadas en la administración de la oferta de dinero, desregulación económica, privatización y desregulación[14], que terminarían aminorando la inflación y recomponiendo la tasa de crecimiento (Anderson, 2003).

Por último, este cambio ideológico y académico no se correspondió a una cuestión de mejor cientificidad teórica por sobre las teorías económicas de la síntesis neoclásica-keynesiana de la época de Bretton Woods, sino que se debió a que fue la forma ideológica que mejor acompañó las transformaciones estructurales del capitalismo, más financiero y de una complejidad de la división del proceso de producción a escala global mucho más alta que el periodo previo, al que también debe sumarse el componente informacional (Harvey, 2007).

3.2 La política cambiaria en un no sistema monetario internacional

Como se mostró en el gráfico n°4, desde inicios de los años setenta a mediados de los noventa la política cambiaria de la economía global tuvo una tendencia hacia los regímenes cambiarios flexibles o flotantes. Aunque en gran parte de los casos esto no implicó una flotabilidad libre, sino que fue acompañada políticas activas de los gobiernos. Esto marcó una diferencia fundamental con la globalización que se dio durante el patrón oro. Por otro lado, si bien los regímenes fijos tendieron a ser abandonados, en algunos casos una rigidez cambiaria más fija o extrema se convirtió en una alternativa de política cambiaria para economías pequeñas o economías en desarrollo con problemas de inflación o en proceso de liberalización financiera y comercial (Eichengreen, 2008). Estos procesos de tendencia a la polarización de las opciones de política cambiaria empezaron en dos fases: una a mediados de los años setenta y otra a inicios de los años noventa (Frieden, 2016).

En el centro del capitalismo, en el caso de EE. UU y Japón, predominó, desde un comienzo, una clara tendencia a la flotación con márgenes de intervención. Mientras que el caso europeo se caracterizó por una política internacional de cooperación monetaria que se enmarcó en el creciente y cada vez más fuerte proceso de integración monetaria europea que terminaría con la creación de una moneda común: el Euro (Eichengreen, 2008).

En los países más grandes de América Latina y otros países en desarrollo, la opción por regímenes fijos más duros fue la más recomendada por organismos internacionales. Primeramente, durante la década de 1970, en América Latina. Luego, a inicios de los años noventa, ya de manera más generalizada, cuando también se incorporaron a la globalización

[14] Puede mencionarse como precursora a estas dos experiencias el caso chileno de la dictadura de Pinochet instalada en 1973, donde por primera vez, equipos de economistas monetaristas formados en EE. UU, logran llevar a cabo políticas económicas de este corte.

financiera los países del sudeste asiático y los antiguos países de la URSS. En todas estas economías en desarrollo o en transición a una economía de mercado, el apego a una paridad fija de una moneda más fuerte fue lo que primó.

Visto desde el trilema monetario, esto se debía a que estas economías eran muy débiles para iniciar un proceso de liberalización financiera con un régimen flotante, dadas las fluctuaciones que esto podía conllevar. Por lo cual, un tipo de cambio fijo permitiría una mayor estabilidad, una apertura incluso mayor; también mantendría a los gobiernos en una política monetaria y fiscal disciplinada. Pero en la práctica, estos modelos tendieron a generar crisis de balanza de pagos y de deuda, que posteriormente se tradujeron en crisis monetarias y bancarias.

En cuanto a América Latina, que fue una región de temprana inserción en el proceso de globalización financiera (Marichal, 2010), se destaca la enorme centralidad que adquirió la política cambiaria. En estos países la tendencia a tipo de cambio reales altos y con inflación estructural, el contexto de inflación mundial de los años setenta impuso serias restricciones al modelo de desarrollo de los países que no eran petroleros. En estos casos como el de la Argentina (también Brasil, Chile, México) las crisis inflacionarias y los desbalances en las cuentas externas, llevó a la opción de liberalizar la cuenta capital acompañada de un sistema de fijación o prefijación del tipo de cambio.

En estos casos la liberalización financiera y la estabilidad cambiaria provocaron una caída abrupta del tipo de cambio real y produjeron procesos de apreciación cambiaria, a la vez que tuvieron como objetivo frenar la inflación e iniciar procesos de apertura económica generalizada. Dichas políticas eran influenciadas por las doctrinas monetaristas de la Universidad de Chicago, la cual introdujo el "enfoque monetario del balance de pagos"[15] que fue adoptado, junto al esquema de "tablita" de prefijación del tipo de cambio , por las dictaduras de Argentina y Chile (Frieden, 2016,p.195).

La cuestión se profundizó más por los procesos que ocurrieron en la década de 1980: la democratización y la transformación estructural hacia la apertura económica que se combinaron con grandes crisis inflacionarias y de endeudamiento externo. Procesos que se repite a inicios de la década de 1990 –olvidando la experiencia de fines de los años setenta–los

[15] El enfoque monetario o monetarista de la balanza de pagos tiene una lógica similar al modelo del *specie flow model* de David Hume, aunque en vez de situarse en los cambios en los precios relativos se centra en el exceso de la oferta y demanda de dinero sobre el saldo de ingresos y gastos. Para analizar los desequilibrios en la balanza de pagos, los monetaristas no acuden a la balanza comercial ni a la cuenta corriente, sino que para ellos es el balance de reservas el cual está determinado por la política de gasto del gobierno. En ese sentido, el desequilibrio siempre es monetario y se corregirá de forma automática sin necesidad de intervención gubernamental, siempre y cuando se busque el equilibrio fiscal y haya plena apertura externa (Villareal, 1986).

procesos de liberalización unidos a una fijación cambiaria se repetirían y profundizarían con los mismos resultados catastróficos (Frenkel, 2003).

3.3 La inestabilidad financiera

La flexibilidad de los tipos de cambios que emergió luego del fin de Bretton Woods causó enormes problemas económicos, a la par que reforzaba los flujos de capitales a escala internacional que beneficiaban a bancos, empresas multinacionales y grandes inversores privados. La inestabilidad financiera previa a 1929 volvió a presentarse (Marichal, 2010, p.184). El economista e historiador Charles P. Kindleberger y el economista Hyman Minsky fueron de los primeros en señalar el retorno de la inestabilidad financiara. Como observan Eichengreen y Bordo (2002) para el periodo 1973-1997, en el mundo desarrollado se contabilizaron 44 crisis y en economías periféricas un total de 95, lo que contrasta enormemente con los años de Bretton Woods. Incluso las crisis bancarias y las crisis gemelas que en economías centrales habían desaparecido volvieron a presentarse nuevamente. Además, de la fluctuación cambiaria que llevó a crisis en el mundo desarrollado, como la de los distintos sistemas monetarios implementados por los europeos y la crisis hipotecaria en Japón. La aplicación de una política de fijación cambiaria jugó un rol central en la tercera ola de crisis en economías emergentes como la crisis asiática, la Argentina, Brasil y Turquía. (Eichengreen, 2008; Krugman, 1997; Stiglitz, 2008).

Kindleberger (2013) destaca cuatro olas de crisis financieras que surgen durante la globalización en distintas economías alrededor del globo[16]. Para el autor todas estas crisis –que se dieron en una amplia gama de países con distintos niveles de desarrollo e ingresos– tenían una dinámica similar que se originó en la inestabilidad inherente a la liberalización financiera. Los flujos de capitales que circulan libremente entran en una economía o actividad económica particular tienden a generar un periodo de "manía", estos aumentan los componentes macroeconómicos y la sobrevaluación de la moneda –si se trata de un país– o el precio de un activo financiero. Las expectativas de ganancias crecen junto a el crédito que retroalimenta esas expectativas, los precios de dichos activos suben produciéndose una burbuja. A su vez, el crédito cada vez más cubre inversiones arriesgadas, provocando una tendencia mayor al apalancamiento.

[16] Una primera ola comienza a inicios de los años ochenta con la crisis de deuda de América Latina (énfasis en Argentina, Brasil, Chile y México) y en decenas de países el tercer mundo. La segunda es un proceso que se da a fines de esta década e inicios de 1990 en el sistema monetario europeo y en Japón. La tercera es la burbuja del auge de los "emerging markets" durante toda la década de 1990 (Argentina, Brasil, México, Rusia y los Tigres Asiáticos) y la burbuja del NASDAQ de EE. UU en 1999-2000. Y, por último, la cuarta ola, se da en el centro del capitalismo global con la crisis de 2008 en EE. UU y los efectos sobre la Zona Euro (Kindleberger,2013).

En este punto, Kindleberger (2013) toma la teoría de la "inestabilidad financiera" de Minsky (1992), quien sostiene que los bancos –en tanto agentes económicos que buscan beneficio– son una pieza clave de la economía y del ciclo económico, dado que el principal agente económico de financiación. Estos ciclos –de no mediar controles y regulaciones– tienen una dinámica donde la relación rentas-deuda tiene a pasar por tres tipos de relaciones financiación: cubierta, especulativa y Ponzi. Cuando se llega a estas últimas, el ciclo económico tiende a generar crisis provocadas por el exceso de apalancamiento en la burbuja financiera. Los beneficios se frenan y aparece la etapa de "pánico" donde los agentes económicos tratan de deshacerse de los activos o salen de una economía, en forma de "manada", provocando la crisis; generalmente produciéndose crisis bancarias, de deuda, muchas veces monetarias o una combinación de todas en el peor de los casos.

A partir de esta teoría se pueden explicar las crisis de la globalización, tanto en las economías desarrolladas como en las economías en proceso de reformas estructurales y de renegociación de deuda, como fue el caso del Plan Brady en las economías emergentes de inicios de los años noventa. En estos procesos de reforma y liberalización (donde el caso argentino de 1991-2001 fue paradigmático) hubo tendencias a la formación de burbujas financieras por capitales internacionales que entraban a partir de la liberalización de los pequeños sistemas financieros de estos países y por la privatización de activos de empresas públicas. Esto generó el aumento del crédito del ciclo económico y alimentó el crecimiento de la economía, junto con la apreciación monetaria y el desequilibrio de las cuentas externas. Finalmente llegó un momento previo a la ruptura del esquema cambiario fijo, en donde estos capitales huían en manada, desatando crisis monetarias y en algunos casos extremos, crisis bancarias y de deuda como la Argentina en 2001. Como sostiene Frieden (2006):

> Comenzando en Europa en 1992, los choques se dispararon de un continente a otro: México, Asia Oriental, Rusia, Brasil, Turquía, Argentina y más allá. Cada ronda involucró cientos de miles de millones de dólares, atrajo a instituciones internacionales, inversionistas privados y gobiernos nacionales, y amenazó la estabilidad misma de la economía internacional. (p.441)

El problema central era que los mercados de capital tienen fallas inherentes y la teoría neoclásica que ha fundamentado y sustentado la liberalización de los mercados de capital planteaba justamente lo contrario (Stiglitz, 2008). La teoría neoclásica se basa en mercados de capitales perfectos, con información y competencia perfectas. Donde estos ciclos de irracionales de "euforia" y "pesimismo" no eran contemplados inicialmente en los procesos de liberalización y reforma. Los organismos internacionales como el Banco Mundial y el FMI que

tenían un rol central en las economías periféricas en procesos de reformas estructurales o en economías en transición a una economía de mercado, propiciaron la apertura de las cuentas de capital y la desregulación general del sistema financiero tomando como base los modelos de mercados perfectos y que los flujos de capitales internacionales irían a aquellos lugares que eran necesarios generando inversiones y crecimiento económico (Rodrik, 2011).

Con una gran presión de los grandes flujos de capitales sobre las monedas nacionales y el auge de la globalización, la resolución del trilema monetario privilegiando la libre movilidad de capitales como objetivo central se volvió común y la opción de los extremos de flotación o fijación fuerte se volvieron las recomendaciones centrales a tomar, donde las economías periféricas lo hicieron a través de un régimen de cambio fijo (Nudelsman, 2017). Pero como sostiene Tobin (1996) la discusión entre regímenes fijos o flexibles es obsoleta dado que ambas son vulnerables a la verdadera problemática de la era de la globalización:

> ambos regímenes son vulnerables a los movimientos de capital a través de las monedas. Ambos implican tipos de cambio variables e invitan a las transacciones a beneficiarse de diferenciales de intereses y movimientos de tipos de cambio. En un régimen de tasa flotante, esos movimientos ocurren en los mercados, sobre todo como resultado de transacciones privadas, aunque a veces también con intervenciones oficiales en divisas. En un régimen de tasa fija, los cambios en las paridades que los gobiernos nacionales y los bancos centrales están comprometidos a mantener implican decisiones oficiales deliberadas, generalmente forzadas por la incapacidad de un gobierno para cumplir con los compromisos anteriores. (Tobin, 1996, p.1)

El debate en torno a los tipos de cambio evadía y ocultaba el problema principal de los desequilibrios económicos: la excesiva movilidad del capital financiero internacional. Dado que es difícil para las economías y los gobiernos adaptarse a los movimientos masivos de fondos, a través de los intercambios extranjeros sin penuria y sin un significante sacrificio en los objetivos de la política económica internacional con respecto al empleo, la inflación y la producción (Rodrik, 2011). Dicha cuestión se vería reflejada con dureza para el caso argentino y su inserción en la globalización neoliberal a partir de sus dos momentos de auges en América Latina, fundamentalmente los años de la Ley de Convertibilidad de 1991-2001.

Capítulo 4: Los Años de la Convertibilidad de 1991-2001

A comienzos de 1991 un nuevo brote inflacionario amenazó con provocar una tercera hiperinflación: el gobierno de Carlos Menem (1989-1999), luego de preparar el terreno y en un mejor contexto internacional financiero, caracterizado por un periodo histórico de auge en los mercados de capital –donde la periferia fue la más favorecida–[17] y por tasas de interés internacionales muy bajas (gráfico n°5), introdujo el cambio más rotundo y característico de su gobierno: la Ley de Convertibilidad. Paralelamente, a estos procesos globales se los acompañó localmente por un histórico y profundo realineamiento geopolítico, a partir de la consolidación de las reformas estructurales tan solicitadas por los organismos financieros internacionales y la alineación internacional absoluta con EE.UU. (Miguez, 2013).

Aplicando la ley de Convertibilidad, el gobierno tuvo la capacidad de evitar el estallido inflacionario y en algunos pocos meses logró estabilizar el nivel de precios. Inicialmente, durante 1991, 1a ley 23.928 fijó un tipo de cambio de 10.000 australes por dólar y en enero de 1992, se restauró el peso a la paridad: un peso por dólar. Siguiendo la misma lógica monetarista que la justificó (que la inflación argentina era un fenómeno monetario gestado por la emisión), también se dijo que con sólo eliminar el déficit fiscal y mantener una política monetaria estricta, la misma iba a ser sustentable en el tiempo (Rapoport, 2017).

Con dicha ley se convirtió al Banco Central en una caja de conversión, dado que según el artículo 4 de la Ley se establecía la libre disponibilidad de divisas del banco central equivalentes al 100% de la base monetaria. Pero, contrariamente a la filosofía liberal que legitimaba este sistema, se estableció una obligatoria y compulsiva desindexación de los precios y contratos previos a la Ley[18]. Además, lejos de ser un instrumento meramente técnico, esta medida implicó una fuerte transformación de las estructuras económicas y sociales, dado que el régimen monetario subordinó a su lógica a otras estructuras como la histórica relación salario-Estado. Según Boyer y Neffa (2004):

> En efecto, hasta los años setenta, la relación salarial y el estado constituían las dos formas institucionales dominantes, el régimen monetario de cambio se adaptaba, en consecuencia, como forma dominada. A partir de comienzos de los años noventa, el régimen monetario y la inserción internacional, vector del fortalecimiento de la

[17] Esta cuestión se observa en la tabla n°2.
[18] Véase artículo n°11 de la Ley de Convertibilidad.

competencia, determinan muy fuertes restricciones a la transformación del papel del estado y de la relación salarial. (p.29)

En ese sentido, además de frenar la inflación, este instrumento técnico logró convertirse en el instrumento definitivo de reestructuración de la economía argentina, que pasó hacia un modelo económico de productividad intensiva basado en la apertura económica a partir de las ventajas naturales del país y de dependencia de flujos de capital externos. Todo ello conforme a las formas institucionales que se imponían económicamente en el mundo de la globalización a partir del Consenso de Washington (Boyer y Neffa, 2004).

En cuando a sus resultados, en primer lugar, se destaca que la medida tuvo un efecto casi inmediato sobre la estabilidad de precios, por lo cual generó en la población, un clima de absoluta estabilidad, aunque la misma –además de la política monetarista estricta– descansaba en la contención de precios provocada por la avalancha de bienes importados, principalmente, por salarios reales bajos combinados con un desempleo creciente (Schvarzer, 2008). En segundo lugar, como se observa en el gráfico n°6,el crecimiento del PBI fue espectacular en los primeros años, pero si se toma el porcentaje de crecimiento en los 10 años de convertibilidad el crecimiento fue pobre[19].

Visto de manera desagregada, tanto para Argentina como para América Latina, se observan en este periodo distintos ciclos de crecimiento y decrecimiento que se relacionaban directamente a la dinámica de los flujos de capital externos[20] (Calvo y Talvi, 2008). En Argentina el primer ciclo expansivo se dio entre 1991- 1994, el cual terminó con la crisis de 1995 que dio inicio a un endeudamiento externo creciente (gráfico n°8); un segundo ciclo expansivo entre 1996-1998; y finalmente, un ciclo recesivo que comenzó a fines de 1998 y se profundizó, progresivamente, hasta su crisis final en 2001. De este modo, las dinámicas expansivas y recesivas, como los periodos de crisis, se pueden explicar por factores exógenos y no propios de la política económica interna del país ni, mucho menos, por los mecanismos cuasi milagrosos que se le atribuyeron a la Ley de Convertibilidad.

Estas dinámicas de los flujos de capitales internacionales estaban determinadas por las características del capitalismo global de inicios de la década de los años noventa y obedecían a factores objetivos de los mercados financieros de los países desarrollados (Calvo y Talvi, 2008; Ferrer,1999; Marichal, 2010; Schvarzer, 2008). Por lo cual, se puede sostener la vigencia del pensamiento centro-periferia del estructuralismo latinoamericano. Enfoque que no es

[19] Pese al enorme crecimiento del primer y segundo periodo de auge de la Convertibilidad, "el total del periodo 1991-2001 fue de un 2,7%" (Basualdo, 2010, p.311).
[20] Véase gráfico n°7 y la tabla n°2.

desechado por técnicos y catedráticos de la ortodoxia académica de los principales centros de altos estudios del mundo –más allá del énfasis fiscalista de estas teorías–. Lo cual marca una diferencia con la ortodoxia económica local que legitimaba y elogiaba el régimen de convertibilidad[21].

Por ello, el objetivo de este capítulo será desarrollar en profundidad los tres ciclos de la convertibilidad a la luz de los condicionamientos de la economía global y la lógica de los mercados financieros centrales, para explicar su génesis, dinámica y crisis final.

4.1 Primer ciclo de la Convertibilidad. Entre el auge de los mercados financieros globales y la Crisis Mexicana (1991-1994)

4.1.1Desempeño macroeconómico general

Como se ha dicho, los primeros años de la Convertibilidad fueron de un desempeño macroeconómico extraordinario. El PBI creció a un ritmo de 10,5% en 1991, 10,3% en 1992, 6,5% en 1993 y 5,8% en 1994. La estabilidad de precios fue su primer logro inmediato: el año 1991 terminó con una inflación del 21%, lo que representa un avance sobresaliente con respecto a índices anteriores de inflación anual, por ejemplo, en los ochenta los números eran de tres cifras. Los datos indican que se produjo una fuerte expansión de la actividad económica, como consecuencia de la recuperación del crédito, el consumo y la inversión. Además –en sintonía con la nueva regla monetaria– una sustancial reducción del déficit fiscal en este primer ciclo (gráfico n°9). También hubo una reducción temporal de la pobreza producto de la contención de la inflación, aunque el empleo no mostró ningún signo positivo, sino que inició una lenta –pero firme– tendencia a decrecer (gráfico n°10).

Durante este periodo, la nueva regla monetaria fue acompañada de otras profundas medidas de política económica, como una rápida liberalización del comercio, la desregulación total o parcial de la mayor parte de los mercados y sectores económicos, un profundo proceso de privatizaciones (el segundo más amplio luego de la antigua República Democrática Alemana), una búsqueda de superávit fiscal y una liberalización financiera total (Nochteff,

[21] Al respecto véanse los trabajos pioneros de Díaz Alejandro (1984) y Díaz Alejandro y Bacha (1981) quienes desde una perspectiva ortodoxa académica remarcan la exogeneidad de los factores financieros globales que afectaron las economías periféricas e incidieron en sus crisis, a inicios de los años ochenta, más allá de sus "buenas" o "malas" políticas internas. Cuestión que precede a los enfoques que hacen énfasis en los "sudden stops" que se desarrollan en los trabajos de economistas ortodoxos como Calvo (1998) y Kaminsky y Reinhart (1999). En cuanto a los trabajos de la "ortodoxia local" nucleados en el Centro de Estudios Macroeconómicos Argentinos y fundaciones como Mediterránea y FIEL, Schvarzer (2008) destaca que prácticamente no se hacían menciones al funcionamiento del balance de pagos en una economía abierta a los flujos de capital y con moneda convertible, donde se le otorgaba a la "confianza" interna el rol más importante para mantener el buen funcionamiento de la economía.

2001, p.2). Aunque cabe destacar un aspecto importante, dado que, en los años de la Convertibilidad la misma dependió de las entradas positivas en la cuenta capital y del endeudamiento externo hay que tener en cuenta el contexto financiero favorable. En ese sentido Damill (1997 y 2000) destaca que entre 1990 y 1994 coincidió con una fuerte reducción de las tasas de interés internacionales lo que provocó un enorme flujo de capitales de los países centrales a los mercados emergentes. De hecho como puede observarse en la tabla n°2 , los ingresos netos de capital en América Latina entre 1992 y 1994 superan por mucho el periodo más largo de 1983-1991.

En ese sentido, se puede observar el comienzo de un ciclo de auge caracterizado por un boom posterior a una liberalización financiera que trajo efectos positivos en el consumo y la inversión, pero con una tendencia a un fuerte desequilibrio externo. Lo que finalmente, se tradujo en una vulnerabilidad a los shocks externos, cada vez mayor, que encaja con las denominadas trampas financieras (Frenkel, 2008), o la explicación de crisis gemelas del modelo de tercera generación de crisis de balance de pagos (Kaminsky y Reinhart ,1999). Como sostiene Figueroa (1998):

> por su naturaleza, la concentración financiera sustenta el crecimiento real de bienes y servicios a escala mundial y también da origen a mega-procesos especulativos sobre monedas y mercados, inyectando una extrema volatilidad y dependencia a los procesos nacionales de desarrollo (p.77).

Se puede sostener que en estos años de extraordinario crecimiento, ya estaban a la vista las inconsistencias del modelo y la imposibilidad de su sustentabilidad en el largo plazo. A continuación, se enumeran las principales inconsistencias para un proceso de crecimiento y desarrollo sostenido.

En primer lugar, como se observa en la tabla n°3, la balanza comercial fue ampliamente deficitaria en la mayoría del periodo, a excepción de 1995 y 1996. El contagio y las repercusiones de la Crisis Mexicana provocaron, en dichos años, la salida masiva de capitales del país. Lo mismo ocurrió en los últimos dos años de vida de la Convertibilidad, periodo en el que fue imposible seguir financiando el consumo de importaciones.

La cuenta corriente –que fue negativa en todo el periodo– y balanza comercial, decrecieron en el primer lustro de década. Se destaca la tendencia más pronunciada de las importaciones –aunque las exportaciones también tuvieron una tendencia a subir–. Según Nochteff (2001), las importaciones crecieron: “mucho más que lo que hubiera correspondido a las diferencias temporales entre el “boom” de demanda y el proceso de incremento del output” (p.9), la situación superavitaria de 1991 pasó a ser deficitaria ya para 1992, cuando las

importaciones crecieron un 86%, el primer año de la Convertibilidad. Nochteff destaca este momento como el de la peor situación en el sector industrial: el déficit comercial creció tres veces entre 1991 y 1992 y cuatro entre 1991 y 1994. A grandes rasgos, el autor plantea un sesgo importador, dado que las importaciones pasaron de 4.6% a 11.5% del PBI, mientras que las exportaciones de 10.4% a 9.8% del mismo, entre 1990-1999.

En relación a ello algunas grandes tendencias en el sector industrial de toda la década, rápidamente pueden ser observables en los primeros años de la Convertibilidad: la primarización del sector; la concentración y reducción de establecimientos industriales; la consolidación de empresas oligopólicas de alta intensidad de capital y el surgimiento de un elevado desempleo y subempleo (Basualdo, 2010; Rougier y Schorr, 2014).

En cuanto a la primarización del aparato industrial, el censo industrial de 1994 mostró similares resultados al de 1946. En dicha época el país contaba con 85.000 establecimientos industriales que ocupaban 1,1 millones de personas, con una población activa de 6 millones de personas. Pero, para 1993, la población activa era casi el doble a la de ese momento, lo cual indica el enorme retroceso de dichos años y los acontecidos desde 1976. Además, se profundizó la desintegración de la industria local –el coeficiente de integración pasó del 42% al 34% entre 1973 y 1994– y las industrias locales con ventajas comparativas (alimenticia, petróleo y petroquímica) o con excepciones de protección –como la automotriz o la industria de Tierra del Fuego–que eran oligopólicas, concentraron el 65% de la producción industrial y el 75% de las exportaciones del sector (Basualdo, 2010).

En cuando a la evolución del mercado laboral la tendencia del gráfico n°11 es clara: durante el periodo de auge de la convertibilidad, el desempleo se había duplicado para 1995, mientras que el empleo no tendió a crecer, sino que se redujo brevemente. Por ende, el régimen convertible no implicó cambio alguno para la capacidad de generar empleo, sino lo contrario, profundizó las tendencias heredadas de la última dictadura. Por ello, el costo a pagar por la estabilidad de precios fue un creciente desempleo.

La otra gran consecuencia fue el creciente endeudamiento externo, que se usó para cubrir los déficits de cuenta corriente –tanto público como privados- y las reservas del banco central (Damill 2000 y Nochteff 2001).

En cuanto a estas últimas, y por ende , la evolución de la base monetaria –dado que se trata de un esquema caja de conversión– se debe destacar que en entre 1991-1994 se produjo un sostenido crecimiento de ambas variables, como se observa en el gráfico n°12. En el contexto de auge financiero externo, el BCRA logró acumular constantemente divisas y la base monetaria volvió a crecer luego de la crisis hiperinflacionaria. Resulta enfatizable, que si bien

todo el periodo se caracteriza por una fuerte restricción monetaria donde la base monetaria quedaba atada a la suerte de los mecanismos automáticos del sistema, con el manejo de las reservas no sucedió lo mismo. En primer lugar, la ley 23.928 si bien liga obligatoriamente la expansión de la base monetaria a las reservas, con estas no ocurre lo mismo si se expanden a mayor velocidad que la primera, algo que ocurrió en gran parte del periodo analizado y que profundizó la restricción monetaria (véase gráfico n°12). En segundo lugar, no hubo una clara definición de "reservas de libre disponibilidad" en la ley mencionada anteriormente, como ha observado Schvarzer (2008): "el monto de las reservas depende, lógicamente, de los criterios utilizados para su medida. Basta modificar el criterio para cambiar el resultado" (p.15). En este periodo y posteriormente, el BCRA en sus informes y boletines mencionaba montos de reservas que diferían entre sí y que respondían a definiciones *ad hoc* de las reservas. Dependiendo de la definición de reservas, los montos de las mismas cambiaban significativamente, sobre todo a partir de la introducción de la "contabilidad creativa" en el contexto de la crisis que comenzó a finales de 1994 y que se desataría, plenamente, en 1995.

4.1.2 El Plan Brady: Inicio de un nuevo ciclo de endeudamiento externo

La cuestión de la deuda externa fue una cuestión central del periodo 1991-2001, dado que comenzó un nuevo ciclo de endeudamiento externo masivo, íntimamente relacionado con los procesos de reformas estructurales basadas en el Consenso de Washington (Kulfas y Schorr, 2003). La Argentina, que ya había avanzado en algunas reformas en el inicio del gobierno de Menem, concretó definitivamente el proceso con la ley de Convertibilidad y la incorporación del país al Plan Brady. Entre 1990 y 1992 se procedió a la privatización completa o parcial de importantes empresas del Estado como Entel, Gas del Estado, Aerolíneas Argentinas y SEGBA, cuyas acciones sirvieron para rescatar títulos de deuda. Donde se destaca la privatización del sistema previsional argentino que dio lugar a las AFJP, debido a que el Estado perdió una principal fuente de financiamiento que a la larga profundizaría el déficit fiscal (Basualdo, 2010 y Schvarzer, 2008).

La negociación del Plan Brady y las nuevas deudas tomadas por el Estado consolidaron la misma tendencia de entregar activos públicos por deuda como se observa en la tabla n°4. Tanto en Argentina, como en América Latina, en la primera mitad de la década de 1990 hubo enormes ingresos por privatizaciones, siendo el caso argentino uno de los más importantes. En cuanto a la adhesión de la Argentina al Plan Brady, este le permitió canjear la deuda con bancos comerciales por Bonos Brady de 30 años los que se cotizarían en diversos mercados,

permitiendo atomizar los acreedores y acceder a quitas sustanciales en capital y tasas de intereses.

Así, la privatización de activos públicos y el acceso al Plan Brady –sumado a otras reformas como la desregulación económica y la liberalización financiera plena– se presentaban por parte del gobierno, como la solución "definitiva" al problema de la deuda externa argentina. Nada más alejado de la realidad (Kulfas y Schorr, 2003).

En los primeros años de la Convertibilidad la deuda no solo no se reduce, sino que aumenta más de 10.000 millones de dólares –pasando de un poco menos de 60.000 millones de dólares a más de 70.000 millones dólares– exhibiendo una clara tendencia a seguir aumentando. Se observa una importante reestructuración de la misma que pasó a ser, en su mayor parte, de bonos públicos que en el contexto de los años noventa, al ser la Argentina una economía de los llamados mercados emergentes, tenía una sustancial atracción para inversores internacionales –incluso luego de sortear la difícil prueba del efecto tequila en 1995–. Aunque, como se verá a continuación, el contexto externo para los bonos argentinos se tornaría crítico luego de 1998.

La explicación de por qué el endeudamiento externo siguió aumentando sale a la luz si se observa el balance de pagos. Como se ha dicho, la cuenta corriente tanto pública como privada durante la Convertibilidad fue deficitaria desde un primer momento: el balance de pagos total se mantenía solo a partir de entradas por la cuenta capital. En el periodo 1991-1994 el balance de cuenta corriente fue de un déficit de 8.908 millones de dólares mientras que, la cuenta capital y financiera tuvo superávit de 11.842 millones de dólares, dando un saldo positivo de 2934 millones de dólares en el balance de pagos. Como se ha remarcado, dicha dependencia de la cuenta capital fue la problemática central. Los capitales externos en este contexto eran altamente volátiles y el endeudamiento no podía ser ilimitado. La excepción de este periodo fue que el balance de pagos privado era superavitario por las importantes inversiones extranjeras directas; aunque, cabe destacar que las mismas no tuvieron el efecto que se decía que iban a tener. Debido a que fueron a activos ya existentes y porque tenían una alta tasa de remisión de utilidades. A partir del inicio del último ciclo de crisis, como demostró Damill (2000), el sector público se haría cargo del déficit del sector privado, con la única herramienta disponible a su disposición: el endeudamiento.

En relación a esto último, puede observarse en los años de la Convertibilidad una nueva fase de valorización financiera basada en el endeudamiento externo y el tipo de cambio fijo. Basualdo (2010) sostiene que el primer ciclo de la Convertibilidad coincide con un alto diferencial en las tasas de interés internas muy superiores a la internacional, siendo un

importante atractivo de capitales exteriores que se valorizaban internamente y que luego, en la crisis de 1995, tendieron a salir rápidamente. Por otro lado, la transferencia de recursos de capitales locales en el exterior fue aumentando en la medida que lo hacía el endeudamiento externo.

4.2 La crisis de 1995

El primer semestre de 1995 se caracterizó por una enorme salida de capitales al exterior; entre diciembre de 1994 y marzo de1995 las reservas cayeron 5.832 millones de dólares, se redujeron de los depósitos bancarios (M3 se redujo de 44.000 millones de dólares en diciembre de 1994, a 36.000 millones seis meses después), hubo bajas del 45% en los bonos argentinos y un alza de la tasa de interés (37% en dólares y 47% en pesos) para las primeras firmas nacionales (obviamente, el costo del crédito para el resto era mayor). Como se puede observar, el epicentro de la crisis fue el sistema financiero y bancario argentino, aunque sus efectos se trasladaron sobre la economía real. Pero la crisis desatada sobre la economía real no apareció en el diagnóstico del gobierno argentino en el informe enviado al FMI. Esta institución –ya rectora de la economía del país– tuvo un importante papel en la resolución de la crisis, dado que la Argentina fue un pilar central para contener el efecto contagio[22] de la crisis del tequila en la región. Mediante préstamos del FMI se logró la expansión de las reservas, evitando así, el fantasma de la devaluación y el default (Brenta, 2008; Zícari, 2014).

Calcagno (1997) muestra la vulnerabilidad que tenía el del sector financiero argentino como también del sistema de convertibilidad en general, particularmente por su tendencia a la ampliación de las coyunturas pro-cíclicas. En su artículo, el autor destaca varias cuestiones: primeramente, el grado de vulnerabilidad del sistema bancario desde el establecimiento de la convertibilidad y la intervención del BCRA que evitó en gran parte el ajuste en el sistema bancario, a través de la pérdida de la liquidez y el encarecimiento del crédito. Durante el segundo ciclo de crecimiento, los depósitos y el crédito aumentaron, aunque este último estuvo centralmente vinculado al aumento de las importaciones. La naturaleza de los pasivos del sector bancario estaba conformada, esencialmente, por depósitos en moneda nacional de un 45% en plazo fijo, de los cuales el 90% era de corto plazo entre 30 y 90 días, mientras que los depósitos en dólares más del 90% eran plazos fijos de un poco más de tiempo, aunque la naturaleza de corto plazo de los pasivos bancarios muestra, claramente, el grado de vulnerabilidad del sistema

[22] Lejos del fundamentalismo de mercado que predica el FMI y la teoría neoclásica, la Crisis Mexicana se caracterizó por una intervención masiva y activa, a nivel mundial, de la institución, para evitar una crisis generalizada. Mientras que, a la vez, sus principales economistas promovían la liberalización de los mercados de capitales a nivel mundial, aludiendo a la efectiva asignación de recursos y de equilibrio que resultarían de dicha liberalización (Rodrik, 2011).

en un contexto de plena movilidad de capitales y de alta volatilidad, como se demostró en esta crisis[23].

Como se ha destacado, el sistema de caja de conversión tiene escasas herramientas técnicas y en teoría, no debería tener "políticas" para hacer frente a una coyuntura de entrada o salida masiva de capitales. Bien es sabido que uno de los pilares fundamentales del sistema es la libre movilidad de capitales y su confianza –principal atributo- reside en ello. En un sistema cambiario de este tipo, la liquidez interna, por ende, la actividad económica en general, se ve claramente afectada por los ajustes "automáticos" del sistema, vía caída de precios, gastos fiscales, reducción de liquidez y alza de interés. Pero, en el sector bancario/financiero, las cosas fueron distintas. El BCRA intervino, ampliamente, para garantizar la supervivencia del sistema que dependía de la resolución de la crisis bancaria que se estaba gestando; mostrando claramente que los mecanismos automáticos y la viabilidad del sistema solo pueden existir en un mundo "ideal" –como los supuestos en los que se basa la economía neoclásica, que no se alejan demasiado de la fantasía–.

Dicha intervención también mostró, como sostuvo Frieden (1991), que la política cambiaria relacionada a la apertura financiera tiene profundos intereses sectoriales. En ese sentido, el sector financiero fue el sector privilegiado de los hacedores de política. El BCRA intervino tanto por acción como por omisión, como sostiene Calcagno (1997): "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." (p.78). Para ello hubo una activa intervención para evitar la pérdida de liquidez provocada por la salida masiva de divisas.

Primeramente, el BCRA redujo los encajes bancarios y se convirtieron a dólares, para señalar la disposición de la autoridad monetaria por mantener el tipo de cambio; en segundo lugar, el BCRA cobró tasas de interés inferiores a las entidades que no podían cumplir los encajes mínimos y toleró que algunas entidades bancarias incumplieran con las obligaciones con sus clientes. En tercer lugar, se buscó formar una red de entidades financieras, haciendo que las más sólidas prestaran liquidez a las más débiles y se buscó la eliminación de entidades financieras débiles vía cierre o absorción de los eslabones más pequeños del sistema bancario, a la par, se buscó una mayor participación de bancos de capital extranjero en el sistema financiero argentino, dado que se planteaba como algo que fortalecería al mismo (Vernengo y Sember, 2018).

[23] Cabe destacar que, durante la fase de auge de la Convertibilidad, los depósitos bancarios crecieron de5.500 millones de dólares, en 1991 a 20.550 millones de dólares, en 1994 (Calcagno, 1997).

Por último, se utilizó al Banco Nación (entidad pública), como una fuente de liquidez al sistema bancario privado y el gobierno creó un fondo fiduciario para garantizar la tan ansiada liquidez y garantía a la Convertibilidad, llamado fondo Fiduciario de Capitalización Bancaria (que contó con unos 2600 millones de dólares provenientes de inversores locales y préstamos de instituciones internacionales como el Banco Mundial).

Pero finalmente, como se ha sostenido, el principal factor de resolución de la crisis fue intervención del FMI, institución que apoyó a la Argentina con un desembolso de 2.317 millones de dólares. Dichos fondos, como sostiene Brenta (2008):

> Se aplicaron u$s 1.200 millones a constituir el fondo fiduciario para reestructurar el sistema financiero privado y cofinanciar un régimen de seguro de depósitos, que comenzó a regir en mayo de 1995, según lo acordado en el memorándum de política económica de principios de ese año. El resto pasó a atender la deuda pública e integrar las reservas (p.509).

La autora también destaca la participación activa y directa del FMI en los momentos críticos del programa neoliberal de los años de la Convertibilidad. Por ejemplo, los desembolsos netos con la institución fueron negativos o insignificantes en 7 de los 10 años que duró la misma; en el resto de los años, hubo 3 grandes desembolsos de la institución, para la consolidación definitiva del Plan Brady, en 1993 (1.208 millones de dólares), la crisis de 1995 y la crítica situación del año 2001, cuando la institución desembolsó 8.988 millones de dólares y canceló los siguientes desembolsos luego de condicionar al país para que dolarizara su economía (Brenta, 2004 y 2008).

Finalmente, para fines de 1995, la situación del sector bancario y financiero logró estabilizarse, pero la exposición del mismo y sus falencias estructurales se profundizaron, principalmente en un rasgo claro: la alta tendencia a la dolarización y la ausencia de verdaderos mecanismos de política económica anti-cíclica (Brenta, 2002; Damill, 1997 y 1999). Como señala Zícari (2014), la misma situación del sector bancario se volvió a presentar en 2001, pero con una mayor dolarización de los pasivos bancarios, combinada con un elevado déficit fiscal y situación externa adversa, por lo que no hubo modo de escapar a la crisis bancaria y se siguió dentro del esquema de la Convertibilidad hasta el estallido social de diciembre de 2001.

Pero previamente a ello, la crisis del 95 añadió un cambio sustancial que permitió evadir una de las características centrales de la Ley de Convertibilidad: la imposibilidad de remunerar encajes bancarios y su uso por la autoridad monetaria; esta cuestión que introdujo una enorme volatilidad adicional al sistema bancario y al esquema cambiario fueron los requisitos mínimos de liquidez (RML). Estos son destacados en el trabajo de Schvarzer (2008) como uno de los

mecanismos más especulativos del sistema. Los RML fueron depósitos en dólares en el exterior que constituían el 20% de los depósitos totales y reemplazaron al encaje del sistema bancario. A partir de los cambios en el concepto de "pase" del BCRA, los bancos podían captar intereses de esos fondos y ser usados para préstamo a la autoridad monetaria, la cual los contabilizaba como reserva adicional (Schvarzer, 2008, p.44).

Hasta 1995, las autoridades vendían como atributo principal de la Convertibilidad, la capacidad de generar un crecimiento sustentable. La coyuntura del año 1995 demostró lo ficticio o el carácter de burbuja del crecimiento especulativo, como describió Nochteff (2001) al periodo de auge de la Convertibilidad (1991-1994). Si bien se dijo que para el sector financiero no existió el "ajuste automático" de un sistema de caja de conversión, para la mayoría de la población y la economía real sí existió, pero los hacedores de política dejaron que el ajuste siguiera su curso.

En ese sentido, mientras la situación crítica del sector financiero obligó a subir las tasas de interés, la desocupación pasó de 1.540.973 personas, en mayo de 1994 a 2.785.560 personas un año más tarde, es decir creció más de un 44% de un año al otro (Figueroa, 1998, p.103).

Pero el gobierno decidió mantener la Convertibilidad a toda costa, incluso luego de la salida de su creador, en 1996. Algunos autores del pensamiento económico tradicional sostuvieron que la política cambiaria debió ir acompañada de reformas más profundas, sobre todo en el mercado de trabajo:

> El legado del shock del tequila fue tal que los perdedores en el proceso de reforma ahora eran renuentes a cargar con el peso de más ajustes, a pesar de que aún debía aplicarse una larga lista de medida de desregulación y mejoramiento de la eficiencia (Wise, 2001, p.148).

El gobierno profundizó el ajuste fiscal pero no pudo reducir el gasto público, que empezó a empeorar producto del peso del endeudamiento externo, íntimamente ligado a la política cambiaria y a la política de desregulación financiera. El país lejos de ser un caso con insuficientes reformas de liberalización y privatización –como sostienen algunos autores– fue uno de los ejemplos más destacados para las instituciones financieras internacionales, dado que el FMI presentaba a la Argentina como un éxito. A partir de la crisis, la economía argentina volvería a crecer y el desempleo se redujo brevemente, pero de manera errática y, se estancaría definitivamente en 1998, cuando empezó el camino hacia la crisis final.

4.3 Segundo ciclo: la ilusoria vuelta al crecimiento (1996- primer semestre de 1998)

El año 1996 comenzó con una importante afirmación del régimen monetario iniciado en abril de 1991; la crisis de 1995 había quedado atrás y el presidente Menem –luego de una reforma constitucional– había sido elegido para un segundo mandado, donde la moneda convertible (como cualquier opción de tipo de cambio estable) fue el aspecto central de la campaña política. Si bien en el plano político la ruptura de los dos hombres que habían iniciado una nueva epata de la historia argentina en 1991– el presidente y su ministro de economía, Domingo Cavallo– significó un fuerte cisma y uno de los acontecimientos políticos más relevantes, con respecto al régimen convertible y sus principios no implicó una modificación alguna, sino una profundización del mismo bajo la dirección de hombres como Benjamín Roque Fernández y Pedro Pou, ambos pertenecientes al CEMA[24].

Los nuevos funcionarios y su institución –un importante *think tank* de fuerte tradición ortodoxa y de activa participación en la gestión Martínez de Hoz– compartían férreamente con Cavallo las teorías monetaristas de Milton Friedman y sus discípulos de la Universidad de Chicago (Brenta, 2004). El nuevo ministro, Roque Fernández, aclaró que el régimen monetario se quedaría definitivamente en "un piloto automático", el cual se mantuvo en ese estado hasta diciembre de 2001.

Mientras tanto, los primeros signos de recuperación económica comenzaron a aparecer: como se muestra en el gráfico n°6 en 1996 el crecimiento del PBI fue de un 5,52%, en 1997 un 8,11%, y en 1998 solo un 3,85%. El empleo, comenzó también a recuperarse, la ocupación entre mayo de 1996 y mayo de 1998 creció un 12% y el desempleo cayó del 17% de la PEA en 1996 al 13% en 1998 (Paredes, 2012, p.155). Aun así, esto no implicó una modificación alguna de los efectos del régimen monetario sobre la ocupación y el salario real, como se observa en el mismo gráfico n°11 los niveles de desempleo seguían siendo altos.

Pero nuevamente, esta recuperación fue cíclica. Pese a la Crisis del Tequila y la del sudeste de Asia, el auge de flujos de capital hacia Latinoamérica siguió hasta marzo de 1998. En este ciclo la inversión extranjera directa (IED) comenzó a tener un rol más protagónico. En el primer ciclo de auge de la Convertibilidad, los ingresos por privatizaciones y flujos de capital de portafolio jugaron un papel más importante; mientras que, a partir de 1996, la IED aumentó significativamente, como se observa en el gráfico n°13. Esto permitió –junto con el aumento del endeudamiento– sostener los crecientes déficits de cuenta corriente que alcanzaron los puntos máximos en estos años (observable en tabla n°3), simultáneamente, los mayores

[24] Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina.

ingresos por cuenta capital también llegaron a los valores máximos de toda la década analizada. Por otro lado, en el gráfico n°9 se puede ver, que el gasto público y el déficit fiscal, empezaron a crecer a partir de este periodo. Aunque cabe destacar que el gasto primario permaneció relativamente estable, mientras que el peso de intereses de deuda fue lo que más aumentó hasta el agotamiento definitivo de la regla monetaria.

Se puede decir que al igual que el primer ciclo de crecimiento, nuevamente se repitió el patrón de crecimiento alimentado por auges en los mercados de capitales combinado con tipo de cambio fijo y real, bajo y sobrevaluado. El cambio en las condiciones internacionales a mediados de 1998 terminaría con esto definitivamente, dando lugar el inicio de una dinámica recesiva que no haría más que profundizarse hasta la crisis de 2001.

Aunque, ya en este periodo, pueden destacarse la profundización de conflictos sociales[25] por los efectos del modelo económico sobre el tejido social. En octubre de 1995, las centrales sindicales –tan necesarias para llevar a cabo las reformas neoliberales al inicio de la Convertibilidad– debieron convocar a una huelga general y nuevamente lo hicieron en tres ocasiones en 1996, dado que era imposible desentenderse de las bases ante el contexto de alto desempleo. Se destacaron también los fuertes y masivos hechos de rebelión popular en Cutral Có en el año 1997, como uno de los preludios más importantes del descontento popular que terminaría con el gobierno de la Alianza, en 2001.

4.4 Tercer ciclo: el agotamiento definitivo de la Convertibilidad (1998-2001)

La coyuntura internacional en estos años no podía ser peor para un país como la Argentina que dependía, en su totalidad, de los flujos de capital internacionales, de productos primarios y de su principal socio comercial: Brasil. A nivel internacional, se pueden destacar dos hechos centrales que le dan al contexto una extrema volatilidad: primeramente, la enorme crisis asiática, de 1997, le había dado mayor inestabilidad al inestable sistema financiero internacional. Pero las crisis no terminaron allí, sino que surgieron en otras partes: en 1998, estalló la crisis de Rusia que tuvo repercusión mundial para los mercados emergentes; en 1999, se produjeron otros dos importantes sucesos financieros: la burbuja financiera de las "punto com" que también afectó directamente a estos mercados (Rodrik,2011) y la crisis del Real en Brasil, que terminó con una devaluación del 30% de dicha moneda y que sería el comienzo del fin para la Convertibilidad (Brenta, 2002).

[25] Iñigo Carrera (2010) describe la conflictividad social en estos años destacando tres momentos: "primer momento ascendente entre diciembre de 1993 y agosto de 1997; momento descendente entre septiembre de 1997 y diciembre de 1999; segundo momento ascendente, entre diciembre de 1999 hasta el año 2002" (p.81).

Como se ha venido sosteniendo, en base a la línea argumental presentada, el periodo de la Convertibilidad es indisociable de su contexto internacional político y económico, donde los ritmos de una economía mundial altamente financiarizada y volátil determinaron la dinámica del sistema monetario argentino. Por ende, también su dinámica económica general, dado que el esquema cambiario impedía políticas económicas contra-cíclicas. Esta cuestión sería determinante para la Argentina que ya empezaba a encaminarse hacia el default. Una vez producida una retirada masiva de capitales –producto de la mencionada coyuntura internacional– y con un pobre desempeño de los productos primarios exportables, entre los años 1998 y 2001, el país dependió exclusivamente, de una institución para sostener la Convertibilidad y evitar el default: el Fondo Monetario Internacional. La política cambiaria comenzó a tener una fecha de defunción cada vez más cercana, lo que produjo un conflicto en las facciones dominantes de la economía argentina; mientras los acreedores externos, empresas multinacionales y fundamentalmente, el FMI proponían la dolarización plena de la economía, los grupos económicos locales planteaban sostener la misma hasta lo último, y a partir de allí, la devaluación[26].

4.4.1 Crisis del sector externo, de deuda y bancaria: la inevitable devaluación

En este último ciclo de la Convertibilidad, el endeudamiento externo y la fuga de capitales se acrecentaron a la vez que la economía y la sociedad se sumergían en el caos. Como en 1995, el flanco del estallido de la crisis fue el sector bancario. Las presiones de los organismos financieros internacionales se intensificaron y lograron tener un poder sobre la soberanía argentina nunca antes visto. Esto último fue debido a que, en el periodo de gobierno de la Alianza, el FMI era tanto el único sostén para que el país no cayera en cesación de pagos. De igual manera que en los casos de Brasil y Rusia, la institución presionó hasta el último momento para mantener la estabilidad cambiaria y la libre movilidad de capitales, a la par que insistía en el achicamiento del déficit público y una mayor desregulación de la economía, políticas que a su vez agravaban la recesión económica (Stiglitz, 2002 y 2008). Cuando la situación era insostenible a mediados de 2001, donde ya era inminente el default, la

[26] Mientras que el capital extranjero que controlaba los servicios y empresa públicas privatizadas más los bancos extranjeros preferían una dolarización, los sectoresconcentrados locales representados en la Unión Industrial Argentina preferían una devaluación que permitiera poner en competencia nuevamente a estos sectores, especialmente luego de la devaluación del principal socio comercial de la Argentina (Basualdo, 2010). Además, las "devaluaciones competitivas" también se volvieronun tema central como respuestas a las crisis financieras de la globalización (Krugman, 1997).

recomendación (o condición) del FMI fue clara: la dolarización oficial de la economía[27] (Brenta, 2008, p.525).

La intervención del FMI en esos últimos años era clave para intentar mantener los desequilibrios externos y fiscales que producía el peso, cada vez mayor, del endeudamiento y brindar la estabilidad y confianza a los bonos argentinos. Pero la situación era sumamente compleja: entre el año 2000 y 2001 la cuenta corriente arrojó un déficit de 6.854 millones de dólares y el balance total de la cuenta de pagos, una vez incorporada la cuenta capital, tuvo un déficit de unos 4.093 millones de dólares (Kulfas y Schorr, 2004). A partir de esto, es central destacar que el endeudamiento público externo, como demostró Damill (2002), tuvo también la función del cubrir los déficits externos del sector privado. En relación a ello, como han señalado Kulfas y Schorr (2004), si bien la inversión extranjera directa fue de unos 7.000 millones de dólares, la fuga de capitales superó ampliamente los 9.000 millones de dólares. Lo que era una evidencia clara del grado de financiarización y especulación que había adquirido la economía argentina. Como sostienen los autores:

> Para el sector público no había entonces alternativa: o se endeudaba en moneda extranjera o liquidaba parte de sus reservas para seguir haciendo frente a la demanda del sector privado. Esta última opción obviamente no era viable sin alterar el régimen de convertibilidad. (Kulfas y Schorr, 2004, p. 30)

El sector bancario argentino tenía un grado altísimo de dolarización, pero establecer regulaciones o abandonar el esquema cambiario no era una opción. Este dependía fuertemente de los préstamos públicos en bonos, y sus pasivos en dólares habían ascendido a más del 75%. Nuevamente, el problema de prestamista de última instancia carecía de solución –al no existir uno dado el sistema de currency board– y tampoco se disponía de márgenes de maniobra como en 1995, principalmente por el alto grado de dolarización de los depósitos y las crecientes salidas de divisas del sistema. Esta cuestión –sumada a los crecientes y múltiples desequilibrios externos– hicieron prácticamente irresoluble la crisis del sistema de Convertibilidad (Zícari, 2014). La crisis, finalmente, estalló con claridad una vez que el sistema bancario carecía de divisas necesarias para seguir manteniendo la paridad cambiaria, a partir de la ley de "intangibilidad de los depósitos" comúnmente conocida como "corralito".

En este punto la banca extranjera y los tenedores de grandes depósitos (muchos del exterior) fueron los que iniciaron la definitiva corrida bancaria en 2001. Como sostienen

[27] Posteriormente en diciembre de 2001 la institución finalmente se pronunció en contra de la Convertibilidad y de la propuesta de dolarizar la economía.

Vernengo y Sember (2018) uno de los cambios acontecidos luego de la crisis de 1995 fue que el banco central estimuló la entrada de bancos extranjeros con el supuesto de tener prestamistas de última instancia fuertes en sus centrales reduciría el riesgo sistémico, pero en la práctica estos bancos, fueron los que más contribuyeron a transferir capitales a personas físicas y jurídicas en el exterior.

En relación a ello, cabe destacar el colapso del sistema de pases pasivos vigente desde 1995, tan característico de la "contabilidad creativa" de la Convertibilidad, que en el año 2001 cambiaron de signo. Schvarzer (2008) los define:

> Los pases pasivos son operaciones simultáneas de crédito y cobro a futuro. El BCRA recibía dólares de las entidades financieras a cambio de los cuales entregaba títulos de deuda, a modo de garantía, y con el compromiso de volver a comprarlos en un momento dado en el futuro (aunque esas operaciones se renovaron, en los hechos, durante varios años) a un precio que incluía la tasa de interés devengada en la operación. En consecuencia, a cada operación correspondía que el BCRA registrara como activo la tenencia de dólares y como pasivo el compromiso de recompra futura de los títulos. (p.103)

Estos títulos provenientes de los pases pasivos entregados a tenedores locales eran transferidos a bancos del exterior y servían como garantía de los créditos en dólares que se pedían. Como sostiene Schvarzer (2008) "los títulos transitaban en una dirección que iba desde el BCRA a las entidades financieras locales y de ellas a los bancos externos, mientras que los dólares se desplazaban en sentido contrario" (p.104). Este ciclo es precisamente lo que se invirtió en 2001, cuando los dólares empezaron a salir del BCRA hacia los tenedores locales de títulos y de estos hacia el exterior, siendo la fuente principal de la salida de depósitos. Entre marzo y noviembre de 2001 el total del pasivo del BCRA, en dólares, experimentó una caída de 9.769 millones de dólares (pasó de 73.649 millones 63.881 millones), de los cuales 6.853 millones pertenecían a la salida de dólares de no residentes, lo que explicaba más del 70% de la salida de depósitos en el periodo (Schvarzer, 2008). En síntesis, el sistema había llegado a una inevitable imposibilidad dado que la salida de depósitos y los ya insostenibles déficits externos seguían agravándose sin importar que se profundizaran los ajustes fiscales y la política de buscar "confianza en los mercados".

La política de ajuste y de buscar confianza en los "mercados" era inútil, dado que los acreedores e inversionistas externos habían cambiado de parecer sobre su beneplácito hacia los mercados emergentes y se retiraban de los mismos, debido a las constantes crisis que hubo en

estos a lo largo de la década de 1990 En cuanto lo inútil del recorte del gasto para solucionar la crisis, Paul Krugman sostuvo en junio en 2001:

> El problema fundamental de la Argentina no es fiscal es monetario […] una economía deprimida significa bajos ingresos fiscales, es difícil recortar severamente los gastos o aumentar los impuestos cuando las masas ya están sufriendo bastante en lo económico (…) cabe preguntarse pues, por qué está deprimida la economía argentina, la cuestión se reduce a la tabla monetaria que fija el valor del peso al dólar (…) en su momento coadyuvó a una enorme recuperación económica. Sin embargo, ahora, su falla fatal salta a la vista. La devaluación de Brasil y la debilidad del euro han minado la competitividad internacional de la economía argentina; la demanda interna ha caído pero la tabla cambiaria no permite flexibilizar. (Krugman,2001, p.9)

4.4.2 Las alquimias ortodoxas de política económica de la Alianza para mantener la Convertibilidad

Sin embargo, los diagnósticos y la política económica del gobierno de la Alianza no contemplaban esta realidad que se describió anteriormente. Los criterios fiscalistas de política económica y de acuerdo con organismos internacionales fue el centro de la política de los ministros de economía de la Alianza, lo cual no implicó ninguna ruptura con los funcionarios del gobierno de Carlos Menem. José Luis Machinea empezó su gestión con una fuerte suba de impuestos en diciembre de 1999, recortó de salarios públicos (mayo de 2000), anunció la eliminación del sistema estatal de jubilaciones y supresión de la renta básica universal para futuros jubilados (noviembre 2000) y logró el principal acuerdo de deuda con el Fondo Monetario Internacional y acreedores internacionales llamado “Blindaje 2000” en diciembre de dicho año, medidas que terminarían de consolidar el ajuste y la recesión. Este acuerdo consistía paquete de créditos de 39.700 millones de dólares con organismos financieros internacionales y con grandes bancos multinacionales, que era aproximado al monto de los compromisos de 2001. Pero como sostiene Schvarzer (2008):

> A pesar de la publicitada satisfacción oficial, las soluciones previstas eran frágiles; la letra de los convenios establecía que buena parte de esos créditos era ofrecida en términos condicionales. Su efectiva aprobación posterior, y el desembolso real de esos fondos, dependían de que se cumplieran ciertas condiciones futuras. (p.116)

Machinea finalmente renunció comienzos de 2001 y fue suplantando por Ricardo López Murphy, el cual introdujo un paquete de ajuste fiscal por más de 1.860 millones, donde 800 millones se reducían de la educación (junto con el arancelamiento de la educación universitaria)

y por algunas privatizaciones menores como las empresas satélites del Banco Nación, Casa de la Moneda, Lotería Nacional entre otras. Pero el plan del nuevo ministro no logró llevarse a cabo y debió renunciar a las dos semanas de iniciada su gestión.

En este escenario de visible descontrol sobre la economía y de cumplimiento acérrimo de la disciplina fiscal –para que los tan ansiados desembolsos externos que mantenían con vida la Convertibilidad siguieran fluyendo– se generó un clima de enorme tensión, a lo que el gobierno respondió nombrando nuevamente al "padre" de la Convertibilidad –Domingo Cavallo– como ministro de economía, pensando que así se iba a dar una señal internacional muy fuerte en el rumbo tomado.

Pero Cavallo siguió en la línea de la "confianza" y en la cada vez mayor disciplina fiscal prescripta por el FMI. Inicialmente, introdujo un sistema de complejas reformas tributarias, y un último intento por sostener a su "criatura": la Convertibilidad ampliada. Este arreglo consistía en poner un pequeño diferencial en el tipo de cambio exportador y unir el euro a la convertibilidad del peso-dólar; esta misma fue aprobada por todas las fuerzas políticas, en el Congreso, pero nunca llegó a tener vigencia efectiva. Aunque, los aportes principales de Cavallo fueron el "Megacanje" y la Ley de Déficit Cero, medidas que terminarían sellando el destino de la Alianza y precipitando el estallido social, en diciembre de ese año. En relación a ello, se presentó también una nueva propuesta de reforma laboral. Pero los gastos primarios que eran cada vez menores y que además profundizaban la recesión económica no eran el problema, sino los crecientes gastos financieros y el peso cada vez mayor del endeudamiento e intereses.

En el último trimestre, el riesgo país –que, por sí fue muy alto en todo 2001– se disparó considerablemente. Como medida última y desesperada por sostener la Convertibilidad, finalmente, se llegó a la confiscación de los depósitos de los medianos y pequeños ahorristas el 3 de diciembre de 2001. Pero, obviamente, antes de dicha medida miles de millones de dólares de grandes actores económicos habían sido "fugados" (Schvarzer, 2008). Por último, tras las jornadas de estallido social del 19 y 20 de diciembre, el gobierno de la Alianza llegó a su fin, y en enero de 2002, el gobierno provisional de Eduardo Duhalde eliminó la Ley 23.928.

Conclusiones

Al analizar la dinámica de la economía y sociedad argentina durante los diez años de convertibilidad de la moneda de 1991-2001, se destacó un fuerte condicionamiento de los ciclos económicos externos sobre el país, los cuales fueron reforzados por la pauta cambiaria y la ausencia de soberanía monetaria. En ese sentido, el caso argentino en la globalización y en el sistema monetario internacional que emergió a inicios de la década de 1970 no fue ajeno a una tendencia global, sino uno de los casos más paradigmáticos en todas sus características principales: desregulación e inestabilidad financiera, reformas económicas de corte neoliberal, tendencia a la desigualdad, pero con una particularidad que fue el crecimiento en los niveles de pobreza y desempleo observados en este caso.

La perspectiva teórica del estructuralismo latinoamericano (desarrollada en el apartado 1.1) presenta una gran capacidad explicativa y aprehensiva para el proceso de la economía argentina abierta a los flujos financieros y comerciales externos con un sistema de caja de conversión, que profundiza los movimientos pro-cíclicos de estos flujos. Como se describe en el capítulo 4, se destacaron tres sub-ciclos económicos de la economía argentina que fueron determinados por los capitales externos: un primer ciclo que abarca los años 1991-1994 que culmina con una crisis en 1995; un segundo ciclo entre 1996-1998 y un ciclo final que va desde el segundo semestre de 1998 hasta la crisis final en 2001. Además, cabe destacar que, en estos ciclos, la convertibilidad de la moneda estuvo inicialmente, respaldada por la entrada de capitales externos, y luego de la crisis de 1995, se mantuvo en base al endeudamiento externo. Este último, también determinado por las condiciones de los mercados financieros del centro de la economía global.

Ello implicó una tendencia a enormes crisis de balanza de pagos y de todo el sistema económico, donde la economía argentina tendría un pésimo crecimiento: un 2% entre 1991 y 2001. Pero con el agravante de un aumento significativo de la deuda externa, la pobreza, destrucción de empresas y el elevado desempleo, crecientes en toda la década de 1990 hasta el estallido de 2001. Sumado a una re-primarización del aparato productivo. En ese sentido, la inestabilidad de la economía global que emergió con el inicio de la segunda globalización financiera y el uso de esquemas cambiarios y programas de liberalización, demostraron, en este caso, uno de los peores resultados alrededor del mundo.

El resultado de la otra caja de conversión analizada en este trabajo fue significativamente distinto. Dado que se enmarcaba en un periodo histórico donde las

condiciones externas del proceso de globalización financiera, a primera vista, parecen similares, como lo ocurrido en los años 1890-1914 –y principalmente durante los años 1899 y 1914 de convertibilidad plena de la moneda–. Pero las similitudes y comparación con dicho periodo de la historia económica argentina no serían las de la idealización de un periodo de estabilidad y crecimiento sostenidos por los propulsores del régimen de convertibilidad de 1991 –quienes buscaban la emulación de tal pasado dorado–, sino por el contrario, por las viejas lecciones del estructuralismo latinoamericano. Es decir, una economía cuya dinámica y estructura –pese a ser exitosas– estaban más explicadas por factores externos, como los flujos comerciales y financieros, que por políticas domésticas. Los motivos principales que explican estas enormes diferencias se encontraron en los dos periodos de globalización financiera, analizados en los capítulos 2 y 3, que, si bien pueden haber sido similares en cuanto a la financiarización de la economía mundial y la influencia de los mercados de capitales globales, no obstante, mostraron diferencias significativas y particularmente para el caso argentino de finales del siglo XX.

En primer lugar, ya hacia la primera mitad del siglo XX, eran evidentes la tendencia al deterioro de los TNIC para los países periféricos, como lo sostuvieron Prebisch-Singer, que como sostiene Astarita (2010) dicha teoría sería una parte fundamental para explicar la tendencia a la depreciación de largo plazo de la moneda de los países periféricos y subdesarrollados. En segundo lugar, como sostiene Ferrer (1976), durante la época del patrón oro la estructura del comercio mundial se caracterizaba por una dirección vertical entre países industrializados y exportadores de materias primas, donde estos últimos tenían porción considerable del comercio mundial, donde casos como el argentino –como se analizó en el apartado 2.3– y países similares como Canadá y Australia, se caracterizaron por espectaculares tasas de crecimiento. Algo que, para la Argentina, contrastaría notoriamente con lo sucedido después de 1930 y principalmente con la estructura de comercio internacional de posguerra basada en una dirección horizontal entre países industrializados. Otra diferencia sustancial, era la existencia de un sistema monetario internacional basado en la regla del patrón oro universalizado, donde para una economía periférica, lograr consolidar dicho sistema monetario era un punto más que necesario para ingresar al concierto de naciones de la economía global, como también una oportunidad para reafirmar o construir de cero la soberanía monetaria (Flandreau, 2003). Contrariamente, a finales del siglo XX, solo pocos y muy pequeños países tenían esquemas cambiarios de patrón oro. Por último –y un tema no menor– fue la relación con Gran Bretaña, donde como se ha destacado, la Argentina ocupaba un lugar más que

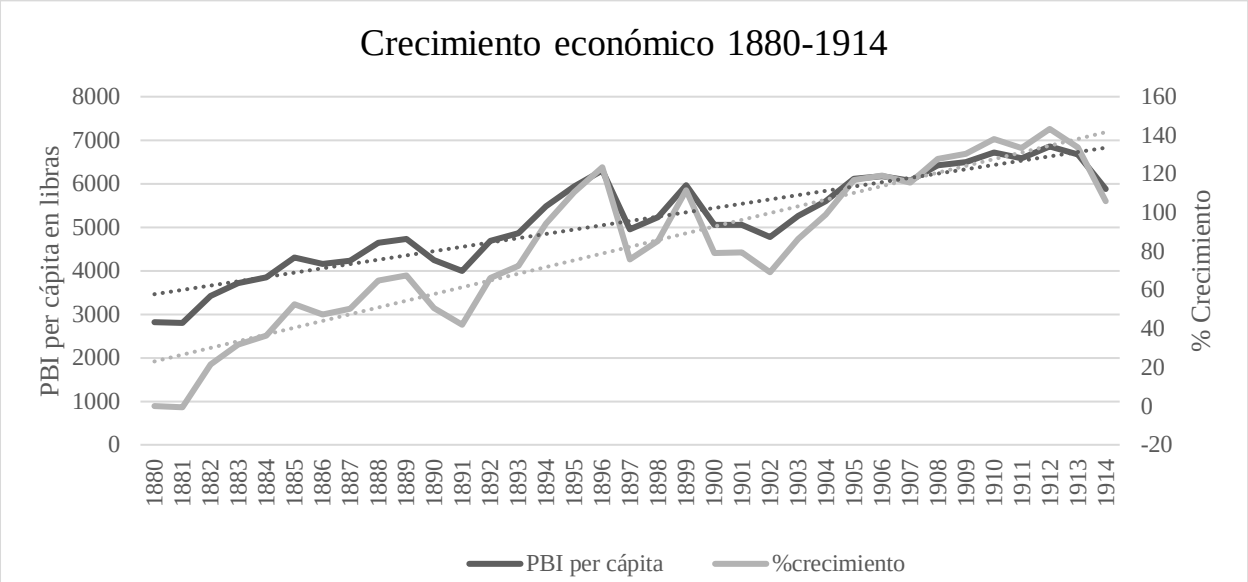
privilegiado en las inversiones en infraestructura y financieras, antes y después de la caja de conversión de 1890, permitiendo el desarrollo y crecimiento económico del país, como también, permitiendo lograr la convertibilidad de la moneda y crear una caja de conversión por más años. Aunque como se ha destacado en el apartado 2.3, todo ello siempre estuvo enmarcado por el accionar de estos factores económicos ajenos a la economía argentina, tal como lo sostuvo Raúl Prebisch (1991).

Por ello en la tabla n°5 se recapitula todas las notorias diferencias que existen entre estos dos grandes periodos de la convertibilidad de la moneda argentina. Dado que, siguiendo teorías y discursos de la ortodoxia económica, en 1991 se volvió a un sistema monetario enterrado por la historia y totalmente obsoleto, en otro contexto global sumamente adverso, marcado por la anarquía monetaria a nivel internacional y con amplias tendencias a la inestabilidad financiera. Donde la Argentina, junto a otros países en desarrollo y subdesarrollados, no tenían las mismas ventajas que en la globalización del patrón oro, fundamentalmente el caso argentino que durante el siglo XX no pudo encontrar en el nuevo hegemón dominante –Estados Unidos– la relación económica internacional de mutuo beneficio que había con Gran Bretaña. Por ello, los aspectos negativos de una economía periférica abierta y con caja de conversión, se vieron con notoria crudeza entre 1991-2001 sin ninguno de los beneficios que tuvo su predecesora de inicios del siglo XX.

Anexo

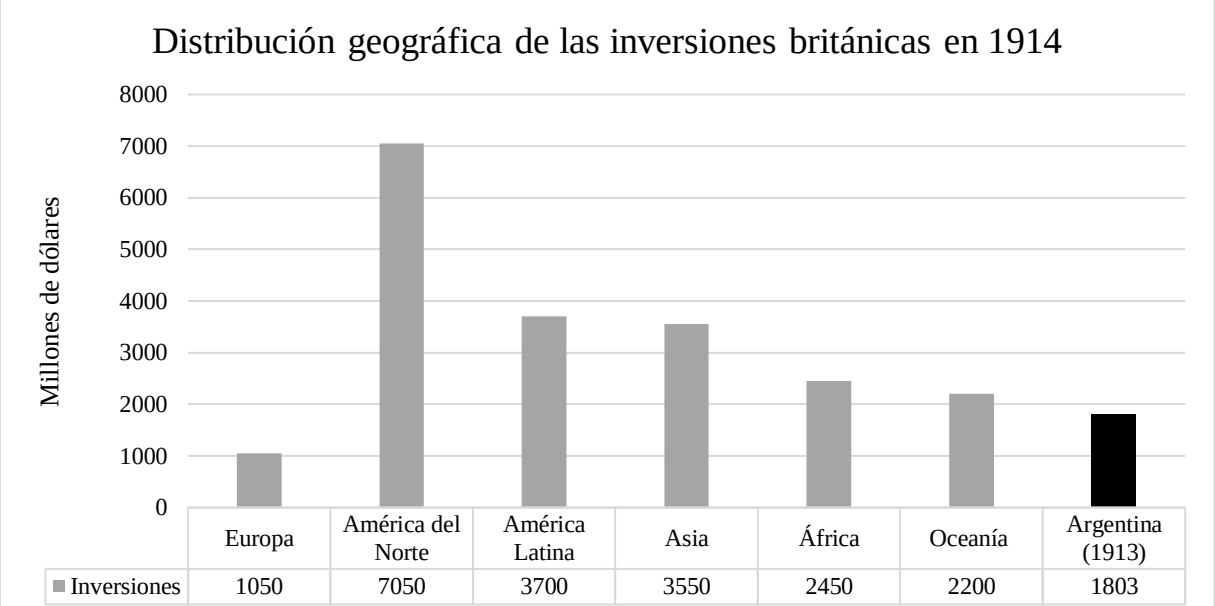
Gráficos

Gráfico n°1



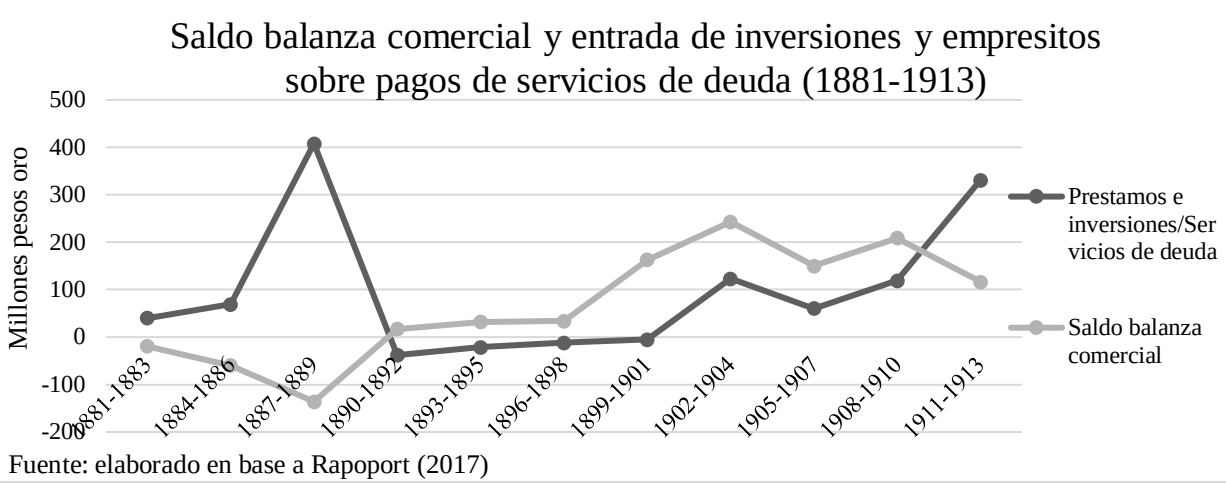
Fuente: elaboración propia en base a Our Word in Data

Gráfico n°2



Fuente: elaborado en base a Regalsky (2015)

Gráfico n°3



Fuente: elaborado en base a Rapoport (2017)

Gráfico n°4

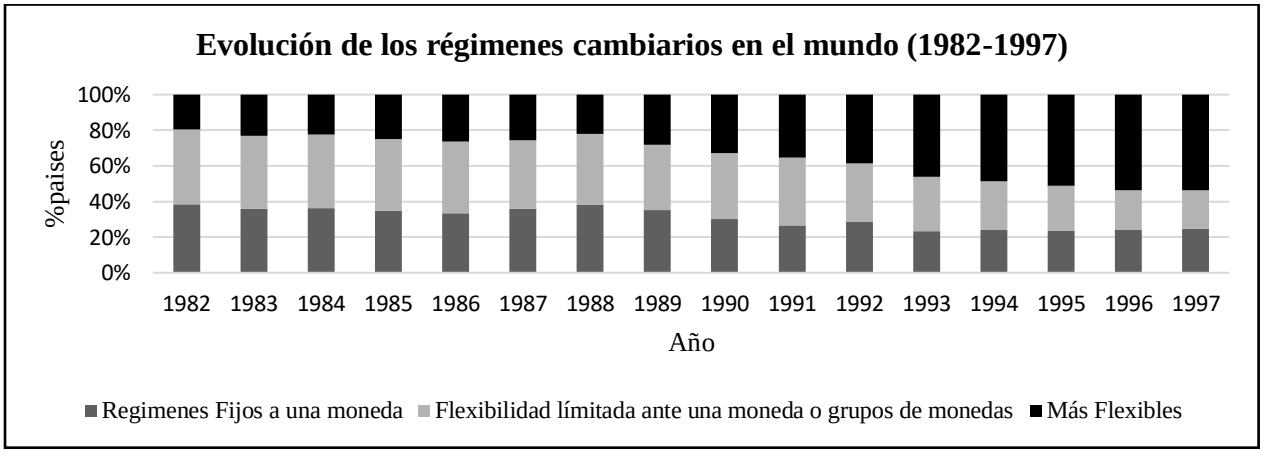
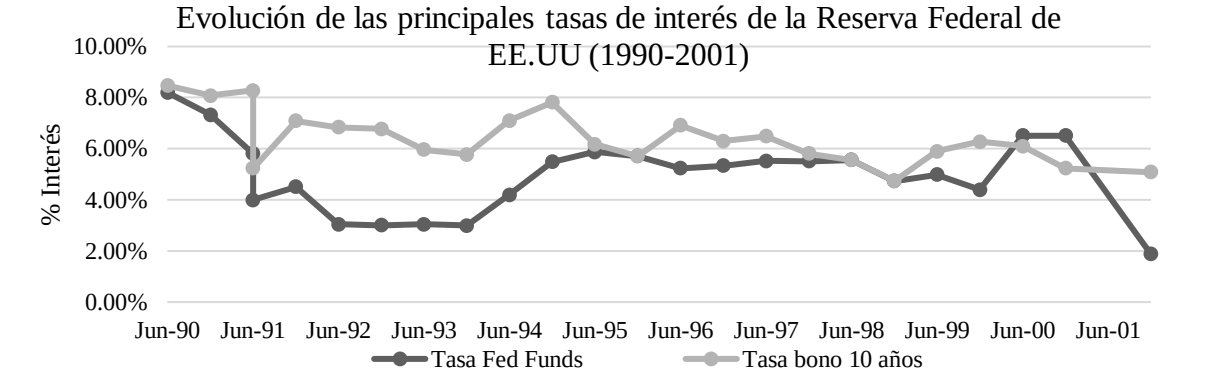


Gráfico n°5



Fuente: elaboración propia en base a datos de CIPPEC

Gráfico n°6

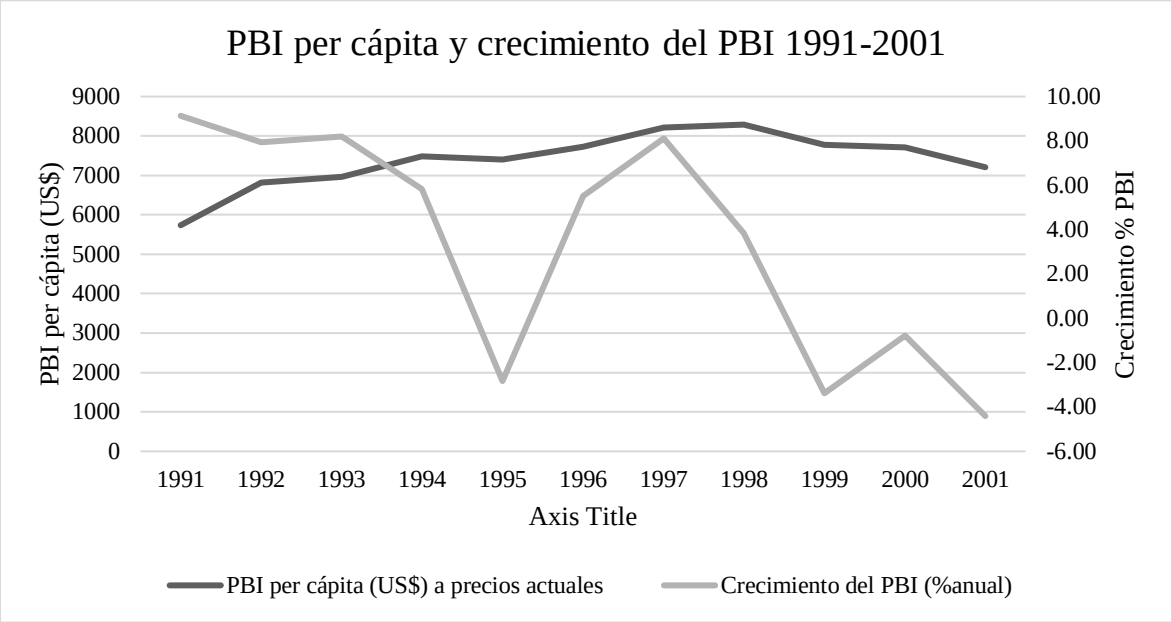
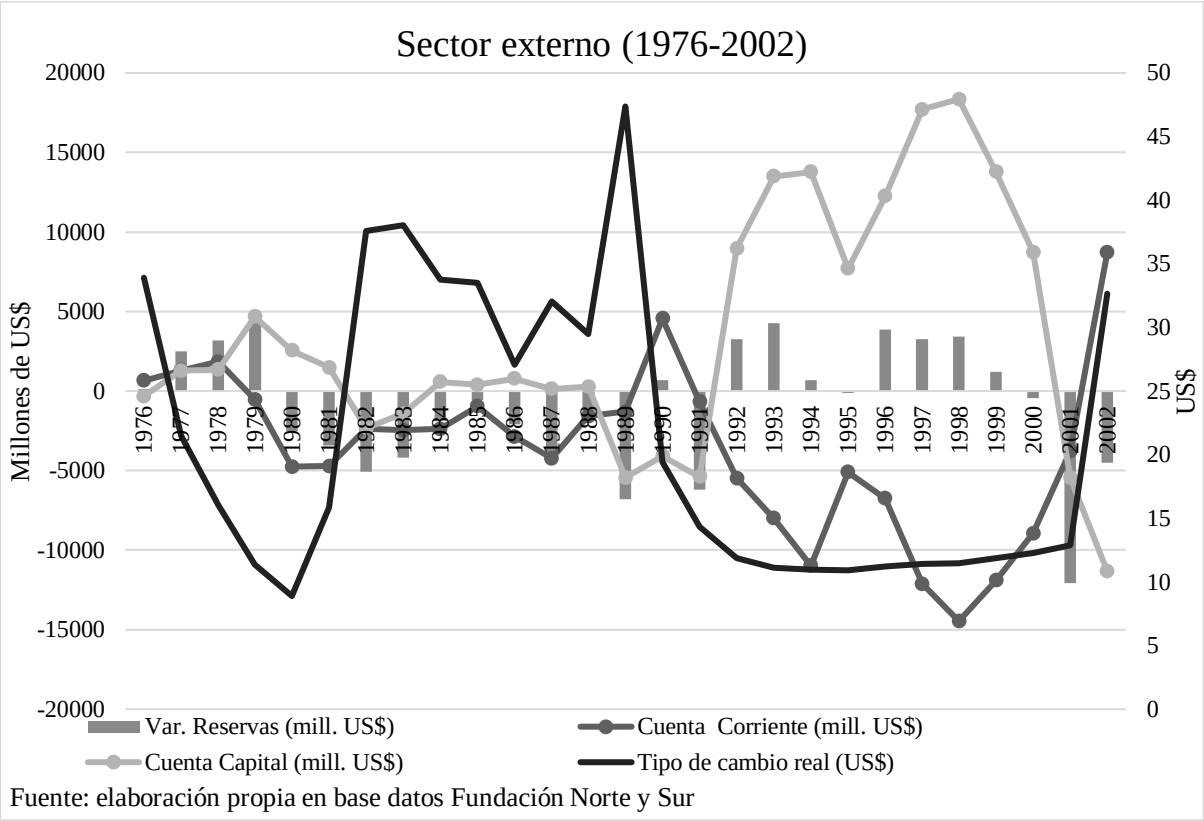
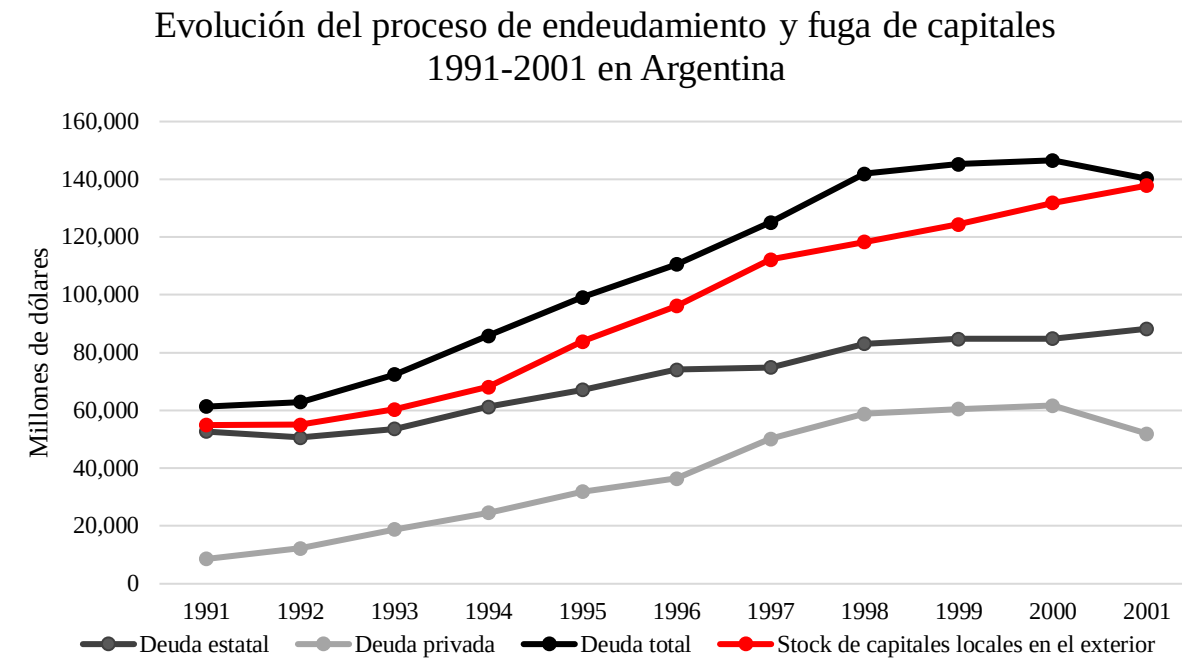


Gráfico n°7



Fuente: elaboración propia en base datos Fundación Norte y Sur

Gráfico n° 8



Fuente: Basualdo (2010)

Gráfico n°9

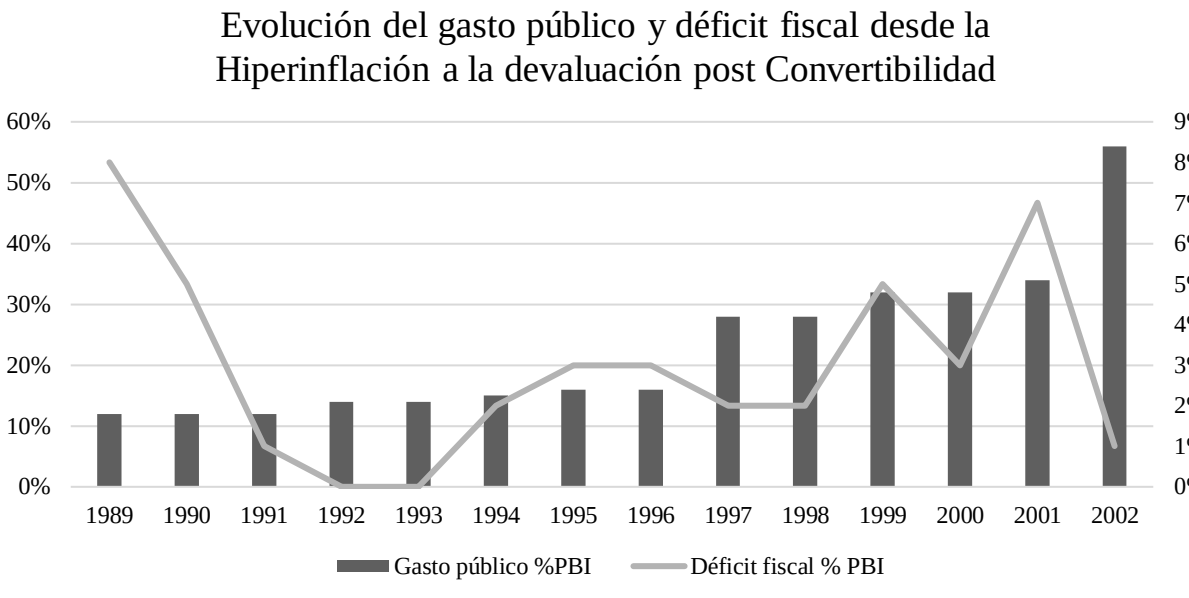
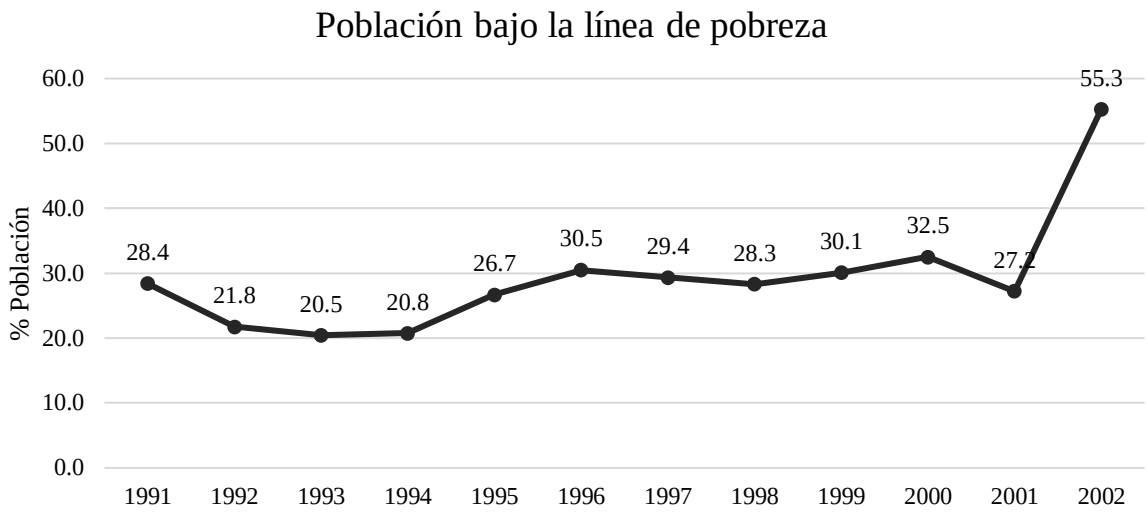
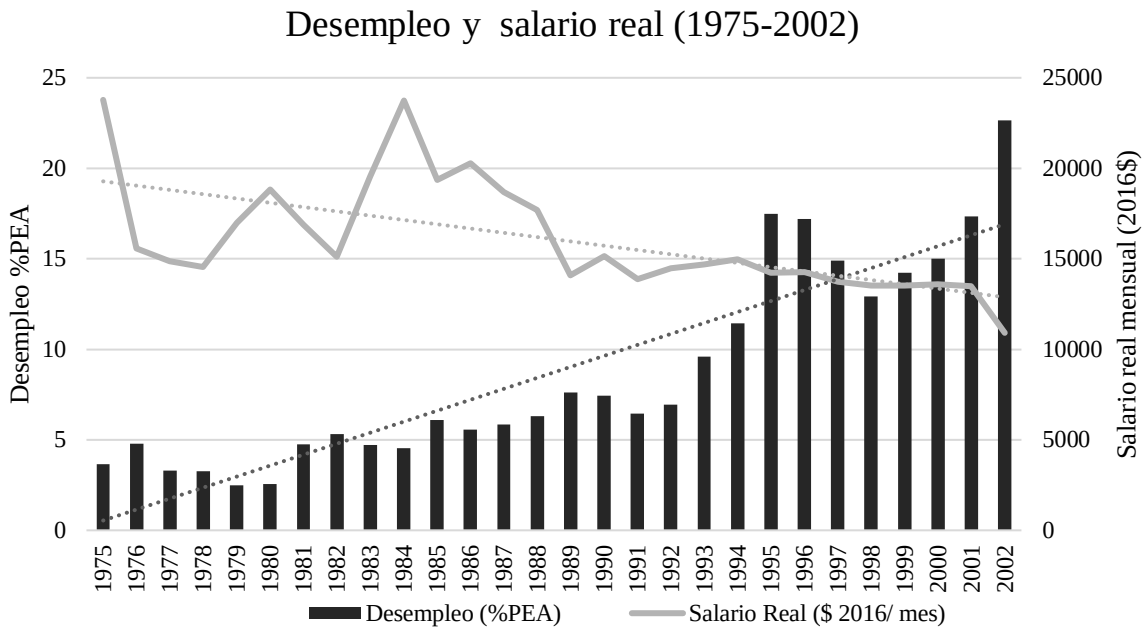


Gráfico n°10



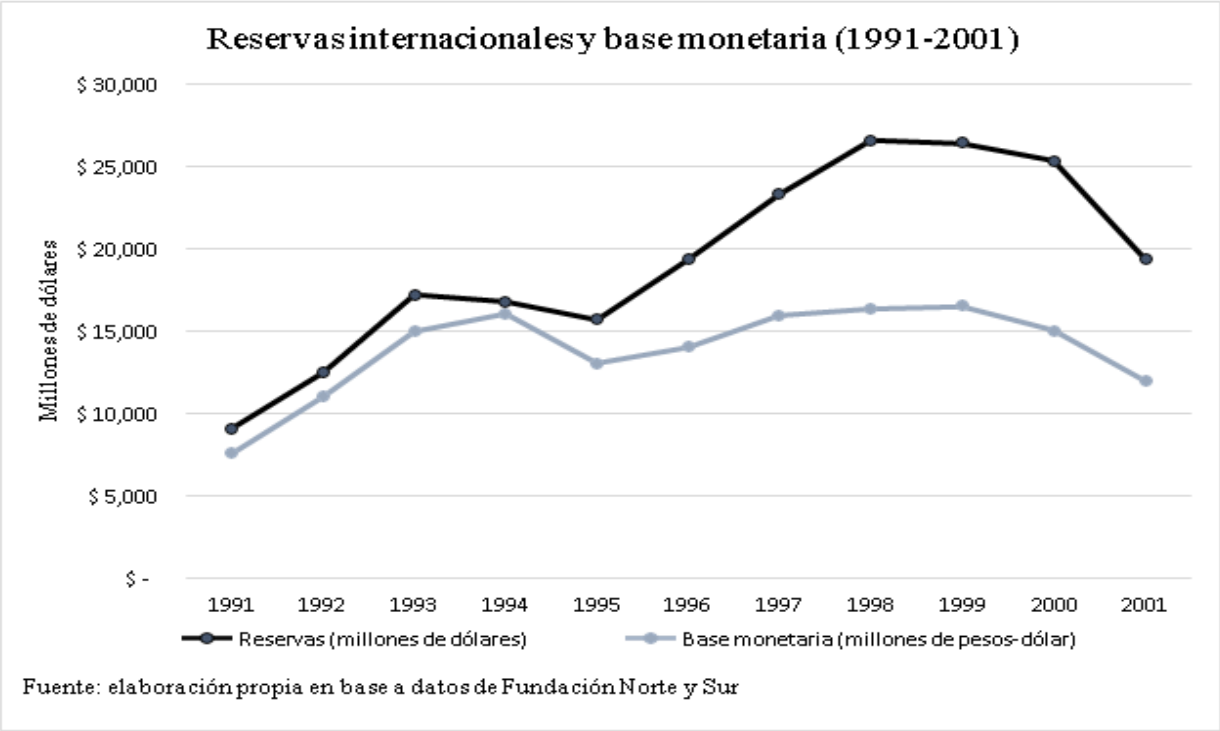
Fuente: elaboración propia en base a datos de Fundación Norte y Sur

Gráfico n°11



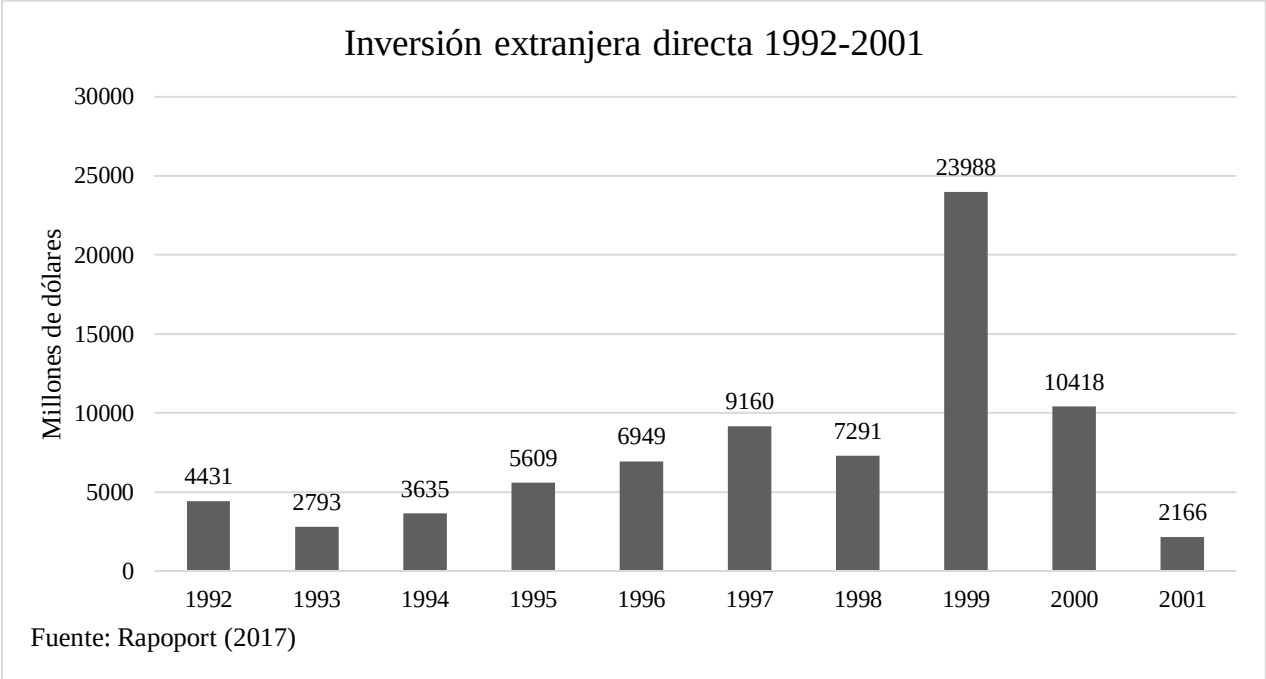
Fuente: elaboración propia en base a datos de Fundación Norte y Sur

Gráfico n°12



Fuente: elaboración propia en base a datos de Fundación Norte y Sur

Gráfico n°13



Fuente: Rapoport (2017)

Tablas

Tabla n°1

Evolución de factores monetarios durante la Convertibilidad de 1899-1913

Año	Base Monetaria (1)	Reservas en oro en la Caja de Conversión (2)	Oferta Monetaria (3)	Nivel de precios (4) (1886=100)	Déficit fiscal % PBI (5)
1900	296	0,0	481,6	182	0,6
1901	296	0,0	472,3	159	0,7
1902	296	0,0	498,0	175	3,2
1903	380	86,7	640,3	165	0,4
1904	407	114,2	760,5	169	0,4
1905	498	204,8	943,5	184	0,0
1906	526	233,1	972,1	195	0,2
1907	531	238,6	981,4	201	0,1
1908	581	287,6	1121,3	193	-0,1
1909	685	391,6	1390,0	210	2,5
1910	715	422,2	1580,2	227	3,0
1911	722	429,0	1634,5	226	3,1
1912	799	506,0	1744,7	231	1,6
1913	823	529,4	1673,4	232	1,5

Fuente: elaboración propia en base a Della Paolera (2000).

Tabla n°2

Flujos netos de capital hacia América Latina

País	**Flujos de capitales netos en miles de millones de US$**				**Flujos de capitales netos como % PBI**			
	1977-81	**1983-90**	**1990-91**	**1992-94**	**1977-81**	**1983-90**	**1990-91**	**1992-94**
America Latina	29,4	9,6	27,8	61,1	4,5%	1,3%	2,6%	5,0%
Argentina	1,9	1,4	1,1	10,6	2,0%	2,1%	0,6%	5,1%
Chile	2,6	1,5	2,3	3,1	12,7%	7,0%	7,3%	7,8%
México	8,2	0,8	16,3	25,2	5,1%	0,2%	6,3%	8,5%

Fuente: Devlin, Ffrench Davis, Griffith Jones (1995).

Tabla n°3:

Sector externo en millones de dólares 1991- 2001

Año	**Exp.**	**Imp.**	**Comercial**	**C.C**	**C. Cap.**	**Reservas**
1991	11.978	7.619	4.359	-672	-5.391	-6.188
1992	12.399	13.795	-1.396	-5.488	8.960	3.274
1993	13.269	15.633	-2.364	-8.003	13.496	4.250
1994	16.023	20.162	-4.139	-10.981	13.783	682
1995	21.162	18.804	2.357	-5.104	7.700	-102
1996	24.043	22.283	1.760	-6.755	12.248	3.882
1997	26.431	28.554	-2.123	-12.116	17.706	3.273
1998	26.434	29.531	-3.097	-14.465	18.358	3.438
1999	23.309	24.103	-795	-11.910	13.772	1.201
2000	26.341	23.889	2.452	-8.955	8.731	-439
2001	26.543	19.158	7.385	-3.780	-5.442	-12.083

Fuente: elaboración propia en base a datos de Fundación Norte y Sur.

Tabla n°4

Privatizaciones en América Latina en millones de dólares (1990-1996)

País/ Región	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1990-96
Argentina	2130	1896	5312	4589	1441	1340	1033	17741
Brasil	s/d	1564	2451	2621	1972	910	3752	13270
México	3580	10716	6799	2507	771	s/d	s/d	24373
AméricaLatina	5876	16702	14886	10179	8929	4281	8351	69204

Fuete: Briones (1999).

Tabla n°5

Comparación de las dos grandes convertibilidades de la moneda argentina

Características	Convertibilidad 1899-1914	Convertibilidad 1991-2001
Contexto externo	Auge de la globalización financiera	Auge de la globalización financiera
Sistema monetario internacional	Patrón-Oro	No-sistema Monetario Internacional
Tipo de flujos económicos predominantes	Elevadas exportaciones primarias por altos TNIC. Elevadas importaciones e inversiones extranjeras de largo plazo claves en infraestructura y financieras/especulativas de corto plazo.	Las exportaciones bajo menores TNIC no compensan las altas importaciones. Inversión extranjera financieras de corto plazo. Dependencia de endeudamiento externo. Cierta IED.
Contexto interno previo	Crisis de 1890 y deflación posterior.	Crisis hiperinflacionaria de 1989-1990.
Intereses sociales predominantes	Grandes terratenientes .	Sector financiero bancario, acreedores externos y grupos económicos locales.
Función	Evitar la sobrevaluación cambiaria.	Ancla inflacionaria y elemento clave de una reestructuración completa de corte neoliberal de la economía
Moneda	Determinada mayormente por factores externos. Modelo Westfaliano de soberanía monetaria.	Determinada mayormente por factores externos. Dolarización y pérdida de soberanía monetaria.

Fuente: elaboración propia.

Bibliografía

Albert, M. (1993). *Capitalismo contra Capitalismo* . Buenos Aires: Paidós.

Anderson, P. (2003). Neoliberalismo: un balance provisorio. En P. Gentilli, & E. Sader, *La trama del Neoliberalismo. Mercado, Crisis y exclusión social* (págs. 11-18). Buenos Aires: CLACSO .

Arrighi, G. (2002). *El Largo Siglo XX* . Madrid: Akal .

Arrighi, G. (2007). Globalización y desarrollo desigual. En I. Rossi, *Frontiers of Globalization research: Theorical y Methodological Approaches* (págs. 5-17). New York: Springer.

Astarita, R. (2010). *Economía política de la dependencia y el subdesarrollo.* Buenos Aires: Universidad Nacional de Quilmes Editorial.

Bacha, A., & Díaz Alejandro, C. F. (1981). Financial Markets: A View from the Semi-Periphery. *Center Discussion Paper, No. 367, Yale University, Economic Yale University, Economic*, 1-70.

Barranquero, I. N. (2021). *Globalización, sistema monetario internacional, crisis financieras y política cambiaria. La argentina y la Convertibilidad de 1991-2001. Orígenes y crisis inevitable. Una perspectiva histórica necesaria* [Tesis de grado] . Tandil : Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires.

Basualdo, E. (2010). *Estudios de historia económica argentina* . Buenos Aires: Siglo XXI.

Block, F. L. (1985). *Los orígenes del desorden monetario internacional* . México : Fondo de Cultura Económica .

Bonnet, A., & Piva, A. (. (2009). *Argentina en pedazos. Luchas sociales y conflictos interburgueses en la crisis de la Convertibilidad.* Buenos Aires: Ediciones Continente .

Boyer, R., & Neffa, J. (. (2004). *La economía argentina y su crisis (1976-2001): visiones institucionalistas y regulacionistas.* Buenos Aires: Buenos Aires, Miño y Dávila editores.

Brenta, N. (2002). La convertibilidad argentina y el Plan Real de Brasil: concepción, implementación y resultados en los años '90. *Ciclos*, 40-86.

Brenta, N. (2004). Las propuestas de dolarización en América Latina: el rol del FMI, los EE.UU. y los think tanks en los años '90. *Ciclos* , 1-23.

Brenta, N. (2008). *Argentina atrapada: historia de las relaciones con el FMI : 1956-2006* . Buenos Aires: Ediciones Cooperativas .

Calcagno, A. (1997). El régimen de convertibilidad y el sistema bancario en la Argentina. *Revista de la CEPAL*, 63-89.

Calcagno, A., & Manuelito, S. (2001). La convertibilidad argentina: ¿un antecedente relevante para la dolarización de ecuador? . *CEPAL-SERIE Estudios estadísticos y prospectivo*, 1-43.

Calcagno, A., & Manuelito, S. (2003). From hard-peg to hard landing? Recent experiences of Argentina y Ecuador. *CEPAL – SERIE financiamiento del desarrollo*, 5-41.

Calvo, G. (1998). Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops. *Journal of Applied Economics*, 35-54.

Calvo, G., & Talvi, E. (2008). Sudden Stop, Financial Factors, and Economic Collapse in Latin America: Learling from Argentina and Chile. En J. E. Stiglitz, *The Washington Consensus Reconsidered Towards a New Global Governance* (págs. 119-150). New York: Oxford University Press.

Calvo, G., & Vegh, C. (1992). Currency Substitution in Developing Countries: an introduction. *Revista de Ánalisis Económico, num 7*.

Cavallo, D. F. (2003). Exchange Rate Regimes (Conference 12-21-2000). En M. Feldstein, *Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies* (págs. 78-81). Chicago: University of Chicago Press.

Cavallo, D. F., & Cavallo Runde, S. (2017). *Historia económica de la Argentina* . Buenos Aires: Editorial El Ateneo .

Cohen, B. (1998). *The geography of money.* Ithaca: Cornell University Press.

Damill, M. (1997). Movimientos de capital y fluctuaciones macroeconómicas . *Serie Estudios del Centro de Estudios para el Cambio Estructural*, 1-28.

Damill, M. (1999). Convertibilidad, capitales vólatiles y estabilización. El papel de las finanzas y el gobierno. *Revista de Economía Política, vol.19, n°1*, 30-53.

Damill, M. (2000). El balance de pagos y la deuda pública bajo la convertibilidad . *Nuevos documentos. CEDES*, 2-35.

de Cecco, M. (1984). *The international Gold Standard. Money and Empire* . London : Frances Pinter (Publishers).

Della Paolera, G. (2000). La Argentina bajo el patrón cambio oro (1899-1914). En A. N. Historia, *Nueva Historia de la Nación Argentina. V. La configuración de la república independiente (1810-1914)* (págs. 527-335). Buenos Aires: Planeta.

Della Paolera, G., & Taylor, A. M. (2001). *Straining at the anchor. The argentine currency board and the search for macroeconomic stability, 1880-1935.* Chicago: The University of Chicago Press.

Devlin, R., French Davis, R., & Griffith Jones, S. (1995). Flujos de Capital y Desarrollo en los noventa: Implicaciones para las Políticas Económicas. *Pensamiento Iberoamericano. Revista de Economía Política. N° 27*, 71-115.

Díaz Alejandro, C. F. (1983). *Ensayos sobre la historia económica argentina.* Buenos Aires: Amorrortu editores.

Eichengreen, B. (2008). *Globalizing Capital* . Oxfordshire: Princeton University Press.

Eichengreen, B., & Flandreau, M. (1997). *The Gold Standard in Theory and History* . London: Routledge.

Ferrer, A. (1976). *Economía Internacional Contemporanea. Texto para latinoamericanos* . México D.F: Fondo de Cultura Económica .

Ferrer, A. (1999). *Hechos y ficciones de la Globalización* . Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica .

Ferrer, A. (2013). *Historia de la globalización II.* Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica.

Figueroa, M. (1998). *La economía del poder.* Buenos Aires: Eudeba.

Fiszbein, M. (2010). Vulnerabilidad externa y desarrollo. Los aportes de Prebisch al pensamiento económico. *Ensayos Económicos/ BCRA Investigaciones Económicas*, 149-194.

Flandreau, M. (2003). *Money Doctors. The experience of international financial advising 1850-2000.* London: Routledge.

Ford, A. (1997). The working of the gold standard before 1914. En B. Eichengreen, & M. Flandrau, *The Gold Standard in Theory and History* (págs. 135-150). New York: Routledge .

Frenkel, R. (2003). Globalización y crisis financieras en América Latina. *Revista de la CEPAL 80*, 41-54.

Frenkel, R. (2008). From de Boom in Capital Inflows to Financial Traps . En J. Stiglitz, & J. A. Ocampo, *Capital Market Liberalization and Development* (págs. 101-121). New Yorl: Oxford University Press .

Frieden, J. (2015). *Currency Politics. The Political Economy of Exchange Rate Policy* . New Jersey: Princeton University Press.

Frieden, J. A. (1991). Invested Interests: The Politics of National Economic Policies in a World of Global Finance. *International Organization, Vol. 45, No. 4* , 425-451.

Frieden, J. A. (2006). *Global Capitalism: Its Fall and Rise in the Twentieth Century.* New York: W.W Norton & Company.

Fukuyama, F. (1992). *The end of History and the Last Man.* New York: Free Press.

Gerchunoff, P. (2016). *"El eslabón perdido. La economía política de los gobiernos radicales (1916-1930).* Buenos Aires : Edhasa.

Gerchunoff, P., Rocchi, F., & Rossi, G. (2008). *Desorden y Progreso. Las crisis económicas argentinas 1870-1905.* Buenos Aires: Edhasa .

Harvey, D. (2007). *Breve Historia del Neoliberalismo* . Madrid: Akal .

Heymann, D. (1986). *Tres ensayos sobre inflación y políticas de estabilización.* Buenos Aires: CEPAL .

Iñigo Carreras, N. (2010). Indicadores para la periodización (momentos de ascenso y descenso) en la lucha de la clase obrera: la huelga general. Argentina 1992 - 2002. *Pimsa - Documentos y comunicaciones*, 165-186.

Keifman, S. (2004). Sobere la economía política de la política monetaria . *Novenas Jornadas de Economía Monetaria e Internacional* (págs. 2-22). La Plata: Universidad Nacional de La Plata.

Kindleberger, C. P. (2013). *Manías, pánicos y cracs. Historia de las crisis financieras.* Madrid: Ariel .

Krugman, P. (1997). *La crisis de la moneda.* Santa Fe de Bogotá: Grupo Editorial Norma .

Krugman, P. (16 de junio de 2001). En Wall Street se preguntan cuándo se declarará el Default. *La Nación*, pág. 9.

Krugman, P. (2012). *!Acabemos ya con esta crisis!* . Buenos Aires: Crítica .

Kulfas, M., & Schorr, M. (2003). Deuda externa y valorización Deuda externa y valorización financiera en la Argentina actual . *Realidad Económica. N°198*, 21-49.

Magdoff, H., & Sweezy, P. (1987). *Stagnation and financial explosion.* New York: Monthly Review Press .

Marichal, C. (2010). *Nueva historia de las grandes crisis financieras. Una perspectiva global 1873-2008.* Buenos Aires : DEBATE.

Miguez, M. C. (2013). *Los partidos políticos y la política exterior argentina* . Buenos Aires: Ariel.

Minsky, H. (1992). *La Hipótesis de la Inestabilidad Financiera* . New York : The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.

Nochteff, H. (2001). La experiencia argentina de los 90 desde el enfoque de la competitividad sistémica. En T. Altemburg, & D. Messner, *Wettbewerbsfahiges Lateinamerika Herausforderungen fur Wirtshaft Gessellschaft und Staat* (págs. 1-13). Bonn.

Nudelsman, S. (2017). Régimenes cambiarios en América Latina. *Ensayos de Economía - No.51*, 35-56.

Obstfeld, M., & Taylor, A. M. (2004). *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth.* Cambridge: Cambridge University Press.

O'connell, A. (2001). El regreso de la vulnerabilidad y las ideas tempranas de Prebisch sobre el ciclo argentino. *Revista de la CEPAL*, 53-67.

Paredes, G. (2012). *Integraciones monetarias pasivas en Sudamérica (1991-2011)* [Tesis de posgrado] . Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas .

Polanyi, K. (2017). *La gran transformación. Los orígenes políticos y económicos de nuestro tiempo.* México: Fondo de Cultura Económica.

Prebisch, R. (1949). *El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas* . Santiago de Chile : CEPAL .

Prebisch, R. (1976). Crítica al capitalismo periférico . *Revista de la CEPAL*, 7-75.

Prebisch, R. (1986). *La crisis del desarrollo argentino.* Buenos Aires: El Ateneo .

Prebisch, R. (1991). El Patrón Oro y la vulnerabilidad económica de nuestros. En M. Fernández López, & G. Weinberg, *Raúl Prebisch: Obras 1919-1949.* Buenos Aires: Fundación Prebisch .

Rapoport, M. (2017). *Historia económica, política y social de la Argentina (1880-2003).* Buenos Aires: Ariel.

Rapoport, M. (2019). La teoría de la decadencia económica y el neoliberalismo argentino. *Ciclos, Vol. XXVI, Nro. 53*, 73-108.

Regalsky, A. (2005). *Las inversiones extranjeras en la Argentina (1880-1914).* Buenos Aires: Editorial de Bolsillo .

Regalsky, A. (2018). En los preámbulos de la banca central . En M. Rougier, & F. Sember, *Historia necesaria del Banco Central de la República Argentina. Entre la busqueda de la estabilidad y la promoción del desarrollo* (págs. 29-67). Buenos Aires: Lenguaje Claro Ciccus Ediciones.

Rodrik, D. (2011). *The Globalization Paradox . Why global markets, states, and democracy can't coexist.* New York: Oxford University Press .

Roig, A. (2016). *La moneda imposible. La convertibilidad argentina de 1991.* Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica .

Rougier, M., & Schorr, M. (2012). *La industria en los cuatro peronismos. Estrategias, políticas y resultados.* Buenos Aires: Capital Intelectual .

Rozengardt, D. (2004). *Crisis de desarrollo y de subdesarrollo: un análisis comparativo desde el balance de pagos argentino entre los años 1880-1891 y 1991*-2001[Tesis de grado]. Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires.

Sábato, J. F. (1988). Notas sobre la formación de la clase dominante argentina (1880-1914). En J. F. Sábato, *La clase dominate en la Argentina moderna* (págs. 13-36). Buenos Aires: CISEA/Grupo Editor Latinoamericano.

Schvarzer, J. (2008). *Moneda, magia y especulación. El curioso sistema financiero de la convertibilidad.* Buenos Aires: Manantial .

Sember, F., & Vernengo, M. (2018). El Banco Central como caja de conversión: en tiempos de convertibilidad. En M. Rougier, & F. Sember, *Historia necesaria del Banco Central de la República Argentina. Entre la busqueda de la estabilidad y la promoción del desarrollo* (págs. 369-410). Buenos Aires: Ediciones Ciccus- Lenguaje claro editora.

Stiglitz, J. (2002). *El malestar en la era de la globalización.* Buenos Aires: Taurus.

Stiglitz, J. (2008). Capital Market Liberalization, Globalization and the IMF. En J. Stiglitz, & J. A. Ocampo, *Capital Market Liberalization and Development* (págs. 76-101). New York : Oxford University Press .

Taylor, A. M. (2008). Foreign Capital Flow. En V. Bulmer Thomas, R. Cortés Conde, & J. H. Coatsworth, *The cambridge economic history of Latin America. Volume II. The Long Twentieth Century* (págs. 57-100). New York: Oxford University Press.

Tenewicki, M. (1997). Interpretaciones económicas y problemas históricos: la historiografía argentina y la etapa. agroexportadora. *Ciclos,Año VII, Vol. VII, Ni. 13, 2do. semestre de 1997*, 47-65.

Tobin, J. (1996). A Currency Transactions Tax. Why and How. En J. Stein, *The Globalization of Markets Capital Flows, Exchange Rates and Trade Regimes* (págs. 1-7). Berlin: Springer-Verlag .

Triffin, R. (1960). *Gold and the Dollar Crisis. The future of Convertibility* . New Haven: Yale University Press.

Villareal, R. (1987). *La contrarrevolución monetarista. Teoría, política económica e ideología del neoliberalismo.* México D.F: Fondo de Cultura Económica .

Vitelli, G. (2004). Las seis convertibilidades de la moneda argentina: la reiteración de una misma historia . *Revista Ciclos, Año XIV, Vol.XIV, N°28, 2do semestre*, 31-64.

Williams, J. H. (1920). *Argentine international trade under inconvertible paper money, 1880-1900.* Cambridge: Harvard University Press .

Williamson, J. (1995). What Role of Currency Boards? *Peterson Institute for International Economics*, 1-11.

Willimason, J. (1990). *What Washington Means By Policy Reform.* Washington D.C: Institute for International Economics .

Wise, C. (2001). La Convertibilidad Argentina ¿los lazos que obligan? En C. Wise, & R. Roett, *Política de tasa de cambio en América Latina* (págs. 121-151). Buenos Aires: Grupo Editor Latinoamericano .

Zícari, J. (2014). Matrioskas económicas. La convertibilidad argentina, sus ciclos y crisis. Dinámica interna, sistema bancario, déficit fiscal y endeudamiento . *ENSAYOS DE ECONOMÍA . No.45* , 155-181.

Zinn, H. (1997). *La otra Historia de los Estados Unidos.* Madrid: Hiru Argiletxea.