



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 MAESTRÍA EN HISTORIA ECONÓMICA Y DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

TRABAJO FINAL DE MAESTRÍA

“Alquimias monetarias: Una crítica estructuralista e histórica a la política cambiaria neoliberal de los *hard-pegs* en el auge de la globalización”

AUTOR: ESP. IGNACIO NICOLÁS BARRANQUERO.

TUTOR: DR. MARCELO NORBERTO ROUGIER.

FEBRERO 2024

“Alquimia: Doctrina y estudio experimental de los fenómenos químicos que se desarrolló desde la Antigüedad y a lo largo de la época medieval y que pretendía descubrir los elementos constitutivos del universo, la transmutación de los metales, el elixir de la vida, etc. ‘La alquimia pretendía encontrar la piedra filosofal que convirtiese en oro todos los metales’”
Diccionario Oxford

ÍNDICE

AGRADECIMIENTOS	4
INTRODUCCIÓN	5
CAPÍTULO N°1: MARCO TEÓRICO-METODOLÓGICO	9
1.1 El estructuralismo latinoamericano como marco de análisis	9
1.2 Globalización y política cambiaria: los condicionamientos objetivos y subjetivos del sistema monetario internacional.....	13
1.3 Las cajas de conversión argentinas como <i>hard-pegs</i> y el enfoque liberal/monetarista argentino	15
1.4 Metodología	17
CAPÍTULO 2: REGÍMENES CAMBIARIOS EXTREMOS Y POLÍTICA MONETARIA	19
2.1 La economía política de la política cambiaria	19
2.2 Trilema Monetario.....	20
2.3 Sistema Caja de Conversión o <i>currency board</i>	23
2.5 Los supuestos ortodoxos detrás de los <i>hard-pegs</i>	27
2.5.1 Hayek y Mises: la retórica de la reacción en la política monetaria.	29
2.4 La Dolarización.....	33
2.5.2 La dolarización en Argentina	36
2.6 La importancia de la crítica de Polanyi al dinero autorregulado del patrón oro y la imposibilidad de resignar la política monetaria.....	40
CAPÍTULO 3: LA OBSOLESCENCIA DEL PATRÓN ORO (Y EL CREDO LIBERAL) EN LOS AÑOS VEINTE	47
3.1 El Sistema Monetario Internacional del Patrón Oro	47
3.2 El patrón oro como resultado de la hegemonía británica	49
3.3 El Caso Argentino Durante El Patrón Oro: el surgimiento de la caja de conversión y la convertibilidad de 1899-1914	52
3.3.1 La formación y auge de la economía primario-exportadora: “la época de oro”	53
3.3.2 La crisis de 1890 y el surgimiento de la Caja de Conversión	54
3.4 Crisis de la globalización y obsolescencia del patrón oro en la década de 1920 ..	59
3.4.1 El trilema monetario y el fracaso del Patrón Cambio- Oro en la década de 1920	59
3.4.2 Las imposibilidades estructurales (económicas, políticas y sociales) y teóricas del patrón oro en los años veinte.....	63
3.5 .3 De la posguerra al fin de la Caja de Conversión argentina: cambios radicales y definitivos.	70
CAPÍTULO 4: LA POLÍTICA CAMBIARIA EN LA GLOBALIZACIÓN (1971-2001)	73

4.1	Génesis de la Globalización y (Des)orden monetario internacional	74
4.2	La política cambiaria en el sistema monetario internacional de la globalización 77	
4.2.1	Sistemas monetarios pasivos e integraciones monetarias pasivas en la globalización.....	77
4.3	La inestabilidad financiera	82
CAPÍTULO 5: LA ARGENTINA BAJO EL RÉGIMEN MONETARIO DE CAJA DE CONVERSIÓN (1991-2001).....		86
5.1	Contexto.....	86
5.2	La Caja de conversión en la década de 1990	87
5.2.1	La ley de Convertibilidad del Austral.....	87
5.3.1	Primer ciclo de la Convertibilidad. Entre el auge de los mercados financieros globales y la Crisis Mexicana (1991-1994).....	91
5.2.1	Otros currency boards.....	99
5.3	La determinación de los flujos de capital internacionales por sobre el ciclo económico.....	100
5.3.2	La crisis de 1995.....	101
5.3.3	Segundo ciclo: la ilusoria vuelta al crecimiento (1996- primer semestre de 1998).....	105
5.3.4	Tercer ciclo: el agotamiento definitivo de la Convertibilidad (1998-2001)	107
CAPÍTULO 6: EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL EN EL MUNDO MULTIPOLAR. OTRO MAL MOMENTO PARA ABANDONAR LA POLÍTICA MONETARIA.		115
6.1	Del auge de la Globalización a la Slowbalization: la economía y orden internacional (multipolar) en el siglo XXI.	115
6.2	El SMI en el siglo XXI y la aparición del Renminbi como moneda internacional.	122
6.2.1	<i>Crisis de 2008</i>	123
6.2.2	<i>La emergencia del Renminbi:</i>	125
6.3	Argentina y la vuelta de la alquimia monetaria	132
6.3.1	<i>Descripción de la inflación argentina 2002-2023</i>	133
6.3.2	<i>La dolarización como ¿solución?</i>	135
BIBLIOGRAFÍA		144

AGRADECIMIENTOS

Este trabajo fue posible gracias al aporte de muchas personas. En primer lugar a mi director Marcelo Rougier y nuestros colegas del Centro de Estudios de Historia Económica Argentina y Latinoamericana de la Facultad de Ciencias Económicas. En segundo lugar, al Instituto Interdisciplinario de Economía Política de la FCE-UBA del cual formo parte y que me permitió trabajar como becario UBACYT posibilitando la continuidad del presente trabajo. No menos importante fue el apoyo de mi madre, hermana, novia y amigos tanto económicamente como anímicamente. Por último, a la Universidad Pública argentina.

INTRODUCCIÓN

Esta tesis busca profundizar y continuar temas abordados en la tesina de especialización. En esta, desde un enfoque más histórico, se aborda el periodo que abarca las dos mayores cajas de conversión argentinas, la de 1890 hasta 1914 (haciendo énfasis en la convertibilidad de 1899-1913 y el surgimiento del régimen monetario en la década de 1890) y la de 1991-2001, a la luz del paradigma estructuralista latinoamericano y de las fuerzas internacionales objetivas y subjetivas que condicionan la política económica de los países y específicamente el proceso de globalización financiera. Básicamente en ella se sostiene la historicidad de las políticas e instituciones monetarias y las dificultades de adoptar políticas cambiarias y monetarias abiertamente procíclicas en una economía periférica. Al igual que en dicho trabajo, en el presente sostendremos la importancia de las condiciones estructurales de la economía global y su esencia, eminentemente histórica, alejada de los grandes supuestos atemporales que rigen las interpretaciones “ortodoxas” de quienes promulgan políticas cambiarias basadas en la “atadura de manos” de las políticas cambiarias extremas *hard-pegs* (y no tan extremas).

Por ejemplo, en la América Latina de los años setenta, esto último se vio reflejado en políticas cambiarias como el “enfoque monetario del balance de pagos” y posteriormente los *hard-pegs* (caja de conversión o dolarización). Políticas que, al igual que la alquimia buscaba una fórmula para lograr convertir materiales ordinarios en oro, se postularon como una única posibilidad de frenar procesos inflacionarios e integrarse a la globalización financiera lo que traería como resultado una etapa de estabilidad y prosperidad definitivas. Pero dichas cuestiones eran poco más que razonamientos cuasi-mágicos, en la práctica rápidamente terminaron dando lugar a desequilibrios macroeconómicos insostenibles y severas crisis económicas con graves impactos sociales. Lamentablemente cuestionar tales supuestos tiene tanta relevancia para comprender el pasado como para el presente, donde políticas cambiarias en su forma más extrema como una dolarización, vuelven a ser alternativas¹.

¹ Durante el año 2023 la propuesta de dolarización de la economía volvió a tener cierta relevancia y a hacer considerada por algunos candidatos a las elecciones de 2023, generando un enorme revuelo mediático y debates en torno a una cuestión que parecía saldada hace más de veinte años. Al respecto véase Brenta (2004).

Para entender estas problemáticas es necesario hacer algunas breves aproximaciones teóricas que conciernen a la cuestión. En primer lugar, como bien señaló Robert Mundell, los fuertes procesos de integración financiera de la economía global presentan a los hacedores de políticas un difícil *trade-off* entre soberanía monetaria, estabilidad cambiaria y apertura financiera. Este “trilema”, inicialmente presentado para la relación de la economía canadiense con Estados Unidos, se volvió una cuestión central en el sistema monetario internacional que emergió desde las cenizas de Bretton Woods y que dio lugar a la globalización financiera (Frieden, 2006). Teniendo en cuenta lo anterior, en segundo lugar, es importante destacar que desde los años setenta hasta bien entrada la década de 1990 (o incluso los primeros años del nuevo milenio) hubo un importante consenso desde el recientemente triunfante monetarismo hacia a la adopción de políticas monetarias y cambiarias que atiendan a la apertura financiera y estabilidad cambiaria – implicando también de precios – para los países periféricos, específicamente para aquellas economías “pequeñas y abiertas” (Brenta, 2004; Barranquero, 2022a). En ese sentido la irrupción de la globalización financiera y las nuevas condiciones de un sistema monetario internacional altamente volátil y salvaje impusieron grandes dilemas a los países periféricos, muchos de ellos como la Argentina –país en el que centraremos el análisis– adoptaron tempranamente políticas cambiarias de esta última inspiración terminando con enormes crisis a inicios de la década de 1980². Además, recientes trabajos como los de Rey (2018) sostienen que la profundización de la globalización financiera dio lugar a un “dilema” más que un “trilema”, entre la libre movilidad de capitales y las políticas monetarias independientes, dado que las políticas cambiarias que podrían llegar a tomar los países poco tienen que hacer ante la determinación de flujos de capital que dependen de las condiciones propias y autónomas de los mercados de capital y la política monetaria de los países centrales, específicamente la Reserva Federal de Estados Unidos.

Paradójicamente el país volvería a optar como opción por un esquema a un más extremo de estas soluciones, el *hard-peg* de la caja de conversión de 1991, principalmente por el proceso hiperinflacionario que atravesó entre 1989-1990. Aunque

² Nos referimos al “Plan de Estabilización de Diciembre de 1978” popularmente conocido como la “Tablita”, esquema cambiario que aplicaba el reciente enfoque monetario del balance de pagos y se basada en una serie de devaluaciones preanunciadas del tipo de cambio combinadas a un proceso de apertura financiera y comercial, con el objetivo de la convergencia de precios internos e internacionales. En la práctica, la inflación siempre superó a las devaluaciones dando lugar a un tipo de cambio real extremadamente bajo y a un fuerte proceso especulativo de endeudamiento terminando en la crisis de 1981-1982.

también, como una señal clara hacia una integración sin barreras en el proceso de globalización financiera y la búsqueda de la estabilidad cambiaria y reformas estructurales que dicho proceso requería. Cómo termina la historia es conocido, ahora bien, este trabajo inicialmente propone problematizar las opciones de política cambiaria, hacer una genealogía del pensamiento y supuestos que están detrás de las concepciones monetaristas para contrastarlas con la realidad histórica.

Partiendo de esta base, analizaremos este *trade-off* en la historia, nos proponemos analizar *hard-pegs* como el esquema de patrón oro o caja de conversión en la primera globalización, su declive por el fuerte cambio de circunstancias en los años veinte del siglo XX, para luego centrarnos en cómo las remozadas concepciones victorianas vuelven de la mano de la contrarrevolución monetarista en la última globalización.

El objetivo principal que persigue esta investigación es realizar un análisis histórico, que recurriendo a la perspectiva del estructuralismo latinoamericano, nos permita indagar sobre los orígenes, dinámica y crisis provocadas por la adopción de esquemas monetarios estrictos basados en supuestos “ortodoxos”, destacándose particularmente la experiencia argentina de 1991-2001. En ese sentido, mostraremos las complejidades de la política cambiaria y la historicidad de los esquemas monetarios. Sostendremos que la adopción de reglas estrictas o similares del patrón-oro histórico representan utopías de mercado autorregulado que sólo existieron en un determinado tiempo histórico a costa de grandes sacrificios para la mayoría de la población, y como fenómeno de tal naturaleza, no posible de recrear como se quiso hacer en el caso argentino de 1991-2001, ni tampoco en algún futuro próximo.

Nuestra principal hipótesis es que la política cambiaria en la globalización es representada bajo el trilema monetario Mundell pero lejos de ser un modelo formal, esta tiene distintas especificidades históricas y más recientemente toma la forma de un “dilema”. En ese sentido plantearemos que la solución al mismo no puede ser la adopción de esquemas monetarios que resignen la soberanía nacional, dado que en última instancia representan verdaderas alquimias o utopías de mercado autorregulado que dan lugar a fuertes desequilibrios macroeconómicos y costos sociales imposibles de sostener a largo plazo. Sostendremos, además, que los supuestos que hay detrás de los economistas monetaristas que idearon tales esquemas cambiarios pueden rastrearse en la filosofía liberal económica del siglo XIX y que además tienden a repetirse retóricamente en economistas con esa orientación, tal como sostuvieron Karl Polanyi y Albert Hirschman.

De ahí la importancia de aprehender esta filosofía para poder deconstruirla en tiempos que nuevamente vuelven a resurgir en nuestro país.

En ese sentido se busca explicar cómo este nuevo contexto de globalización financiera de las últimas tres décadas del siglo XX – pese a su similitud con el periodo de la primer globalización financiera – es netamente distinto para la Argentina, por lo cual la implementación nuevamente de un esquema de Caja de Conversión tendría efectos totalmente distintos a los del periodo 1899-1913. Esto nos permitirá deconstruir plenamente el discurso neoliberal en el cual se justificaba la implementación de los *hard pegs*; de que por sí mismos, la disciplina fiscal, la apertura al mundo y la “confianza” serían suficientes, tanto para frenar la inflación como para recrear otro periodo de crecimiento económico, tal como sucedió en Argentina a principios del siglo XX en el caso argentino.

Para desarrollar nuestra hipótesis en el capítulo 2 procederemos a hacer un balance de la política cambiaria y sus interacciones con el sistema monetario internacional en una economía globalizada. Posteriormente, desarrollaremos teóricamente los esquemas cambiarios extremos y las propuestas de política cambiaria de los economistas monetaristas de la década de los setenta para hacer una genealogía y crítica histórica de este pensamiento, principalmente a partir del histórico aporte de Karl Polanyi. Luego en el capítulo 3, en el sentido que sostenemos de la importancia del análisis histórico de la política cambiaria, analizaremos el periodo del patrón-oro y la dinámica argentina en este, tanto en su auge como en su crisis. En el capítulo 4 hablaremos de la política cambiaria en la actual globalización y en el capítulo 5 analizaremos el caso argentino de la caja de conversión de 1991-2001. Terminaremos con el capítulo 6 analizando el sistema monetario internacional en el siglo XXI, en un contexto actual signado por grandes transformaciones que se están sucediendo en el proceso de globalización para, finalmente, plantear lo absurdo de una dolarización hoy en día.

Más que innovar o hacer descubrimientos significativos lo que se busca es aprehender estos fenómenos y conceptos a través del enfoque histórico que acabamos de esbozar y desarrollaremos a continuación. El mismo permitirá pensar la experiencia reciente con la adopción de las políticas mencionadas para partir de una base sólida sobre la inviabilidad de reconstruir cualquier tipo de política de este corte en el futuro.

CAPÍTULO N°1: MARCO TEÓRICO-METODOLÓGICO

En este capítulo desarrollaremos brevemente los principales lineamientos teóricos que guiarán este análisis, en primer lugar presentamos el marco de análisis estructuralista para comprender la dinámica de la política cambiaria y de los sistemas monetarios, dado que dichas cuestiones varían sustancialmente si se trata de una economía desarrollada o no desarrollada. Además, como sostuvo tempranamente Carlos Díaz Alejandro (1975) la política cambiaria en los países menos desarrollados depende también de su dotación de recursos naturales y de especificidades propias de su historia económica. Por ello ya se parte desde el concepto *centro-periferia* como la base teórica fundamental del análisis. El siguiente punto de partida de este estudio consiste en destacar la historicidad de los sistemas monetarios (tanto nacionales como internacionales) y por consiguiente la resolución “*Trilema de Mundell-Fleming*” de la política cambiaria, el cual sostiene que una economía abierta no puede perseguir tres objetivos básicos a la vez: estabilidad cambiaria, apertura financiera y política monetaria independiente. Esto será sumamente necesario para poner en contexto a lo que llamamos *hard-pegs*, opciones de política cambiaria en contextos de auge de la globalización, que eliminan o limitan por completo la capacidad de ejercer política monetaria y otras políticas económicas, a la par que dejan a la economía vulnerable a las fluctuaciones del mercado internacional. En ese sentido y siguiendo una lógica “polanyiana” en este trabajo planteamos a estos esquemas cambiarios como instituciones del “mercado-autorregulado” que separan a la economía y a la sociedad de manera artificial, y siendo estas, auténticas utopías insostenibles a costa de grandes sacrificios para la mayoría del conjunto social (cuestión que desarrollaremos en el siguiente capítulo).

1.1 El estructuralismo latinoamericano como marco de análisis

Desde un primer momento planteamos que este trabajo parte del concepto *centro-periferia* no sólo para analizar la economía, sino también el desarrollo económico y otros elementos del desarrollo histórico de los países. En ese sentido, seguimos los clásicos aportes de Prebisch (1991 y 1976) y de Ferrer (1999) los cuales –entre otros tantos autores- plantean la división del trabajo internacional entre países centrales industrializados y países periféricos dependientes de las exportaciones primarias y de los ciclos económicos de los países centrales. En la década de 1950, en un contexto internacional geopolítico caracterizado por la Guerra Fría y un contexto económico global

caracterizado por la consolidación de una estructura de comercio internacional “norte-norte” (donde lo principal pasa por el intercambio de mercancías industriales entre países desarrollados), el economista argentino Raúl Prebisch –encargado de la Comisión Económica para América Latina (CEPAL)– comenzó a difundir las ideas que había desarrollado de manera procesual durante décadas y que se transformarían en las esperanzas de una América Latina encaminada al “desarrollo”³. Entendiendo esta última no como una necesidad de un proyecto autárquico –que podía ser bastante contraproducente– sino como una necesidad progresiva para mejorar la calidad de vida de la población, sin tampoco abandonar la idea –y necesidad– de un sector agroexportador dinámico con el cual apuntalar un proceso de industrialización (Prebisch, 1986a). Para resumir brevemente algunas de las ideas elementales a esta cuestión problemática –a los que deben sumarse los enormes desafíos en materia de ahorro interno y política fiscal-monetaria que al autor analiza en lo que luego sería llamado el “manifiesto de la CEPAL”–, Prebisch nos brinda dos conceptos elementales: la estructura centro-periferia y la tendencia al deterioro de los términos netos del intercambio comercial (TNIC).

En cuanto al primero, 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 tecnológicos². Según Prebisch, dicha diferencia, se explica en la concentración del progreso en el centro por los adelantos científico-técnicos, 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 a la par de su dependencia de exportaciones de carácter primario (Prebisch, 1986a y 1986b). En relación esto último, Prebisch (1986a) plantea una clara tendencia a la caída del poder de compra de las exportaciones primarias con respecto a los productos industriales, principalmente porque la mayor productividad en el centro no se expresa en la caída de los precios, dado que los empresarios y obreros de estos países tienen más poder para concentrar los beneficios del progreso técnico. De esta manera, la periferia no solo cada vez tiene peores TNIC, sino que, además, los ajustes del ciclo económico son más duros en esta dado su flexibilidad y por las fuertes oscilaciones en la demanda de sus productos.

³ Dejando de lado las complejidades de este término polisémico, aquí se define desarrollo como la modernización y complejización de las estructuras económicas y sociales, principalmente a partir de la consolidación del proceso de industrialización.

En largo plazo, la tesis de Prebisch tendió a cumplirse³ pese a que a comienzos de los 2000 por los cambios en la demanda de exportaciones primarias –provocado por el ascenso de la economía china– muchos cuestionaron esta tesis centrándose en el cortísimo plazo. Lejos de ello, luego del gran auge de los 2000 y la moderación/desaceleración de los 2010 en la demanda de productos primarios de Latinoamérica, la tesis de Prebisch se mantendría vigente, especialmente para Argentina. Por supuesto, esta **vulnerabilidad a partir del canal del comercio exterior** también se expresa en el canal financiero, pero antes de pasar a esta parte clave es necesario hacer algunos comentarios de las implicancias del comercio exterior en la política cambiaria. Como se ha demostrado en la historia económica de largo plazo (y se profundiza en el capítulo 3) para el caso argentino en relación a un sistema de moneda convertible, los primeros análisis de Williams (1920) y Prebisch (1994) mostraron una clara incidencia de la balanza comercial en la política cambiaria entre 1880 y 1914, donde el país pudo conseguir un sistema de caja de conversión convertible y sólido en épocas de “bonanza” de las exportaciones agropecuarias o bien en épocas de abundantes flujos de capital. Para el caso de la convertibilidad más longeva de la historia económica argentina de 1899-1913 la misma se mantiene casi puramente por un auge casi único de la primera década del siglo XX en las exportaciones tradicionales, como han demostrado trabajos clásicos como Ford (1997), Vitelli (2004), Rapoport (2017) y Gerchunoff, Rocchi y Rossi (2008). Estas bonanzas son las que permitieron pagar grandes auges de importación e inversiones de capital extranjeras en todas sus formas, dado que al mediano plazo los déficits de cuenta corriente se presentaron con toda claridad.

Como bien han demostrado más de medio siglo de desarrollos estructuralistas, el determinante de la restricción externa por el canal comercial ha sido y es un problema central en la Argentina. Tanto en el periodo de industrialización sustitutiva (1943-1975) como para el siglo XXI. Conocidos son los casos de *stop and go* del primer periodo. Mientras que para el siglo XXI, la CEPAL ha desarrollado nuevos trabajos sobre el peligro de los periodos de auges del sector tradicional y la necesidad de tomar medidas contra cíclicas para evitar la sobrevaluación real del tipo de cambio y con ello déficits estructurales del balance de pagos insostenibles a mediano/largo plazo (Ocampo, 2011).

En cuanto a la **vulnerabilidad por el canal financiero** esto también ha sido advertido por Prebisch e incluso para nuestro análisis tiene un carácter más relevante a la hora de determinar una política monetaria y cambiaria:

País sin capitales acumulados, y por tanto incapaz de mantener moneda propia, la Argentina debía tomarlos en el exterior, ya para desenvolverse económicamente, ya para colmar los déficits en los presupuestos. Los capitales prestados permiten, por una parte, el abultamiento de las importaciones de mercaderías extranjeras, y por otra, al incorporarse como metálico a la economía nacional, aumentan la cantidad de medio circulante, y preparan el terreno para la expansión del crédito y un período ascendente; del mismo modo que es el retraimiento de estos capitales que, junto a la variación de otros factores sobre los que tienen gran influencia, desequilibran el balance de pagos y producen una situación crítica. De tal suerte que estos capitales (...) constituían los factores objetivos preponderantes en la formación de nuestras crisis. (cit. Fiszbein, 2010, p.154).

Nuevamente, esto ha sido sumamente relevante para analizar el caso de una economía abierta en contexto de globalización como lo fue la época de fines del siglo XIX e inicios del siglo XX, donde los capitales externos junto a los flujos comerciales han determinado la moneda y las opciones de políticas económicas de un país como la Argentina. Variables por supuesto determinadas exógenamente y por el mismo mercado internacional.

La cuestión cobraría una relevancia central casi un siglo después, cuando la Argentina repitió un esquema cambiario de patrón oro en contexto de una fuerte globalización financiera. Trabajos como los de Fiszbein (2011) y O'connell (2001) han traído nuevamente a Prebisch para comprender el periodo 1991-2001, cuando a partir de la instauración de la Convertibilidad el país quedó atado a los ciclos económicos internacionales determinados por la dinámica de los flujos internacionales de capital, sin poder tomar ninguna medida contracíclica. En este caso como demuestran los trabajos de Frenkel (2003 y 2008)⁴ y Calcagno y Manuelito (2001 y 2013) la política cambiaria fija y con tendencia a la sobrevaluación cambiaria en contextos de grandes reformas de apertura comercial y financiera ha causado enormes déficits de cuenta corriente solo sostenibles a costa de un endeudamiento externo y propensas a las fluctuaciones cíclicas de los mercados financieros globales, donde las fases depresivas del ciclo económico los ajustes macroeconómicos se hicieron sentir fuertemente en el nivel de actividad y el nivel

⁴ En el caso de la globalización, tanto para la Argentina como para América Latina existieron tres ciclos económicos financieros bien diferenciados. Dos de auge de flujos de capital a la región década de 1970 y de 1990, y un periodo de transferencias enormes de la región al exterior y poca afluencia de capitales que fue la década de 1980, conocida por década perdida. En ambos periodos de auge se repiten patrones de fijación del tipo de cambio con desregulaciones financieras y comerciales profundas, y ambos se suceden crisis financieras enormes. En el caso argentino primeramente con la Reforma financiera de 1977 -que nunca pierde vigencia en el periodo a analizar- y la llamada "tablita" que termina en la crisis de 1982 y que luego se repite con mayor profundidad con la adopción del sistema de Caja de Conversión y reformas estructurales del consenso de Washington de inicios de los años noventa (Frenkel, 2003).

de empleo. Si bien estas reformas estructurales y los instrumentos de política monetaria y cambiaria, como la Convertibilidad argentina o la dolarización ecuatoriana, han sido eficaces para controlar el nivel de precios expresaron una vulnerabilidad macroeconómica totalmente incompatible con cualquier proceso de crecimiento y desarrollo económico sostenido. Lo mismo que nivel del equilibrio social, como veremos en el capítulo 5, los enormes efectos en el desempleo, la pobreza y la redistribución regresiva del ingreso que tuvo la Convertibilidad la hicieron insostenible en el tiempo e incompatible con una sociedad democrática en el sentido amplio del término, donde los ciudadanos también disfrutaran de derechos económicos y sociales.

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, p. 6). El término suele hacer 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, sino que este proceso de globalización financiera y 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 (Bordo, Eichengreen e Irving, 1999). En este sentido, siguiendo la tradición de estudios como los de Kindleberger (2013), (Rodrik, 2011), Stiglitz (2002) y Krugman (2012) planteamos a la globalización como un proceso que tiende a crisis financieras recurrentes, de las cuales nos concentraremos en el caso de las economías periféricas como la Argentina.

En la globalización la política cambiaria se vuelve uno de los temas centrales ante 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 más 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). Cohen (1998) sostiene que la soberanía monetaria de la mayoría de los

países durante la globalización es erosionada lo cual se vuelve uno de los principales rasgos del sistema, 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 siempre siguen importantes, por lo cual más que una cuestión tecnocrática la elección de una de terminada política cambiaria esta cuestión es de economía política.

En el caso del sistema económico y la política cambiaria, lo que caracteriza a la globalización es un desorden monetario internacional más que un sistema (Block, 1985) y en cuanto a la política cambiaria, Eichengreen (2019) sostiene que desde el fin del sistema de Bretton Woods en los años setenta las opciones de política cambiaria tendieron a la liberalización progresiva o flotación administrada y en menos casos por una fijación plena del tipo de cambio. En los años noventa, para América Latina esta cuestión se volvió más importante, quedando para los casos de extrema inflación e inestabilidad macroeconómica la tendencia adoptar anclas inflacionarias 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 el centro a comienzos de la década de 1970 se terminaría de consolidar en América Latina hacia mediados de los años ochenta (Frieden, 2006).

Como se verá en los capítulos 2 y 4 es en gran medida la dinámica de los mercados internacionales de capitales en una economía globalizada lo que condiciona la resolución de este trilema, por ello que también es posible hablar de dos claros momentos de globalización: el patrón oro (1870-1914) y el actual proceso vigente desde la década de 1970 (Eichengreen, 2019; Obstfeld y Rogoff, 2004). En ese sentido la resolución del trilema monetario fue bastante diferente a lo desarrollado anteriormente. Los trabajos de Eichengreen (2019), Eichengreen y Flandreau (1997) y el clásico trabajo de Polanyi (2019) muestran que el patrón oro se basaba exclusivamente en la situación particular de una economía globalizada centrada en Gran Bretaña. Este sistema monetario basado en una caja de conversión con convertibilidad pura al oro fue aceptado universalmente por los principales países e impuso serías condiciones de ajuste macroeconómico a las economías expuestas a las fuerzas del mercado. Dado que implicaba la liberalización absoluta del comercio exterior, las finanzas y mercados de mano obra flexibles sumados al principio de no intervención del gobierno en la moneda, fuertemente resguardado por la filosofía económica liberal que guiaba a los economistas y a los hombres de Estado.

Como sostienen los autores mencionados anteriormente, esto podía ser así mientras la economía estaba centrada en Gran Bretaña, y en términos sociales, las demandas de los trabajadores y de los empresarios nacionales estuvieran bastante subordinadas a los principios liberales. Como se verá en el capítulo 3 las modificaciones en la estructura económica internacional y las modificaciones sociales internas experimentadas por las sociedades europeas determinaron la obsolescencia de este régimen monetario, el cual pervivió por unas décadas más en países colonizados, pequeños o casos especiales como el de Hong Kong. Posteriormente, ya en pleno auge de la globalización y del pensamiento, la vieja idea reflotaría en la literatura económica junto a la dolarización, para morigerar el riesgo cambiario y poner freno a fuertes procesos inflacionarios internos (Cohen, 1998; Williamson, 1995). Políticas extremas fuertemente influenciadas por el pensamiento neoliberal desde sus cimientos más profundos y totalmente obsoletas para la época (Barranquero, 2022a; Brenta, 2004).

1.3 Las cajas de conversión argentinas como *hard-pegs* y el enfoque liberal/monetarista argentino

Varios trabajos son los que se han encargado de la temática para el caso argentino, aunque a grandes rasgos pueden destacarse una línea ortodoxa bien clara, otra línea de corte estructuralista más flexible junto a 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, dónde una amplia gama de trabajos que explican su surgimiento dinámico y crisis fueron caracterizados en Barranquero (2021). Un primer trabajo seminal de la perspectiva más estructuralista y flexible es el de las seis convertibilidades argentinas de Vitelli (2004) dónde se muestran las dificultades e imposibilidades de poder mantener el funcionamiento de la convertibilidad plena por la influencia de factores externos a la política fiscal, dónde esta última agravaría la problemática, otra perspectiva general y comparativa útil es de la de Vernengo y Pérez-Caldentey (2007) donde muestran 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. Esta última cuestión se profundiza en Barranquero (2022b) y se muestra en la tabla 1, donde se muestra como un mismo régimen monetario de una economía abierta puede tener resultados totalmente

distintos por el contexto objetivo externo e interno, como también, estar motivada por distintos objetivos de política económica.

Tabla 1

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.

Mientras que del lado de 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 se encuentran los trabajos de Cortés Conde (2000), Della Paolera (2000), y Della Paoelera y Taylor (2001) que, siguiendo las perspectivas monetaristas, hacen énfasis en la discrecionalidad monetaria y falta de una disciplina fiscal en la crisis de 1890 como el posterior ajuste y disciplina para reestablecer la convertibilidad. Siguiendo esta línea para el caso de 1991-2001, como sostiene Cavallo:

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 (Cavallo, 2003, p.49).

La convertibilidad vendría a solucionar la hiperinflación y reinstaurar la confianza. La crisis de dicho sistema también se seguía explicando bajo esta perspectiva, donde destaca la aceleración del crecimiento del endeudamiento público, crisis 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 complementa 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).

Mientras que una amplia gama de trabajos, desde distintas perspectivas, como los de Basualdo (2010), Damill (1997 y 2000) Schvarzer (2008) y algunos de la línea más cepalina como Calcagno y Manuelito (2003 y 2008) sostienen la imposibilidad de sostener el 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 de sus inviables consecuencias sociales, como una creciente desocupación y pobreza por el ajuste macroeconómico que causaba.

1.4 Metodología

En el marco teórico se plantearon conceptos de diferentes niveles de análisis y corrientes de pensamiento. Para darles un sentido, se propone articular la aplicación de estas políticas cambiarias de corte ortodoxo con su correspondiente relato ideológico y factores objetivos que determinan la política cambiaria a lo largo de distintas épocas históricas, para finalizar focalizando en la experiencia más reciente y pura de un *hard-peg*. Para ello se propone una metodología de reconstrucción histórico-narrativa que parte de una amplia reconstrucción bibliográfica de cada periodo histórico para llegar a una

adecuación contextualización e interpretación de los fenómenos analizados (Sautú *et. al*, 2005, p. 55). Es decir que la investigación tendrá un corte sintético e interpretativo importante de base cualitativa, aunque también recurrirá a métodos cuantitativos que soporten este método interpretativo. Para ello el trabajo de apoya sobre datos económicos volcados en gráficos y tablas. Especialmente en el capítulo 5 que tiene un formato de “estudio de caso”, el cual será más descriptivo que interpretativo. Por último, haremos una actualización del proceso de reconfiguración del sistema monetario internacional y la reciente vuelta de la idea de la dolarización en el año 2023

CAPÍTULO 2: REGÍMENES CAMBIARIOS EXTREMOS Y POLÍTICA MONETARIA

2.1 La economía política de la política cambiaria

El tipo de cambio es el precio más importante de una economía, dado que es el precio que afecta a todo el resto de los precios. Este, lejos de determinarse por modelos de “equilibrio” o por cuestiones “naturales”, se encuentra determinado por decisiones de política de los gobiernos: “la política monetaria de la elección del tipo de cambio es, la opción de política económica más significativa, sobre todo en economías abiertas” (Frieden, 2015, p.1). El tipo de cambio además es un aspecto central de economía mundial, dado que los Estados soberanos, vía el mecanismo de las tasas de cambio, están interconectados internacionalmente a través de la jerarquía del sistema de precios (Burnham, 1997). En ese sentido existen dos consideraciones para hablar de “régimen monetario”, una es la decisión de política monetaria del valor nominal y real del, la segunda es el régimen monetario mundial que son los arreglos institucionales que se dan entre países a nivel global o regional con respecto a la política monetaria (Frieden, 2015, p.2).

El tipo de cambio, además, nos dice mucho acerca del resto de la economía, la sociedad y sus instituciones como sostiene Frieden (2015):

De alguna manera, la política cambiaria requiere que el gobierno tome una decisión relativamente simple: fijar la moneda o permitir que flote, para tratar de mantener la moneda fuerte o débil. Pero estas decisiones simples reflejan estructuras, motivos y presiones extraordinariamente complejos (p.2)

En cuanto a su clasificación, a grandes rasgos, se pueden clasificar en tres tipos: los fijos, los intermedios y los flotantes. Los esquemas totalmente rígidos comprenden: a) la unión monetaria, que establece la circulación de una única moneda con paridad fija entre los países miembros, aunque con flotación contra el resto de las monedas; b) dolarización, que establece la adopción de una moneda extranjera como la única de curso legal; c) la caja de conversión, que implica el compromiso legislativo de fijar el tipo de cambio a una cierta paridad que se combina con restricciones al banco central, en la emisión de moneda local, contra moneda extranjera, privando al banco central la autonomía de la política

monetaria y el papel de prestamista de última instancia; y d) tipo de cambio fijo convencional, donde se fija la moneda a una moneda extranjera. En cuanto a un régimen flotante se deja a las fuerzas del mercado determinen el nivel del tipo de cambio sin ninguna intervención de la autoridad monetaria (Nudelsman, 2017, p.39).

Entre los tipos de cambio fijo y el tipo de cambio flotante, existe una tercera variedad de régimen cambiario que conformado por una amplia variedad de gama de regímenes intermedios que se corresponden con un determinado grado de intervención del gobierno en el mercado cambiario, en vista de una determinada política cambiaria que varía entre distintos grados de flexibilidad y rigidez. Estos se clasifican en: a) el tipo de cambio ajustable, cuando la fijación respecto a la otra moneda se ajusta periódicamente según las circunstancias; b) el *crawling peg*, o tipo de cambio reptante, cuyo tipo de cambio se ajusta en montos pequeños ya sea en forma activa cuando el ajuste se realiza por debajo de la inflación esperada o pasiva cuando se realiza en respuesta a la inflación pasada; c) la canasta de monedas, que consiste en fijar el tipo de cambio a un promedio ponderado de varias monedas; d) la zona objetivo o bandas cambiarias, permitiendo la fluctuación del tipo de cambio dentro de una banda en torno a una paridad central que es ajustada periódicamente de acuerdo a un programa pre-anunciado; y e) la flotación administrada donde las autoridades intervienen en el mercado cambiario de acuerdo a su discrecionalidad (Nudelsman, 2017,p.39).

En este apartado analizaremos particularmente aquellos arreglos cambiarios más rígidos que son los que nos interesan. Pero antes es necesario plantear una cuestión central en la política cambiaria.

2.2 Trilema Monetario

El trilema monetario plantea que existen tres objetivos que son imposibles de lograr a la vez, la plena movilidad de capitales, la estabilidad cambiaria y la soberanía monetaria. Cuando existen tipos de cambio fijos se logra la estabilidad y libre movilidad de capitales, pero se pierde la independencia de la política monetaria. Para lograr una movilidad de capitales, sin perder la autonomía monetaria se necesita recurrir a tipos de cambio flexibles perdiendo la estabilidad. Por último, si se quiere estabilidad y simultáneamente, mantener la autonomía de la política monetaria se hace necesario mantener controles de

capital, impidiendo la libre movilidad de estos (Nudelsman, 2017, p.38).

Originalmente, esta cuestión fue presentada por el economista canadiense Robert Mundell para analizar la relación entre Canadá y EE.UU hacia fines de los años cincuenta. Canadá tenía un enorme intercambio de bienes y servicios con EE. UU, para mantener una estabilidad y fomentar esta relación debía adoptar un régimen cambiario fijo lo que significaría tener la misma independencia monetaria que puede tener cualquier Estado de Estados Unidos con respecto a su gobierno federal, debido a la enorme dependencia de la economía canadiense. Esto obviamente implicaba una pérdida absoluta de la política monetaria. Si bien los canadienses han variado sobre la resolución de este problema, hacia fines de siglo XX con la consolidación de la globalización financiera, la cuestión se volvió una problemática global (Frieden, 2006).

Como sostienen Obstfeld y Taylor (2004) la alta movilidad de capitales que prevaleció en la primera globalización financiera durante la época del patrón oro aproximadamente entre 1870 y 1914 se debió a que los países pegaron su moneda al oro y permitieron la movilidad de capitales sacrificando la política interna mientras que en el caso de la segunda a partir de la década 1970 el enorme auge que vuelven a tener los flujos financieros se dio a partir de la tendencia a la libre flotabilidad de las tasas de cambio pero con un margen de intervención para la política económica. Mientras que la opción intermedia entre ambos extremos siempre se relacionara con un contexto donde los flujos internacionales de capital no son determinantes o por una política que privilegie los factores nacionales reduciendo enormemente las transacciones internacionales, pero en todo caso los factores socio-políticos tendrán una influencia central en la resolución trilema (Obstfeld y Taylor, 2004). Aunque es importante matizar la cuestión, dado que durante los años 1945-1971 el flujo de comercio restaurada de la multilateralidad de la economía mundial perdida en la década 1930 se da bajo un régimen de cambio fijo ajustable que solamente controlaba fuertemente los flujos financieros (Rodrik, 2011).

Otra cuestión importante a destacar es que si bien el alto grado de movilidad de capitales a nivel internacional restringe el accionar de los gobiernos en la política económica tampoco es totalmente determinante, que un gobierno decida tomar una política más activa o totalmente pasiva es una decisión política que también está influenciada por los intereses distribucionales en la economía que genera la cuestión

(Frieden, 1991). Frieden destaca que la integración financiera mundial tiene profundas consecuencias distribucionales, a grandes rasgos sostiene que en el corto plazo privilegia al capital sobre el trabajo, mientras que en el largo plazo tiende a desfavorecer al sector de bienes transables, como la industria y el campo, y favorecer al sector financiero (Frieden, 1991). Lo planteado por Frieden es central para comprender en mayor profundidad las decisiones de política económica, porque no es meramente una cuestión de decisión de los hacedores de política simplemente como se plantea en muchos trabajos sobre el trilema monetario. Sino que el autor incluye en el análisis a los intereses sectoriales de una determinada sociedad sobre esas políticas.

Por otro lado, recientes trabajos como el de Rey (2018) sostienen que ante la enorme relevancia que tienen los flujos de capital financiero en la economía internacional y los factores que los determinan, la política cambiaria que puedan tomar los Estado sea tanto fija como flotante es poco relevante. El trabajo de la autora parte de un análisis empírico a través de un modelo econométrico que analiza el precio de los activos y el crecimiento del crédito internacionales en relación con el índice VIX (que mide el riesgo y la incertidumbre en los mercados financieros) y la política monetaria de los centros. Este trabajo muestra evidencia acerca de la elevada tendencia procíclica de los flujos de capital, los cuales están negativamente correlacionados con bajos índices del VIX. Mientras que la política monetaria de los países centrales puede influir directamente en estos, como por ejemplo los directos efectos de la política de la Reserva Federal de EE.UU que se ven reflejado en dicho índice con una correlación negativa fuerte. En ese sentido se destacan cómo los periodos prolongados de bajo VIX muestran la formación de burbujas de crédito e inflación de activos que indefectiblemente termina en estallido. En este contexto la política cambiaria se vuelve inútil, por lo cual el *trade-off* es entre optar por poner regulaciones a dicha libre movilidad de capitales o mantener una política monetaria autónoma.

En el capítulo 4 se muestra esta cuestión, de cómo los países que tendieron a hacia los dos extremos de la política cambiaria para privilegiar el libre movimiento de los flujos de capitales terminaron en crisis. En el caso de los países en desarrollo de los llamados emergentes también se destaca como se han privilegiado las políticas cambiarias fijas. Cuestión que ha sido una de las principales causas y el principal mecanismo de transmisión de las crisis financieras que se han extendido por todos los mercados emergentes en la década de 1990, desde México al Sudeste Asiático, de Brasil a Rusia y por supuesto también, el caso argentino de 2001 (Frieden, 2006; Rodrik, 2011; Stiglitz,

2002). Este último tenía un régimen monetario externo que se conoce como caja de conversión.

2.3 Sistema Caja de Conversión o *currency board*

Un *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.

Sayeras (2005) resume el sistema:

En cuanto a las variaciones de la oferta monetaria, la caja de conversión sólo puede emitir dinero como cambio por activos de reserva extranjeros específicos, y ese dinero sólo puede tomar la forma de billetes o monedas. Es decir, sólo puede aumentar la base monetaria si incrementan los activos exteriores. Por tanto, esas modificaciones, en la versión más simple de la caja de conversión, tendrán el mismo sentido que las variaciones de los activos exteriores; es decir, de las entradas y salidas de la moneda reserva y, en consecuencia, de la balanza de pagos (p.17).

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) es “formalmente más cercano al uso directo de una moneda extranjera un *currency board* es 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).

El reemplazo definitivo de la moneda por la extranjera o la introducción de una caja de conversión se denominan *hard pegs* en la literatura especializada dado que es una fijación cambiaria extrema y su uso se encontró relacionado a las economías en crisis inflacionarias o en países en transición a una economía de mercado como algunos países que emergen de la caída de la URSS. Pero es importante destacar que, a diferencia de una dolarización formal, una caja de conversión no elimina el señoraje de la autoridad monetaria, puede tenerlo en momentos que las reservas sobrepasan la base monetaria dónde la banca central podrá emitir más moneda nacional.

Pero una falencia clave de todos estos regímenes cambiarios ha sido su enorme vulnerabilidad estructural a los shocks externos traducidos en una grave inestabilidad macroeconómica. Calcagno y Manuelito (2001) sostienen “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* es 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). Como vemos, 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 una caja de conversión (como también sistemas fijos menos rígidos) genera una fuerte vulnerabilidad a los shocks externos 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). En el periodo de auge los flujos de capital tienden a generar déficits comerciales y en la cuenta corriente y, en la fase de salida produce serias dificultades en el sistema bancario y en la base monetaria, provocando efectos negativos directos sobre el nivel de empleo y actividad económica (Frenkel, 2008).

Como se observa, el establecimiento de semejante política estricta requiere una alta disponibilidad de liquidez en el sistema bancario y el banco central, pero la cuestión se complejiza enormemente si hablamos de una economía periférica en un contexto de liberalización comercial y financiera. Como sostiene Paredes (2012):

si las principales fuentes de divisas son la inversión extranjera directa (IED), el endeudamiento externo y las exportaciones, el análisis de estas variables es central para la sostenibilidad de estos sistemas: a) las inversiones extranjeras son centrales, pero estas no son estables y varían a lo largo del tiempo; b) se puede recurrir al endeudamiento externo pero este no es infinito por lo que las exportaciones o mejor dicho un boom de exportación se hacen sumamente necesarios para sostener el sistema y evitar una crisis a mediano plazo. Por otro lado, la necesidad de divisas se potencia si c) el peso de las importaciones es creciente; d) la salida de divisas se facilita por la liberalización financiera; e) se permite repatriar un porcentaje elevado de la inversión extranjera directa. (p.152).

Por ende, la tenencia en el mediano plazo a los fuertes desequilibrios del sector externos 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).

Otro problema del establecimiento de *hard pegs* como la Convertibilidad fue que su apoyo exclusivo sobre cuestiones como la confianza que es lo que destacan trabajos como

los de Williamson (1995); Cohen (1998) entre otros tantos economistas ortodoxos internacionales y locales.⁵ Como lo resumen Boyer y Neffa (2004) para el *currency board* argentino de la década de 1990: “En los hechos, la decisión de anclar el peso al dólar fue una señal de la voluntad de importar desde el exterior una credibilidad monetaria, que los responsables políticos argentinos eran incapaces de proporcionar”(p.20). Pero este tipo de argumentación a favor de estos esquemas cambiarios, ignoraban otra cuestión central además de la fuerte vulnerabilidad a los shocks externos que generan y su énfasis en el enfoque fiscal. 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 optima es componente teórico fundamental a la hora de la fijar una moneda a otra como la Convertibilidad, una unión monetaria (la Eurozona) o la dolarización (Ecuador). La zona monetaria optima 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, sobre todo 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. En ese sentido Keifman (2004) rastrea la inspiración intelectual de los sustentos de la Convertibilidad en trabajos de economistas monetarias basadas en las ideas de Milton Friedman, como Barro y Gordon (1983).

⁵ Brenta (2004) analiza los *papers* académicos con respecto a los hard-pegs están netamente influidos por una concepción ortodoxa de la economía, el contexto ideológico del auge del neoliberalismo y fundamentalmente de numerosos *think tanks* internos y externos. En el caso de la Convertibilidad, instituciones como la Fundación Mediterránea fundada por Domingo Cavallo creador de la Convertibilidad y universidades privadas como la UCEMA y la UTDT, dónde se destaca la primera propuesta concreta de un hard-pegs por Almasi y Rodríguez (1989) a la crisis hiperinflacionaria. Roig (2017) sostiene que estas instituciones por primera vez tienen una influencia directa en la toma de decisiones, llegando a tener ministros de economías y presidentes del banco central.

Por último, como sostienen Boyer y Neffa (2004) “la *caja de conversión* no es un dispositivo puramente técnico, sino el instrumento de una estrategia política, que en los hechos busca someter el conjunto de las otras formas institucionales al régimen monetario y la apertura a la competencia internacional” (p.20), en ese sentido cabe destacar que detrás de ella se encuentra una profunda modificación en las estructuras e intuiciones de una sociedad en base a la atadura a la regla monetaria y la apertura externa, en este caso es la limitación del gobierno en la moneda y la subordinación del régimen salarial a los condiciones que impone el régimen monetario al modo de acumulación.

2.5 Los supuestos ortodoxos detrás de los *hard-pegs*

Los esquemas de *hard-pegs* parten siempre de un supuesto ortodoxo del fenómeno inflacionario; el cual además tiene otros corolarios que se asocian a cuestiones más amplias como una economía cerrada a los flujos económicos externos (financieros y comerciales) y a ciertos modelos socioeconómicos y políticos⁶. Como es sabido los supuestos ortodoxos para explicar la inflación tienen su origen en la “*teoría cuantitativa del dinero*”⁷ donde en última instancia la inflación siempre es explicada por la expansión de la base monetaria y el exceso de demanda. Pero como sostiene Heymann (1986) los enfoques monetaristas modernos son más complejos: “no postulan una relación necesariamente estrecha, período a período, entre dinero y precios, dado que admite diversos adelantos o rezagos, y también racionaliza situaciones de aceleración de los precios con caídas simultáneas en la actividad” (p.6), aunque sí resume todo en los cambios en la oferta. Si bien existen varios enfoques monetaristas, como los aplicados por la última dictadura militar entre abril de 1976- diciembre de 1978 y el de la “*tablita*” (1978-1981), lo particular de estos enfoques que siempre hacen hincapié en el déficit fiscal más que en la expansión de la base monetaria como la causalidad central:

Estos autores señalan 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

⁶ Véase el trabajo de Edwards y Dornbusch (1992) sobre la “*macroeconomía del populismo*” para caracterizar a los gobiernos y modelos económicos de tinte industrialista y distribucioncitas previos a las reformas neoliberales en América Latina.

⁷ La clásica teoría cuantitativa del dinero se expresa en la ecuación $MV = PT$ (donde la cantidad de dinero M por la velocidad de circulación V determina el lado izquierdo, que representa el producto del vector precios P, por el vector de la cantidad de transacciones T).

monetización. Es decir, el déficit fiscal causa al stock de dinero, cuyo aumento determina el de los precios. (Heymann, 1986, p.9)

Heymann relaciona esta última cita directamente a los trabajos de Sargent y Wallace y su teorización local de Cavallo y Peña (Heymann, 1986, p.9). Podemos ver a simple vista que esta es perspectiva que se relaciona más en directo con los *hard pegs*, que si bien da un rol central a la fijación cambiaria como mecanismos de estabilización, es la “disciplina” o “atadura de manos” lo principal. Keifman (2004) destaca esta postura de los orígenes más fiscalistas de la inflación como uno de los fundamentos centrales de los *hard-pegs* y destaca los trabajos de economistas como: Robert Baro, David Gordon, Thomas Sargent, Robert Lucas, Edward Prescott y Finn Kynland, como los principales influyentes de estas posturas. Todos ellos parten de las críticas de Milton Friedman⁸ a las ideas de la síntesis neoclásica de la posguerra y particularmente a la Curva de Phillips⁹, dado origen a una nueva revolución epistemológica en las ciencias económicas o *contrarrevolución* como la llama Villarreal (1987), dado el carácter fuertemente reaccionario de muchas de estas ideas.

En cuanto a este último punto, es importante contextualizar este cambio de ideas que empiezan a consolidarse en el mundo desarrollado y que se aplican de manera temprana en países como Chile y Argentina. En un contexto de altas tasas de inflación y bajo

⁸ Como sostiene Ocampo (2022) la creencia de Friedman en un régimen cambiario flotante sin regulación estatal y sus iniciales críticas a regímenes de patrón-oro, puede inducir al error de que Friedman criticaría fuertemente la dolarización o los currency boards como políticas cambiarias y monetarias. Contrariamente, Friedman creía en las tasas de cambio libres para los países desarrollados, mientras que para los casos de economías pequeñas sostenía la necesidad de una regla monetaria estricta que mantenga a raya al Estado. El ejemplo del currency board de Hong-Kong en los años '60, como sostiene Ocampo, lo convenció de ello.

⁹ Escalante Gonzalbo (2015) resume muy bien el argumento de Friedman: “En un primer momento, dice Friedman, un crecimiento inesperado de la demanda agregada, producto de una expansión de la oferta monetaria, puede producir en los agentes económicos la ilusión de que la economía crece, y por tanto puede inducir a las empresas a contratar más trabajadores, para producir más. Y así, en efecto, la inflación puede tener un impacto sobre el empleo. Pero ese efecto es transitorio. Si continúa el crecimiento de los precios como consecuencia de un aumento del dinero circulante, los agentes aprenden a descontar su efecto, y ajustan sus percepciones y su conducta. Saben que no hay un crecimiento real de la economía. De modo que suben los precios, pero no aumenta la producción, ni el empleo”. (p.62). De estos aportes se parte la idea de la existencia de una tasa natural de desempleo y fundamentalmente de una futilidad de las políticas del gobierno para estimular e intervenir la economía, incluso se sostiene que produce el efecto contrario. Además, introducen el concepto de “expectativas racionales” donde los agentes económicos siempre van a prever dichas políticas neutralizando su efecto (Escalante Gonzalbo, 2015, p. 63). Economistas como Barro y Gordon refuerzan la idea de la tasa natural agregando la racionalidad del gobierno, el cual intentará disminuir la tasa natural de desempleo a partir del gasto pero nuevamente los agentes económicos formularán sus expectativas en base a las nuevas modificaciones de precios, por lo cual siempre deferirán volviendo al orden previo o causando mayor desempleo, pero añaden la idea de la atadura de manos del gobierno, como una forma de que estas expectativas de gobiernos y agentes económicos converjan (Keifman, 2004, p.4).

crecimiento económico como lo fue la década de 1970, en donde además ocurrieron dos grandes shocks de estanflación provocada por los precios del petróleo, las viejas ideas del siglo XIX volvieron en la forma del moderno monetarismo (Carter, 2020). Ideas como el estricto control del agregado monetario combinadas con un fuerte discurso anti-intervencionismo y anti-regulación estatal, que partían de supuestos como que los controles a la economía y el manejo de la política monetaria como herramienta estaban siempre condenados a fracasar porque causarían siempre los efectos contrarios a los que se buscaba, empezaron a difundirse con gran rapidez y minaron de raíz el conceso de las ideas más o menos keynesianas de la posguerra. El giro monetarista en la reserva federal de 1979 fue un punto de inflexión en este camino, al igual que la llegada de gobiernos con una retórica fuertemente anti-gubernamental y anti-estatal (una cuestión central del monetarismo y de todo el universo neoliberal). Pero como sostiene Frieden (2006) y numerosos autores, este giro en las ideas que luego se traducen en políticas son un resultado y no una causa de los grandes cambios de la década de los '70, es decir: la irrupción de un capitalismo fuertemente financiarizado e integrado globalmente en términos de producción; donde las ideas y consensos de la posguerra como la importancia del Estado y la meta de buscar el pleno empleo en la economía dejaron de ser útiles.

En el plano estrictamente de la política monetaria eso se expresó claramente en el triunfo de las ideas de Milton Friedman, triunfo que tiene una explicación más de pragmatismo que de científicidad de las teorías (Carter, 2020; Frieden, 2006). Pero lo central para este estudio es destacar que detrás de todo este nuevo desarrollo teórico se esconden los viejos y simples supuestos de que el dinero es una cosa neutral o una mercancía más, y puede estar sujeto a la “arbitrariedad” del Estado. Por ello, si bien el desarrollo teórico de las propuestas dolarizadoras se dan por estas “nuevas-viejas teorías” y en el contexto de la globalización, es necesario hacer un breve comentario a la amplia y vaga filosofía neoliberal que es su sustentación principal.

2.5.1 Hayek y Mises: la retórica de la reacción en la política monetaria.

A inicios de la década de 1990 el prestigioso economista del desarrollo Albert O. Hirschman escribió el libro “*La retórica de la reacción*” para caracterizar la narrativa reaccionaria del neoliberalismo en su ataque al Estado de bienestar y los derechos económicos-sociales del orden socioeconómico de la posguerra; reacción que se unía a un movimiento conservador mucho más amplio siempre contrario a las grandes olas de democratización, como los que se opusieron a los derechos civiles y luego a la ampliación

de los derechos políticos de las mayorías. Hirschman plantea que estas olas reaccionarias a lo largo de la historia y en distintos lugares, comparten una misma y simple retórica basada en tres tesis: la tesis de la perversidad, la tesis de la futilidad y la tesis el riesgo. La primera plantea que cualquier intento de cambiar algo del orden político, social o económico provoca un efecto contrario al requerido o para empeorar lo que se pretende solucionar, la segunda tesis plantea que cualquier intento de realizar reformas sociales serán nulos o de alcance limitado por su fragilidad teórica y la tesis del riesgo que sostiene que los cambios impulsados pueden poner en peligro las libertades previas (Hirschman, 1991, p.7).

Se puede observar claramente que las primeras dos tesis forman parte de la retórica de los trabajos de académicos Friedman y los demás economistas que ya han sido mencionados; siempre los agentes económicos en su accionar se anticiparan al Estado, siempre existe una tasa natural de desempleo y por supuesto, la política monetaria llevada a cabo por el Estado –generalmente en busca del pleno empleo– tarde o temprano tendrá resultados peores a los que se buscaba. Sobre la tercera tesis –más vaga y amplia que la primera- se puede decir que también ha sido importante en el discurso y la filosofía monetarista de Friedman o los casos de Friedrich Hayek y demás autores de la escuela austríaca. Pero volviendo al tema de análisis, Hayek en “*La desnacionalización del dinero*” brinda los supuestos filosóficos más centrales que hay detrás de la concepción neoliberal sobre el dinero y principalmente de los dolarizadores.

Partiendo de que “el dinero como una mercancía que, de forma similar a los restantes bienes existentes en un mercado, puede ser suministrada con mayor eficiencia a la sociedad por el sector privado que por un monopolio estatal” (Hayek, 1996, p.9), el autor llama a una defensa de la “*libre competencia de monedas*”¹⁰; donde además, estas debían estar libremente acuñadas o suministradas por privados, como por ejemplo los bancos. Según el mismo Hayek esto representaba “una solución política factible para lo que técnicamente es el problema más simple, el frenar la inflación” (Hayek, 1996, p.11), de este modo la inflación es enunciada como un tema sencillo siempre atribuible al uso de la política monetaria producto del monopolio estatal del dinero:

Durante la década 1962-1972, cuando los que creían en un *fine tuning* de la política monetaria tenían una influencia que esperemos no vuelvan a tener, la mayor parte de las fluctuaciones

¹⁰ Roig (2016) en su trabajo sobre la moneda surgida durante la Convertibilidad señala este supuesto filosófico en los discursos de Domingo Cavallo, quien toma de Hayek la idea de que los consumidores elijan libremente entre varias monedas, en este caso el peso o el dólar.

eran consecuencia de la política monetaria y presupuestaria. No se puede decir que el período siguiente al abandono de la regulación semiautomática haya sido en general más estable y desprovisto de perturbaciones monetarias que los períodos del patrón oro o los tipos de cambio fijo. (p.103)

Por un lado, este libro escrito en 1978 –durante plena crisis estanflacionaria en los países centrales y de regreso de las concepciones liberales y neoclásicas en la teoría económica– refleja un fuerte cuestionamiento las teorías económicas keynesianas sobre los supuestos desastres provocados por esta a partir de la política monetaria. Por otro lado, si bien el libro no llama a un retorno al patrón oro, en él se niega que el contexto posterior caracterizado por las ideas antes mencionadas y el uso de la política monetaria por parte de los Estados para aminorar los efectos de las crisis del ciclo económico y buscar el pleno empleo, haya tenido mejores resultados que el periodo de la regulación semi-automática. Cuestión más que errónea dado que el periodo del sistema monetario internacional de Bretton Woods que coincide con el capitalismo fordista y el Estado de Bienestar –objeto de ataque de esta retórica reaccionaria– fue el periodo con menos crisis económicas de la historia, al menos en los países centrales¹¹. Pero lo que es interesante aquí, es que siempre de no ser posible desnacionalizar el dinero es mejor un tipo de cambio fijo bastante estricto para limitar o eliminar la política monetaria y cambiaria.

En el caso de Ludwig von Mises, en una serie de charlas brindadas en la Universidad de Buenos Aires en 1959, se llama abiertamente a la defensa del patrón oro y se cuestiona con bastante vehemencia a la figura de Lord Keynes y la política económica del partido demócrata relacionado al New Deal. Primeramente, para Mises el dinero es producto del gobierno: “el Gobierno crea dinero por decreto (*fiat money*), aumentando así la cantidad de dinero y crédito. Simplemente el Gobierno emite una orden, y el dinero por decreto aparece” (p.70). En segundo lugar, el Patrón Oro –que actualmente equivaldría a un *hard-peg*– es una opción mucho mejor a la que un gobierno con política monetaria¹²:

¹¹ Eichengreen y Bordo (2002) destacan que en el periodo de intento de restauración del patrón oro en los años de entre guerras se contabilizaron 36 crisis económicas, mientras que con el sistema de Bretton Woods hubo 21 y en el periodo 1973-1997 de abandono de los controles de capital y tasas de cambio flexible se contabilizaron un total 44 crisis en economías desarrolladas y un total de 95 en economías periféricas.

¹² Paradójicamente la historia del patrón-oro desmiente lo sostenido por Hayek y Mises. Como sostiene Helleiner (2003) el patrón-oro, lejos de la versión del liberalismo económico, sirvió para afirmar la soberanía monetaria de los Estados, dado que consolidó los primeros sistemas monetarios nacionales con firmes herramientas para controlar la política monetaria; sea a partir de los primeros bancos centrales o al afirmar el dinero nacional al oro, eliminando a los dineros subnacionales o internacionales que competían con este, entre otras cuestiones.

el *gold standard* tiene una virtud tremenda: la cantidad de dinero bajo el *gold standard* es independiente de las políticas de los Gobiernos y de los partidos políticos. Ésta es su ventaja. Es una forma de protección contra los Gobiernos despilfarradores [...] Bajo un sistema inflacionario, nada es más simple de hacer para los políticos que ordenar a la imprenta del Gobierno proveerles cuanto dinero necesiten para sus proyectos. Bajo un *gold standard*, un Gobierno sano tiene una mejor oportunidad. (Von Mises, 2009, p.73)

De esta manera se puede observar como en el terreno de la política cambiaria o monetaria estos autores más filosóficos planean soluciones inclusive más radicales que los académicos monetaristas. Además de que la inflación siempre se explica por la acción del gobierno a partir de la política monetaria, estos autores también suelen subordinar las crisis del balance de pagos o crisis externas a los mismos factores (algo central para explicar la inviabilidad de la dolarización y otros *hard-pegs*). Para Hayek:

Con la desaparición de las distintas monedas territoriales se suprimirían también los llamados "problemas de balanza de pagos" que, se cree, causan intensas dificultades a las políticas monetarias actuales. De hecho, se descubriría que "los problemas de balanza de pagos" son un efecto bastante innecesario de la existencia de monedas específicamente nacionales, que es la causa de la indeseable mayor coherencia interna de los precios nacionales que de los internacionales. Desde el punto de vista de un orden económico internacional deseable, los "problemas de balanza de pagos" son un falso problema del que nadie se debe preocupar, excepto el monopolista de la emisión de moneda en un territorio. (Hayek, 1996, p.107).

Este supuesto también se esconde en las sofisticadas teorías monetaristas como en el llamado "*enfoque monetario del balance de pagos*" que parte del "*specie flow model*" de Hume, quien pone las bases para la teoría cuantitativa del dinero. Como resume Villareal (1987):

El enfoque monetario o monetarista de la balanza de pagos tiene una lógica similar al modelo del *specie flow model* de David Hume, aunque a diferencia de este modelo, 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. (p.182)

Hasta aquí se han expuesto las raíces teóricas y filosóficas que hay detrás de los *hard-pegs*, a continuación, se analizarán concretamente estos argumentos en las propuestas de los dolarizadores para la Argentina.

2.4 La Dolarización

Por dolarización se entiende el abandono de la moneda de curso legal de un Estado en pos de una divisa extranjera, comúnmente el dólar estadounidense (Brenta, 2004; Cohen, 1998). Como sostienen Rochon y Seccareccia (2003) debe distinguirse entre dolarización plena –que equivale a lo anterior– y una dolarización parcial o de *facto*, cuando una enorme parte de los pasivos y activos del sistema bancario son en forma de dólares, el dólar se usa como reserva de valor y unidad de cuenta, y muchas veces, como medio de cambio junto a la divisa local. Generalmente este proceso en la literatura *mainstream* recibió el nombre de sustitución monetaria, cuando en contextos de alta inflación el dólar progresivamente sustituye a la moneda local en los atributos básicos del dinero (Calvo y Vegh, 1992). En estos contextos, como por ejemplo ocurrió con diversos países latinoamericanos a fines de los años '70 y la década de 1980, se solía usar la fijación a la divisa extranjera (dólar) como forma de “anclar” las “expectativas inflacionarias”. Las formas más extremas de dicha fijación a partir de textos legales acompañados de políticas monetarias muy rígidas (un sistema de *patrón oro/patrón- divisa extranjera/currency board*) o el liso y llano abandono de la propia moneda (dolarización) fueron llamados por la literatura *hard-pegs* (Calcagno y Manuelito, 2001). En ese sentido, aquí se entiende a la dolarización como un *hard-peg*, los cuales tuvieron un contexto técnico e ideológico bastante específico que fue la etapa de auge del pensamiento neoliberal único (Brenta, 2004).

En este contexto, para una economía periférica abierta, la mejor opción en política cambiaria era optar entre la flotación o la adopción de políticas cambiarias rígidas (Eichengreen, 2019; Nudelman, 2017). Hay dos factores que explican esta moda académica. Por un lado, el tema adquirió relevancia ante las distintas olas de crisis financieras en los llamados “mercados emergentes”, la idea era que las devaluaciones no servirían y que era mejor eliminar el “riesgo cambiario” para dispersar las expectativas de devaluaciones y fomentar la confianza en los mercados; también el surgimiento de la unión monetaria del Euro agudizó aún más el debate (Rochon y Seccareccia, 2003, p.1).

Por el otro, como sostiene Cohen (1998) durante el auge de la globalización se hace evidente el debilitamiento de lo que llama el “Modelo Westfaliano” de soberanía monetaria de los Estados-nación o de una moneda por Estado¹³; en un contexto que tendió a la liberalización con movimientos financieros y cambiarios de billones dólares diarios en la economía mundial, se hizo evidente como las grandes divisas afectaron y erosionaron la soberanía monetaria de los Estados más débiles. Además, debe sumarse, que el dólar se había consolidado aún más como la divisa hegemónica dominante luego del colapso de Bretton Woods en 1971 que durante la vida del propio sistema monetario internacional, particularmente en América Latina durante la crisis de la década perdida, donde la alta inflación e insólitos niveles de deuda externa difunden al dólar en usos microeconómicos en la población.

Por ello para el pensamiento económico convencional y principalmente para los *Think Tanks* más fundamentalistas no era descabellado sugerir la pérdida de la moneda propia como forma de estabilización de un país ante décadas de recurrente inflación e inestabilidad financiera, pero fundamentalmente como una forma de profundizar la inserción dependiente de las economías periféricas. En el caso de la dolarización para la Argentina, Brenta (2004 y 2008) muestra cómo el interés del Fondo Monetario Internacional adquiere relevancia entre 1999 y 2003, donde se produjeron numerosas investigaciones acerca de la dolarización y el accionar de numerosos *think tanks* internacionales y locales en pos de esta opción. En este contexto Ecuador adoptó la dolarización en el año 2000 y la Argentina hizo un intento fallido propio en 1999 y luego en 2001 fue condicionada a dolarizarse por el FMI. Castellani y Zskolnik (2011) destacan particularmente el año 1999 y el 2001 donde la dolarización se volvió auténticamente una opción de política monetaria pese a sus evidentes imposibilidades materiales. A continuación, se señalan los argumentos técnicos principales.

Entre las ventajas más conocidas –al igual que el resto de los *hard-pegs*– se encuentra la efectividad en solucionar niveles altos de inflación. También, en relación con su filosofía “ortodoxa”, se toma como positivo que el gobierno deje de financiar sus déficits públicos a partir de la emisión monetaria del banco central, dado que este desaparecería o se vería profundamente imposibilitada (Cohen, 1998). De esta manera el mercado de dinero y el sistema financiero local estarían fuera del control del gobierno (Hanke y

¹³ Cohen analizó como el dinero tiene una geografía particular asociada a territorialmente a los Estados-nación luego de la Paz de Wesfalia en 1848 que se consolidará definitivamente en el siglo XIX, algo particular en la historia. Luego en la globalización esa geografía del dinero comenzaría a cambiar nuevamente a partir de la liberalización financiera.

Schuler, 2002). Además, se suele recalcar que una vez adoptado el dólar como moneda oficial el riesgo cambiario y los demás riesgos financieros despreciarían y la confianza de los mercados se fortalecería; de esta manera podría sortearse fácilmente una crisis financiera al desaparecer el riesgo devaluatorio y restaurarse la confianza de los mercados. Este último punto ha sido el más destacado por economistas ortodoxos más académicos como Guillermo Calvo, Carmen Reinhart, entre otros; dado que luego de la crisis mexicana en 1994 la moda en la literatura *mainstream* era el *fear of floating* (Brenta, 2008; Nudelsman, 2017). Mientras que desde el lado más *fundamentalista de mercado*, donde se pueden mencionar *Think Tanks* como el Cato Institute y en Argentina al Centro de Estudios Macroeconómicos Argentinos (CEMA), hacían más hincapié en aspectos netamente fiscalistas y en el impuesto inflacionario, la “raíz” de todos los males macroeconómicos, donde la dolarización sería la solución definitiva.

Este último punto es uno de lo más recalcados por los dolarizadores, dado que en un régimen de dolarización la expansión de la base monetaria sólo podría ser a partir del saldo en la balanza de pagos, del mismo modo que un régimen de patrón oro del pasado o su símil, la caja de conversión. De esto también se traducen otras cuestiones importantes, dado que se requiere una absoluta libertad de entrada y salida de capitales, donde los excesos se corregirían a partir del mecanismo de la tasa de interés (que también debe estar libre), lo cual sirve a un proyecto mayor de liberalización económica propia de la ideología neoliberal; aunque esto puede contraer serías consecuencias en nivel de actividad económica y fundamentalmente en el empleo como también enormes consecuencias sociales. En relación con esa liberalización general de la economía, el discurso dolarizador marca como positivo la necesidad de flexibilización del mercado de trabajo; uno de los objetivos más importantes de las reformas neoliberales que se expandieron a lo largo del mundo en los años noventa y que recurrentemente se escuchan en la actualidad argentina, del mismo modo que se escucharon en otras épocas de la historia del país.

Mientras que los aspectos negativos, el más evidente es la pérdida de soberanía monetaria y la incapacidad de hacer políticas macroeconómicas contracíclicas en un contexto económico internacional muy volátil de auges y pánicos en las entradas y salidas de flujos de capital internacionales. Posteriormente, tanto la literatura convencional más difusora de la globalización financiera como Calvo y Talvi (2008), Reinhart y Rogoff (2012) o aquellos que desde el comienzo mantuvieron ciertas críticas o reticencias a la forma en que se desarrollaba este proceso como Stiglitz (2002) y Rodrik (2011),

coincidieron en que los procesos de apertura financiera acelerada con paridades cambiarias fijas eran eslabón más débil y peligroso del proceso y el canal de las múltiples crisis financieras que se sucedieron en la última década del siglo XX. Estas crisis tuvieron enormes impactos sobre la economía real de los países y fundamentalmente agravaron la calidad de vida de muchos de sus ciudadanos a partir del gran aumento del desempleo y los ajustes macroeconómicos que se implementaron recomendados por los organismos internacionales como el FMI y el Banco Mundial (Stiglitz, 2002). Por último, Rodrik (2011) retomando las teorías de James Tobin y Krugman quien retoma a Hyman Minsky, sostienen que el debate sobre las tasas de cambio en esta época no es lo fundamental sino los excesivos movimientos sin restricción alguna de los flujos de capital, paradójicamente, lo que se recomendaba desde la ortodoxia económica a nivel internacional¹⁴.

Esta revisión sobre el debate de las tasas de cambio y la globalización financiera es fundamental para contextualizar la propuesta dolarizadora, dado que su surgimiento en Argentina debe verse no solo a la luz de su historia inflacionaria, sino que debe contextualizarse ante la economía internacional y los debates en la literatura económica. En este aspecto, la cuestión es más que clara: la dolarización nunca fue la solución. Pero dado el actual contexto de alta inflación, no es raro que lentamente aparezcan discursos minoritarios a favor de este régimen. Por ello, en los siguientes subapartados se describirá brevemente a qué aspectos teóricos y filosóficos se remonta esto, luego haremos una caracterización de quiénes son los dolarizadores, para luego en la siguiente sección pasar a la crítica y deconstrucción de esta retórica.

2.5.2 La dolarización en Argentina

Como se ha dicho, el primer trabajo en plantear una dolarización directa fue el de Almansi y Rodríguez (1989), escrito en pleno contexto de hiperinflación. Este artículo, sin desmerecer el déficit del sector público, identifica el déficit cuasifiscal del banco central como el principal causante de la situación hiperinflacionaria, por lo cual plantea dos grandes reformas: la del sistema monetario y la del sistema financiero. Para los autores:

el llamado déficit cuasifiscal resultado de las operaciones de crédito del banco central con las

¹⁴ Tobin (1996) fue de los primeros en sostener que la política cambiaria ocultaba el verdadero problema que es la excesiva movilidad del capital financiero, mientras que Minsky (1992) a diferencia de la teoría convencional volvió a sostener la idea de Keynes de la tendencia a la inestabilidad financiera del capitalismo, ignorada por la síntesis neoclásica y las políticas neoliberales.

entidades financieras [...] La deuda del banco central que da origen al déficit cuasifiscal se genera en parte por la necesidad de esterilizar la emisión realizada para financiar el déficit operativo de Tesorería. (Almansi y Rodríguez, 1989, pp.6 -7)

Por ello es necesario una “auténtica reforma” que no tenga nada que ver con las del pasado (donde la credibilidad falló porque siempre se recurría en el déficit), por lo que los autores sostienen: “dada la historia monetaria argentina [...] creemos que la única forma en que el Estado nacional puede comprometerse creíblemente a no utilizar nunca más la emisión monetaria como mecanismo consuetudinario de financiamiento, es abandonando su potestad para emitir dinero” (Almansi y Rodríguez, 1989, p.11).

Nótese dos cuestiones, primeramente, la dolarización se vuelve una alternativa de política económica “seria” o posible en contextos de enormes crisis económicas; aunque en este caso el gobierno de Menem optó por el Plan Bonex meses después y ante un posible tercer episodio hiperinflacionario en febrero-marzo de 1991, eligió una caja de conversión. En segundo lugar, nótese que los autores pertenecen al CEMA una institución cuyos economistas principales se encuentran fuertemente vinculados a la Universidad de Chicago y a las teorías desarrolladas anteriormente. De hecho, los autores mencionados hicieron sus “*Ph.D.*” en esta última institución, al igual que Roque Fernández y Pedro Pou quienes como “*hacedores de política*” intentaron llevar a cabo la dolarización en el segundo gobierno de Menem. Lo mismo Guillermo Calvo, parte *mainstream* académico internacional y funcionario de organismos financieros internaciones, quien llegó a considerar brevemente la dolarización como alternativa durante las crisis financieras en los últimos años de la década de 1990.

Los años claves para la propuesta dolarizadora serían 1999 y 2001, años en los que el régimen de la Convertibilidad entra en su crisis definitiva y en donde en términos de política cambiaria la Argentina debía optar por salir del régimen sea devaluando o dolarizando. En enero de 1999 el presidente Carlos Menem recibió de Pedro Pou presidente del BCRA, con apoyo del ministro de economía Roque Benjamín Fernández, un plan para avanzar hacia la dolarización plena del país. También en los primeros meses de 1999 recibió la visita de numerosos expertos de *think tanks* norteamericanos promotores de este régimen cambiario y algunos funcionarios de bancos de la Reserva Federal (Brenta, 2004). Menem trató de avanzar firmemente en este camino, pero el intento recibió la desaprobación del Congreso de Estados Unidos y su tiempo restante en la presidencia era muy poco para llevar una reforma muy compleja que demoraría mucho

tiempo. Finalmente, la discusión quedaría saldada ese año cuando el frente opositor, aprovechando el slogan de sostener la Convertibilidad logró ganar las elecciones, algo no menor dado el enorme consenso que había generado este régimen en toda la población argentina pese a los graves resultados macroeconómicos que ya empezaban a notarse (Castellani y Zskolnik, 2011).

Luego en el año 2001, ante el evidente colapso de la Convertibilidad en los primeros meses, las propuestas dolarizadoras aparecieron nuevamente con fuerza. Según Brenta 2008 el FMI intentó condicionar al país a la dolarización para seguir mandando los fondos del *stand-by* negociado ese mismo año, además, numerosos economistas internacionales, además del ya citado centro local, empezaron a sostener lo mismo. El que más se destaca hasta hoy en día (con numerosas columnas en medios locales sobre la dolarización para Argentina) es Steve Hanke, en ese momento sugirió un plan para dolarizar la economía argentina. Paradójicamente, partiendo de los mismos argumentos usados en una situación de alta inflación o hiperinflación, por un lado Hanke y Schuler (2001) sostuvieron “Debido a que la incertidumbre sobre el valor futuro del peso se ha convertido en el mayor obstáculo inmediato para el crecimiento económico, el estudio enfatiza la dolarización oficial” (p.3); por otro lado, al igual que la propuesta de 1989, se considera que “La moneda ha sido la principal vía de contagio de los problemas financieros del gobierno al sistema financiero y de ahí al resto de la economía”, cuando en realidad –como se enfatizará en la cuarta sección– esta estaba determinada por la libre movilidad de los flujos de capitales internacionales. Si bien el artículo tiene la clásica propuesta de que el Banco Central liquide sus activos y pasivos por dólares y deje esta moneda como la oficial, en esta se destaca por plantear a los bancos privados como emisores de moneda y se enfatiza en el cierre definitivo del BCRA y la privatización de bancos públicos como el Banco de la Nación Argentina. Además, se plantean ridículas excusas en contra de los argumentos obvios y conocidos acerca de la dolarización, como comparar el tamaño del PBI argentino¹⁵ con Estados de EE.UU. para intentar desmentir que no importa que “Argentina sea demasiado grande para una dolarización” o como que la teoría de las áreas monetarias óptimas carecían de sentido dado que:

La falla de la teoría de las áreas monetarias óptimas es que los economistas presumen determinar los costos y beneficios para los consumidores, en lugar de reconocer que son las

¹⁵ La cuestión del tamaño de la economía del país es un dato fundamental, cuando en 1991 la Argentina implementó un *currency board* muy pocos países aún utilizaban este esquema monetario victoriano, prácticamente países minúsculos e insignificantes si se lo compara con una economía de nivel medio.

evaluaciones de los consumidores las que determinan los costos y beneficios que los economistas deben considerar. Si los argentinos prefieren tener dólares (y lo hacen), indica que para ellos Argentina es parte de un área monetaria óptima con Estados Unidos, sin importar lo que piensen los economistas. (Hanke y Schuler, 2001, p.31).

Luego añade “La competencia entre monedas, como entre otros bienes, es la forma adecuada de determinar áreas óptimas” (p.31) incurriendo en un subjetivismo económico absoluto, aunque como vimos, muy presentes en las ideas de Hayek.

Finalmente, la dolarización quedaría enterrada en el año 2002. Pero años más tarde volvería resonar otra vez, en el año 2018 en pleno contexto de devaluaciones del peso y grandes aumentos inflacionarios –aunque no comparables a los años setenta y ochenta– nuevamente economistas del CEMA volvieron a insistir con lo mismo¹⁶. Pero no solo esta clásica institución a favor de una ortodoxia económica fundamentalista y pro dolarizadora sería la que volvería a recoger el guante de la dolarización, también lo haría el fenómeno de los autodenominados “libertarios” o como Dvoskin (2019) denominó, el “terraplanismo económico”. Como sostiene este autor, estos movimientos propios de extremas derechas de una sociedad post- postneoliberal, donde se presentan como actores contra-hegemónicos –pese a que sus ideas en el fondo son profundamente hegemónicas– y toman como discurso principal el odio hacía las minorías y el más reciente movimiento de ampliación de derechos hacía estas. En el caso del tema económico los libertarios, para interpelar a la sociedad argentina acerca de los graves problemas económicos que enfrenta, estos sostienen que la culpa es del Estado y que se necesitan profundas reformas estructurales, que por cierto son las del mismo programa neoliberal implementadas décadas atrás. La dolarización para estos sectores, se transforma en el instrumento “técnico” más simple para llevarlas a cabo, dado que este experimento monetario implicaría profundas reformas en post de desregular y liberalizar la economía en todo sentido. También ideológicamente su simpleza puede resultar útil para difundirse al resto de la población no-especializada en temas económicos, como sostiene Dvoskin (2019) “esta extrema derecha se vale de la posibilidad de brindarles a los ciudadanos explicaciones simples y externas a los problemas sociales que ellos padecen y que los enojan” (p.161) en este caso la explicación es más que simple: el problema es la inflación, la cual a la vez está provocada por el uso del monopolio estatal de dinero, el cual se imprime para financiar el gasto público, por lo que reduciendo el Estado e imponiendo el

¹⁶ Véase los trabajos de trabajo de Ávila (2018) y Ocampo (2022).

dólar como moneda, ya no existiría este problema. Por ello no resulta para nada raro que, para el principal referente de este movimiento Javier Milei, una de las primeras reformas sería dolarizar la economía del país y “cerrar el BCRA”.

Para finalizar, en este apartado se sostuvo que desde los movimientos más vulgares en términos científicos como los libertarios, pasando por los pensadores austríacos y los modernos economistas monetaristas, en todos ellos existen elementos teóricos que permiten sostener un esquema de dolarización o alguna reforma monetaria radical similar, como lo fue la caja de conversión en su momento. Esto es la idea de que el dinero, además de ser algo neutral, es una mercancía más que debe estar suministrada por el libre juego de la oferta y demanda sin inferencia del Estado, y que justamente cuando esto ocurre, empiezan los problemas a los que estas reformas monetarias vienen a solucionar. Como se presenta a continuación, la historia ofrece grandes lecciones acerca de los peligros de incurrir en esta concepción.

2.6 La importancia de la crítica de Polanyi al dinero autorregulado del patrón oro y la imposibilidad de resignar la política monetaria

En Gran Transformación (desde ahora GT) Polanyi advirtió los peligros de caracterizar al dinero como algo neutral o una simple mercancía de mercado, como también, los peligros de desincrustar a la economía de las relaciones sociales para dejarla libremente a las fuerzas de un mecanismo autorregulador, tal como se proponía en la ideología dominante durante la globalización. En ese sentido, numerosos y prestigiosos académicos que estudian el proceso de la globalización y sus consecuencias se han volcado sobre los conceptos que Polanyi creó para caracterizar a la sociedad de mercado, propia del avance de la modernidad europea.

En primer lugar, se hace necesario destacar que la sociedad mercado es un estadio particular de la historia humana y no una constante propia de todas las sociedades humanas en todos los espacios y tiempos. Polanyi plantea a una economía de mercado como:

Una economía dirigida por los precios del mercado y nada más. Tal sistema, capaz de organizar toda la vida económica sin ayuda o interferencia externa, merecería sin duda el calificativo de autorregulado [...] pero antes de nuestra época no ha existido ninguna economía que estuviera, ni siquiera, en principio, controlada por el mercado. (Polanyi, 2017, p.104).

En segundo lugar, a esta concepción de organización económica de la sociedad se le añade una concepción institucional, caracterizada por la separación institucional de la sociedad, entre una esfera económica y otra política. Algo también novedoso en la historia humana. De aquí se desprende la clásica idea polanyiana de “*desincrustamiento*” de la economía de la sociedad y del “*doble movimiento*”. Un avance de la economía de mercado a través del mecanismo autorregulador que se desincrusta de la sociedad y otro movimiento de esta, que tiende a protegerse de este avance.

En tercer lugar, Polanyi introduce el concepto de “*mercancías ficticias*”. En la organización de la moderna sociedad industrial o sociedad de mercado, se distinguen tres mercancías que son fundamentales “la mano de obra, la tierra y el dinero son elementos esenciales de la industria; también deben organizarse en mercados; en efecto, estos mercados forman una parte absolutamente vital del sistema económico” (Polanyi, 2017, p.133) pero estos no son meras mercancías dado que no entran la definición de mercancía como algo que se compra y vende en el mercado:

El trabajo es sólo otro nombre para una actividad humana que va unida a la vida misma, la que a su vez no se produce para la venta sino por razones enteramente diferentes; ni puede separarse esa actividad del resto de la vida, almacenarse o movilizarse. La tierra es otro nombre de la naturaleza, que no ha sido producida por el hombre; por último, el dinero es sólo un símbolo del poder de compra que por regla general no se produce, sino que surge a través del mecanismo de la banca o de las finanzas estatales. (Polanyi, 2017, p.133).

Pero también “es con el auxilio de esta ficción que se organizan los mercados de mano de obra, tierra y dinero; estos elementos se compran y venden efectivamente en el mercado; su demanda y oferta son magnitudes reales” (Polanyi, 2017, p.133). De este modo el mecanismo de mercado también actúa sobre estos elementos centrales para la sociedad. Polanyi sostiene que esto es una ficción en el sentido de que si estas mercancías están libradas al mecanismo autorregulador, el avance de dicho mecanismo tendrá consecuencias destructivas sobre la sociedad; como por ejemplo la pauperización del campo inglés en el siglo XVIII producto de la privatización de la tierra y mercados de mano de obra totalmente libres, o las tensiones macroeconómicas autodestructivas del dinero automático por el mecanismo de patrón oro en la década de 1920 (ambos casos ampliamente desarrollados en la GT).

Pero la historia mostró que no sólo se hizo necesario intervenir el mercado de trabajo y la tierra para evitar las graves consecuencias del mecanismo autorregulador como

finalmente terminaría ocurriendo en la legislación desarrollada en los siglos XIX e inicios del XX, sino también, la misma organización empresarial de las sociedades capitalistas necesitó poner un freno al mecanismo autorregulador del dinero, como sostiene Polanyi (2017):

La administración del poder de compra por parte del mercado liquidaría periódicamente a las empresas, ya que las escaseces y los excesos de dinero resultarían tan desastrosos para las empresas, como las inundaciones y las sequías para la sociedad primitiva. (p.134)

De esta forma Polanyi describió un problema fundamental de las sociedades capitalistas durante el periodo del patrón oro y de su intento fallido de restauración¹⁷, y de alguna manera también la realidad de los llamados “*mercados emergentes*” que aparecieron 50 años después: economías abiertas comercial y financieramente a través de una política cambiaria fija a la globalización que experimentaron enormes inundaciones de flujos de capital que produjeron insostenibles desbalances externos, que luego de estallar, provocaron largos periodos de recesión económica con decenas miles de empresas y muchos más puestos de trabajos destruidos¹⁸. Pero como bien sostiene el autor esto no es advertido por el pensamiento liberal tradicional y mucho menos en el terreno monetario.

El capitalismo *laissez faire* o capitalismo liberal que Polanyi ubica con notoria claridad a partir del siglo XIX y hasta 1914 necesitó de su justificación ideológica en el *credo liberal*, que lejos de ser un invento de los fisiócratas o Adam Smith, Polanyi lo definió como una conjunción de pensamientos que tomaron cuerpo un conjunto de políticas específicas que dieron nacimiento a este capitalismo liberal. En ese sentido, ubica el nacimiento del *credo liberal* en la década de 1820 a partir de tres principios básicos que hacen a las tres mercancías ficticias: el principio de que el trabajo debía encontrar su precio en el mercado, que la creación de dinero debía estar sujeto al mecanismo automático del patrón oro y que los bienes debían fluir libremente entre los países a partir del libre comercio internacional. Estos principios formaron un todo indivisible y su realización en la práctica dependieron de tres leyes que consolidaron el capitalismo liberal en Inglaterra: la ley anti granos (1846) que consagró el principio de libre comercio

¹⁷ La primera parte de la GT se basa en el análisis del patrón oro entre fines del siglo XIX e inicios del XX, mientras que en los capítulos XVI a XVIII se vuelca al análisis de la restauración de este en la década de 1920.

¹⁸ Para profundizar este punto véase el prólogo de Joseph Stiglitz y la introducción de Fred Block en las ediciones recientes de la GT por el Fondo de Cultura Económica (como la citada en este trabajo).

internacional de inspiración ricardiana; la cual pudo surgir luego de la Ley Peel (1844) que establecía el dinero automático o dinero mercancía, libre de intervención del Estado. Pero ambas se relacionan con la Enmienda a la Ley de Pobres (1834) donde se condenaba a los asalariados a esforzarse al máximo para llegar a un nivel mínimo de subsistencia. Con esas leyes se dejó autorregular a las tres mercancías ficticias y la sociedad se tendió a mover a una economía de mercado autorregulado, donde estas quedaron divididas en dos esferas separadas, paralelamente la sociedad desarrolló los movimientos de protección.

En este capitalismo cada vez más regulado, aparecen desde las primeras leyes más básicas hasta los complejos y poderos bancos centrales. En cuanto a los grandes cambios en el terreno monetario primero es necesario desarrollar brevemente los principales postulados del credo liberal con respecto al dinero. La idea de la no intervención del Estado en este mercado a partir del clásico esquema de la *Bank Act*, que posteriormente podría verse en los trabajos monetaristas de la “atadura de manos”, en este esquema a partir de una estrecha relación entre el circulante y las reservas mediante una libre convertibilidad entre oro y billete, se evitaba que el gobierno interfiriera en este mercado y se hacía del control de los gastos públicos una meta central de política económica para sostener la paridad de la convertibilidad. De esta teoría se infiere que los mercados internacionales deben ser libres, que el Estado no debe intervenir en la formación de dinero y que el mercado de mano de obra debe ser flexible y determinado por el movimiento automático de los precios, de ahí la importancia que la Ley Peel o *Bank Act* tenía que complementarse a las otras dos leyes que garantizan un comercio exterior abierto y un mercado de trabajo libre. Polanyi también detalla que en el terreno del dinero este esquema fue sostenido por el concepto de dinero- mercancía donde el dinero es una mercancía –generalmente oro– que sirve para facilitar el intercambio de mercancías mediante el mecanismo de mercado sin interferencia externa: “El dinero-mercancía es simplemente una mercancía que funciona como dinero, de modo que su cantidad no puede aumentarse en principio, excepto disminuyendo la cantidad de las mercancías que no funcionan como dinero” (Polanyi, 2019, p.253).

Ahora bien, en la práctica esta definición de dinero mercancía se hace problemática. Por un lado, históricamente no hubiera sido posible la supervivencia de la economía capitalista, como sostiene Polanyi al criticar la teoría cuantitativa del dinero de Hume, según este último “las empresas permanecen sin afcción alguna si la cantidad de dinero se reduce a la mitad, ya que los precios se ajustarán a la mitad de su nivel anterior. Pero olvidó que en ese proceso las empresas se pueden destruir” (Polanyi, 2019, p.252). Por el

otro lado, esto hizo evidente la contradicción entre las tasas de cambios estables (del patrón oro y su automatismo) y el dinero necesario para la economía interna, dado que en tiempos de crisis del ciclo económico una drástica reducción este podría tener consecuencias sumamente destructivas. Por ello Polanyi sostiene la importancia del banco central, que ya en los años del patrón oro tuvo un rol fundamental en el funcionamiento productivo de la economía de mercado:

El banco central mitigó en gran medida ese defecto del dinero al crédito. A través de la centralización del suministro del crédito en un país era posible impedir la dislocación tanto del dinero mayorista como del empleo involucrados en la deflación [...] el banco amortiguaba los efectos inmediatos tanto de la extracción del oro sobre la circulación de billetes como de la disminución de la circulación de billetes sobre el desempeño de las empresas. (Polanyi, 2017, p.254).

Para Polanyi el rol del banco central dio inicio al proteccionismo monetario de una sociedad contra la autorregulación del mercado y cita, nada más y nada menos, que el surgimiento del Sistema de la Reserva Federal como el ejemplo más paradigmático. Este proteccionismo tuvo dos unidades claves, la *nación* como entidad económica central y la *moneda*:

el proteccionismo producía en todas partes una dura coraza integrada por la emergente unidad de la vida social. La nueva entidad se formó sobre el molde nacional, pero, por lo demás, guardaba poca semejanza con sus predecesoras, las mansas naciones del pasado. El nuevo tipo de nación con coraza expresaba su identidad en la moneda nacional simbólica, resguardada por una soberanía más celosa y absoluta que las conocidas con anterioridad. (Polanyi, 2019, p.261).

Pero esta cuestión escapa por lejos a la filosofía liberal –y se puede decir de la concepción neoclásica de la ciencia económica en general– dado que ambos aspectos eran irrelevantes y anacrónicos:

Ningún economista de la época liberal con suficiente estima dudaba de la irrelevancia del hecho de que las distintas piezas de papel fueran llamadas con nombres diversos en diferentes lados de las fronteras políticas. Nada había más simple que cambiar una denominación por otra utilizando el mecanismo de intercambio (Polanyi, 2019, p.261).

En la obra de Polanyi la moneda es clave en la unidad política y económica del moderno Estado-nación, donde aclara que el surgimiento de la sociedad de mercado autorregulado se da dentro de ese marco nacional, a diferencia de la filosofía liberal que considera que era el mero resultado teleológico de escalas cada vez más mayores y complejas de la economía de trueque entre los diferentes individuos¹⁹. Pero como se dijo para toda la concepción liberal y ortodoxa de la economía la moneda es irrelevante. En un tiempo de “presiones autodestructivas”²⁰, como lo fue la década de 1920 e inicios de los años treinta, donde se dieron los últimos apegos a la filosofía liberal y al mecanismo de dinero automático del patrón-oro (hasta su resurgir en la década de 1970), la política monetaria se presentó como una de las herramientas más poderosas pese a que los gobiernos tendieron a mantener una política monetaria muy sumida a los principios del credo liberal, lo cual condujo a crisis económicas y políticas sin precedentes:

El poder de integración de la política monetaria ha superado con mucho todos los otros tipos de proteccionismo que contaban con un aparato lento y pesado, ya que la protección monetaria ejercía una influencia siempre activa y siempre cambiante. El objeto de reflexión del hombre de negocios, del obrero sindicado, del ama de casa-lo que decidían en su fuero interno al preguntarse si el momento era favorable, el agricultor cuando hacía sus planes para la recolección, los padres cuando se preguntaban por las posibilidades de sus hijos, los enamorados cuando querían casarse-, era definido de una forma mucho más directa por la política monetaria del banco central que por cualquier otro factor aislado. Y, si esto era cierto incluso con una moneda estable, debía serlo mucho más cuando la moneda era inestable y era preciso adoptar la decisión fatal de una inflación o de una deflación. La identidad de la nación políticamente era establecida por el gobierno, económicamente correspondía al banco central. (Polanyi, 2017, p. 264).

De este modo Polanyi dejó en claro que tanto el banco central como la política monetaria se vuelven herramientas centrales para la supervivencia para el conjunto de la sociedad ante el mercado autorregulado, el cual es una utopía dado que la economía y la sociedad no son conceptos que puedan ser separados y siempre la última termina

¹⁹ Véase el capítulo V “*La evolución del patrón mercado*” de la GT.

²⁰ Por presiones autodestructivas se definen las tensiones en la economía interna de los países incompatibles con la tasa de cambio del patrón oro, donde se produjeron enormes niveles de desempleo que a la vez alimentaron la presión de la lucha de clases; mientras que a la vez las presiones de los intercambios como la caídas de las exportaciones, escasez de materias primas, bajos términos de intercambio y caída de las inversiones y ganancias eran las características centrales del comercio internacional que a la vez alimentaban las presiones imperialistas.

generando mecanismos de autoprotección. Que Polanyi haya sido recuperado por economistas como Fred Block o Joseph Stiglitz para analizar la globalización neoliberal de los años noventa, donde el apego a una regla monetaria estricta a partir de regímenes de tipo de cambio fijo, con liberalización financiera plena producto de profundas reformas pro mercado y el apego a planes de ajustes en tiempos de crisis, nos muestran la importancia de su pensamiento. De aquí se concluye que esta historicidad de los asuntos monetarios, desmienten absolutamente a las teorías del apartado anterior que presentan a la moneda como irrelevante y sujeta al mecanismo de mercado, y fundamentalmente, su propuesta de eliminar la política monetaria de los gobiernos y los bancos centrales.

CAPÍTULO 3: LA OBSOLESCENCIA DEL PATRÓN ORO (Y EL CREDO LIBERAL) EN LOS AÑOS VEINTE

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.

3.1 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 teórico²¹.

Como sostiene Eichengreen (2019) “el mejor modelo teórico del sistema de patrón oro es el *specie flow model* de David Hume” (p.24). La fortaleza de este 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

²¹ Para esta muy breve reseña del mecanismo del patrón oro se sigue a los estudios de Eichengreen (2019), 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.

en donde 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 qué fue lo que llevó al surgimiento del sistema de patrón oro a ser 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).

3.2 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 de inestabilidad 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.

3.3 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 redescantar 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.

3.3.1 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 1869-1914 (llegando su máximo esplendor entre 1900-1914, cuando el país creció a un ritmo del 6,3% anual)” (p.19).

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 estabilidad²². 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

²² Convertibilidad que, como se verá en la última sección, difiere casi completamente para el caso de 1991-2001.

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 auge 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.

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). 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).

3.3.2 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).

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 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 24 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 de las 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. Fue 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 2. 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 como también la estabilidad del nivel de precios.

Tabla 2

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).

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).

3.4 Crisis de la globalización y obsolescencia del patrón oro en la década de 1920

El periodo que va entre el fin de la Primera Guerra Mundial y la Segunda Guerra Mundial se caracterizó en primer lugar por un enorme retroceso con el proceso de globalización e integración mundial que caracterizaba los años del Patrón Oro, poniendo fin a la “primera globalización” e iniciando la “desglobalización” (Feinstein, Temin y Toniolo, 2008, p.7). En segundo lugar, se caracteriza por transformaciones económicas, sociales y políticas muy profundas que abarcaron todos los aspectos de las sociedades capitalistas que representan profundas diferencias con los años previos al inicio de la Gran Guerra. En este contexto el sistema monetario internacional sufrió profundas transformaciones y los gobiernos se enfrentaron a difíciles desafíos de política monetaria, donde la resolución del trilema monetario tendría que hacer frente a situaciones políticas y sociales muy distintas a las de la época del Patrón Oro (Eichengreen, 2019). En tercer lugar, el periodo se caracterizó por un lento crecimiento económico²³ si se lo compara con periodos anteriores y posteriores, como también como por una enorme propagación de crisis económicas de todo tipo y por la crisis más grande de la historia del capitalismo, la cual también tuvo enormes crisis políticas y sociales. Finalmente, como señala Eichengreen (1996) “lejos de ser sinónimo de estabilidad, el patrón oro por sí mismo fue la principal amenaza para la estabilidad financiera y la prosperidad económica entre la Primera y Segunda Guerra Mundial” (p.5).

3.4.1 El trilema monetario y el fracaso del Patrón Cambio- Oro en la década de 1920

El estallido de la guerra puso el fin de la convertibilidad del oro e implicó la inmediata intervención de los gobiernos en la política monetaria para subordinarla al esfuerzo bélico mediante fuertes controles, imponiendo nuevos impuestos y utilizando papel moneda para cubrir sus costos. La posguerra implicó un serio esfuerzo de reconstrucción monetaria entre los años 1919 a 1925, que se consolidó con la adopción cada vez más generalizada del nuevo patrón oro a partir de 1925. Lo que le siguió a eso fue un breve periodo de auge, donde la globalización y el viejo sistema monetario internacional parecían estar restaurados pero que terminó en una gran crisis irresoluble, en parte producto de la misma restauración del Patrón Cambio-Oro.

En cuanto a la primera parte de la década de 1920 Eichengreen (2019) sostiene:

²³ Mientras que el crecimiento entre 1870-1913 fue del 1,32% anual y en el periodo 1950-1973 fue del 4,08%, el periodo de 1914 a 1949 fue de un 0,76% anual (Feinstein, Temin y Toniolo, 2008, p.8).

Una característica notable de los acuerdos monetarios internacionales de posguerra fue la libertad de flotación. Por regla general, los bancos centrales no intervinieron en el mercado cambiario. La primera mitad de la década de 1920 ofrece, por tanto, un ejemplo relativamente claro de régimen de tipo de cambio flotante. (p.45).

Esta cuestión era así principalmente en los países vencedores como Reino Unido y Francia, mientras que los países vencidos la situación era peor dado el enorme peso de las reparaciones sobre sus economías y la financiación de sus déficits mediante la monetización de los mismos. En todos lados la alta inflación se volvió constante, en países como Alemania, Austria, Hungría y Polonia aparecieron grandes hiperinflaciones mientras que en el resto fue alta. En estos países, la restauración del sistema monetario a partir de un ancla cambiaria nominal como el Patrón Cambio Oro fue previa a 1925, dado la urgente necesidad de estabilizar o mejor dicho crear de cero su sistema monetario, siendo el caso alemán de 1921- 1922 el más significativo por las cifras inflacionarias exorbitantes alcanzadas.

En estos países el dinero había “muerto”, pero la restauración de la confianza y en general de la moneda no se debió simplemente al retorno de una regla monetaria estricta y de arreglos fiscales con respaldos políticos y sociales, fundamentalmente se apoyó en arreglos bilaterales o multilaterales externos que permitieron la estabilización macroeconómica de los países en hiperinflación. Primeramente, dependió de créditos internacionales brindados por Estados Unidos y Reino Unido²⁴. El Plan Dawes de 1924 permitió brindar los fondos necesarios para sostener la paridad cambiaria estabilizadora. Esta cuestión fue destacada por Nurkse (1997) quien además añade dos cuestiones fundamentales: la importancia que tienen los flujos de capital en el balance de pagos y la deflación causada por la política de altos intereses internos, que en todo momento fomentan una apreciación cambiaria constante. Pero como veremos más adelante, el problema vendría cuando dichos flujos externos se suspendan y la política de deflación sea intolerable socialmente, dado que, si bien inicialmente la estabilidad de precios luego de una hiperinflación es algo ansiado por la población, el desempleo y la caída de precios rápidamente se transforman en un explosivo ingrediente de conflicto social y político.

²⁴ Esto sería una cuestión análoga a lo que pasó con las economías latinoamericanas a mediados de la década de 1980 e inicios de los años noventa.

En cuanto a los países vencedores que escaparon de las reparaciones, si bien la salida del ancla cambiaria del patrón oro no condujo a procesos hiperinflacionarios, el alza de los precios sostenidos en el tiempo se transformó en un problema serio. Pero más difícil fueron los desafíos planteados por la suba de la deuda externa y la volatilidad de los flujos de capitales asociados a tasas de cambios flotantes. Estas últimas rápidamente se volvieron problemáticas. Inicialmente, dado la ideología y teoría económica de *laissez faire* imperante en el momento, al no poder restaurarse el sistema de patrón oro, los gobiernos decidieron liberar las tasas de cambio y los flujos de capitales como la opción más factible momentáneamente. Paralelamente en 1920 y 1992 comenzaron los primeros intentos de reorganizar el sistema monetario internacional previo a la guerra.

En estos primeros años que van desde 1919 a 1923, en casi todos los países se produjo una profunda depresión económica y el desempleo se volvió una problemática permanente, llegando a ser una de las características centrales del periodo de entreguerras²⁵. Cuestión que tenía una contradicción principal con la tendencia a las altas y fluctuantes tasas de interés, producto de la flotabilidad de las monedas; dado que los flujos de capital de corto plazo tendieron a ir yendo de un país a otro de manera especulativa como señaló Nurkse (1997). Los débiles “fundamentales” de la economía problematizaron aún más la cuestión debido a los grandes déficits fiscales y desequilibrios externos. Teorías como las de Milton Friedman y la escuela monetarista sostienen que no era la tasa de cambio flotante la que generaba los movimientos de capitales especulativos sino los fuertes gastos gubernamentales (Eichengreen, 2019). Pero como veremos a continuación, estas teorías no son del todo explicativas, porque una vez equilibrado los gastos públicos, e inclusive, con el ancla cambiaria en el oro restaurada, los flujos de capital siguieron siendo desequilibrantes dado que las bases estructurales de la economía internacional que posibilitaron el patrón oro original habían desaparecido.

Pero esto último no era percibido por la mayoría de los economistas y hacedores de políticas. Como dijimos, en los países hiperinflacionarios se volvió prioridad el retorno a una regla monetaria estricta y para 1923-1924 países como Austria y Alemania habían restaurado sus monedas en base a un sistema de patrón oro. Mientras que en Gran Bretaña comenzaron los debates de cómo sería la paridad de retorno al nuevo arreglo al oro. En

²⁵ Para 1923 todavía Europa Occidental no había alcanzado el nivel de producto bruto de 1914, en cuanto al desempleo en países como Reino Unido llegó a representar el 12% de la población entre 1921-1929 y Alemania 9,2% (Feinstein, Temin y Toniolo, 2008, p.124).

primer lugar, ya desde la Comisión Cunliffle en 1918 se planteaba como requisito primordial de la recuperación económica la creación de una moneda estable “Nada puede contribuir más a una pronta recuperación de los efectos de la guerra y a la rehabilitación de las divisas que el restablecimiento de la moneda sobre una base sólida” (Informe Comisión Cunliffle, 1918), para ello se recomendaba –aunque con precaución y cambios– el retorno a los principios de la Ley Peel de 1844. Dicha ley planteaba: la emisión respaldada en la convertibilidad; cesar el endeudamiento del gobierno; ir progresivamente eliminando las notas bancarias sin respaldo en oro. Pero, cabe destacar, que la Comisión Cunliffle no planteaba una relación 100% de las reservas con los billetes en circulación y también introducía la importancia del control de una autoridad bancaria central sobre las operaciones, cuestiones no menores pero insuficientes en términos de debate teórico sobre el dinero. También daba a la política de la tasa de descuento bancaria y la política de altos intereses un rol fundamental para evitar la pérdida de oro y restaurar la convertibilidad a la antigua paridad a la brevedad.

En segundo lugar, se destacan las conferencias de Bruselas (1920) y Génova (1922) donde se dieron los primeros pasos para que en el corto plazo se pudiera reconstruir un sistema de patrón oro de manera universal. Retornando al clásico supuesto de mantener el valor de la moneda con una reserva monetaria adecuada y definida a una determinada paridad por ley a la par de la libre exportación e importación de oro desde los bancos centrales. Aunque con un cambio fundamental: esta vez las reservas no necesariamente deberían estar en oro, sino que se estableció la introducción de divisas fuertes como el dólar, la libra y el franco francés como reservas en los bancos centrales (Nurske, 1997, p.189). De ahí, que el nuevo sistema monetario internacional tendría el nombre “Patrón-Cambio Oro”. Para ello era indispensable la vuelta a la ortodoxia económica tradicional: reducción de los déficits gubernamentales y mantener la moneda dentro de las reglas monetarias. De esta manera, se esperaba que el retorno a un sistema monetario internacional de patrón oro tuviera como primera función terminar con la fluctuación de las monedas manteniéndolas en límites fijados, y por ende, poder de equilibrar los precios internos.

Finalmente, Gran Bretaña con apoyo de Estados Unidos a partir de una política de bajas tasas de redescuento de la Reserva Federal, logró restaurar la convertibilidad de la libra a su antigua paridad en un sistema de patrón oro. Con Gran Bretaña otra vez en el oro inmediatamente se incorporan varios países y Francia lo haría en 1926, pero no a la misma paridad previa a la guerra (Marichal, 2010). Hasta la coyuntura sumamente crítica de los

últimos años de vida del patrón cambio oro (entre los años 1929-1932) prevaleció la ilusión del retorno al pasado previo a la guerra²⁶.

En base a lo expuesto, se puede concluir que desde la óptica del trilema monetario en la década de 1920 y comienzos de los años treinta todavía la mayoría de los países no veían a la soberanía monetaria como un objetivo de política económica. Inicialmente apoyaron la libre movilidad de capitales y una tasa de cambio flotante con cierta intervención, para pasar a la adopción firme de una política cambiaria fija y plena libertad de capitales. Pese a la importancia de la moneda nacional, y por ende su soberanía, como pieza central constitutiva del moderno Estado-Nación²⁷, el pensamiento convencional de economistas y hacedores de política pasó por alto esta cuestión. Como sostuvo Polanyi (2019):

Si la nación era considerada por ellos como un anacronismo, las monedas nacionales no eran para ellos siquiera merecedoras de atención. Ningún economista de la época liberal con suficiente autoestima dudaba de la irrelevancia del hecho que las distintas monedas fueran llamadas con nombres diversos en diferentes lados de las fronteras políticas. Nada había más simple que cambiar una denominación por otra utilizando el mercado de intercambio, una institución que no dejaba de funcionar dado que, por fortuna, se hallaba fuera del control del Estado o de los políticos. (p.261)

3.4.2 Las imposibilidades estructurales (económicas, políticas y sociales) y teóricas del patrón oro en los años veinte

Para Eichengreen (2019) “el patrón oro de antes de la guerra estaba respaldado por un conjunto particular de circunstancias económicas y políticas específicas de ese tiempo y lugar. La experiencia de entreguerras hace lo mismo con un contraejemplo” (p.43). Por un lado, uno de los grandes cambios fue el relevo como centro económico y financiero mundial de Gran Bretaña por Estados Unidos, lo que a la larga sería la imposibilidad estructural central. Por el otro lado, autores contemporáneos de los acontecimientos, – pero poco escuchados en un ambiente académico y público donde predominaba la “sabiduría convencional” – como John Maynard Keynes y Karl Polanyi destacaban que

²⁶ Como señala Marichal (2010) “para el gran público y también para las elites políticas y económicas, su restablecimiento apelaba a una fuerte nostalgia por un mundo que había desaparecido entre el humo y los gritos de una prolongada y brutal contienda” (p.98).

²⁷ Para Helleiner (1993), lejos de las interpretaciones provenientes del “*laissez faire*”, el patrón oro de la época victoriana sirvió para afianzar la soberanía monetaria de los Estado-nación al imponer una moneda nacional fuertemente respaldada que desplazara a otras competidoras del territorio.

las nuevas circunstancias históricas habían terminado con la característica flexibilidad macroeconómica que requería el patrón oro, ya sea por las nuevas formas de organización empresarial – muy revolucionarias y con una tendencia al monopolio u oligopolio en numerosos sectores de la economía – o por las organizaciones cada vez más numerosas y efectivas de los asalariados para defender sus intereses de clase. En ese sentido, sostenían que la tasa de cambio de equilibrio externa del patrón oro ya era totalmente incompatible con equilibrios macroeconómicos internos de la economía de los países europeos y con las nuevas formas sociales y políticas de estas. Por ello, la restauración del patrón oro había aumentado notablemente las tensiones económicas y sociales. Polanyi (2019) ordena las tensiones de la siguiente forma:

En la economía interna, los síntomas de desequilibrio más variados — como la declinación de la producción, el empleo y los ingresos— se representarán aquí por el flagelo típico del desempleo. En la política interna había la lucha y el empate de las fuerzas sociales, que tipificaremos como la tensión clasista. Designaremos las dificultades surgidas en el campo de la economía internacional, centradas alrededor de la llamada balanza de pagos e integradas por una baja de las exportaciones, desfavorables términos de intercambio, escasez de materias primas importadas, y pérdidas de las inversiones extranjeras, como un grupo, por una forma característica de la tensión, a saber: la presión sobre las tasas de cambio. Por último, llamaremos rivalidades imperialistas a las tensiones existentes en la política internacional. (p.268).

Como dijimos, la tensión de las tasas de cambio fue principal fuente de los desequilibrios de la economía internacional. Eichengreen (2019) sostiene que la restauración de un sistema de cambio fijo y su correspondiente política fiscal no implicó el fin de la fluctuación de los movimientos de capital de corto plazo, cuestión que en el sistema monetario de preguerra había demostrado ser un importante factor de estabilización en las balanzas de pagos de los países centrales. Detrás de ello, la causa central era un profundo cambio estructural de la economía global: el ascenso de Estados Unidos como centro económico y financiero mundial. Sus exportaciones se habían duplicado, sus préstamos al exterior triplicado, Europa que antes de la guerra era el proveedor principal de bienes manufacturados, capitales y de la demanda de bienes primarios había quedado en la ruina, ahora Estados Unidos – que ya en el final del siglo XIX era la economía más grande – se había transformado en el centro principal de toda

la producción industrial y Nueva York la plaza financiera más grande (Frieden, 2006). Por ello el nuevo patrón oro descansaba sobre circunstancias históricas radicalmente distintas desde su época de auge que impidieron e hicieron intolerables su capacidad autorreguladora para el conjunto de la sociedad.

Esa variante del anticuado sistema monetario victoriano tenía la debilidad central de que en el fondo descansaba fuertemente en el financiamiento estadounidense – vía préstamos y movimientos de capital de corto plazo –del mismo, dado que era el principal acreedor en los desbalances del sistema de pagos internacionales. El problema central era que Estados Unidos prácticamente era un país autosuficiente, a diferencia de Gran Bretaña que con sus amplios déficits comerciales e inversiones de corto y largo plazo hacía que el sistema de patrón oro internacional clásico sea un sistema estable, este nuevo patrón oro partió de una situación general de balanzas de pagos fuertemente desequilibradas y deudoras con Estados Unidos. Cuestión empeorada por el aislacionismo de la política exterior norteamericana. Kindleberger (1985) y Block (1985) destacan estas contradicciones como una de las causas estructurales de la gran crisis de la economía mundial que se generaliza en 1930. Uno de los motivos de la posición norteamericana es que – pese a la importancia de los sectores financieros como Wall Street– gran parte de la industria norteamericana y un enorme universo de pequeños propietarios agrícolas se oponían férreamente a la libre competencia externa, lo cual hacía imposible que el mecanismo autorregulado del patrón oro funcionara adecuadamente²⁸.

Con una situación caracterizada por una tendencia a los amplios déficits externos en un contexto de libre movilidad de capitales, el mantenimiento de la paridad monetaria y la supervivencia del sistema monetario en general eran cuestiones prácticamente insostenibles en el mediano plazo. Pero el factor del sector externo, pese al existir ya un amplio grupo de economistas contemporáneos que indicaban que los fuertes desbalances externos producto de las pesadas reparaciones como causas centrales de los procesos hiperinflacionarios, no fue considerado a la hora de restaurar la antigua paridad de la libra, nada menos que la moneda clave del clásico sistema monetario internacional. En un estudio del Banco de Inglaterra sobre la balanza de pagos del periodo de entreguerras, destaca:

²⁸ Además la economía estadounidense básicamente descansaba sobre el gran desarrollo de su mercado interno y la opinión pública (como la de la clase política) no consideraba relevante inmiscuirse en asuntos internacionales (Frieden, 2006).

Aparte de las cifras comerciales, las pocas estadísticas de balanza de pagos disponibles no recibieron prácticamente ninguna consideración en las deliberaciones que preceden al regreso al patrón oro en 1925 [...] De hecho, en la discusión contemporánea, la posición externa se mencionó en sólo los términos más vagos. Para la mayoría de la gente, los beneficios de una la paridad fija parecía obvia y una tasa frente al dólar de EE. UU que no sea la de 1913 era inaceptable. (Foot, 1972, p.347).

Se pensaba desde la perspectiva ortodoxa que el teórico mecanismo del sistema de patrón oro, de ajuste por deflación y entrada de capitales serían factores más que suficientes. En el fondo dependió fuertemente de un aumento de la tasa de interés y del endeudamiento externo, como sostiene Foot (1972):

La relativa debilidad de las reservas durante gran parte de este período, por ejemplo, hizo libras esterlinas particularmente vulnerable a las salidas de capital. Como resultado, las tasas de interés en este país se mantuvieron por encima de los de los Estados Unidos durante largos períodos, para desalentar la salida de fondos y hacer Londres menos atractivo que Nueva York para los prestatarios extranjeros. (p.347).

En cuanto al endeudamiento, Polanyi (2018a) sostiene “Los mercados de Londres estaban sometidos a fuertes pero invisibles presiones. Los préstamos a corto plazo se extendieron y la propia ciudad dependía cada vez más de los depósitos extranjeros a corto plazo hasta el colapso de la moneda en 1931” (p.76), esta fuerte dependencia se dio incluso en la política de dinero barato de Estados Unidos. La dependencia con el nuevo hegemon de la moneda más fuerte de Europa y por ende, del resto de las monedas europeas, era vital para la supervivencia de las monedas restauradas bajo el Patrón Cambio-Oro. Polanyi (2018a) destaca:

Si las acusaciones [de que Estados Unidos estaba restringiendo el crédito] demostraban algo, era que en ese momento ninguna cantidad de crédito estadounidense podía parecer lo suficientemente grande para Europa. La estabilización de una serie de monedas de Europa Central y Oriental, la draconiana restricción crediticia necesaria para apuntalar el valor del oro del marco alemán, la creciente presión económica sobre Inglaterra resultante del regreso de la libra esterlina a la paridad, la necesidad de préstamos de estímulo político y el financiamiento puente en el período entre los préstamos de Dawes y Young, además de los créditos de

reconstrucción para Alemania y otros países, creó una demanda casi insaciable de ayuda financiera estadounidense. (p.79)

La situación se hizo insostenible a fines de 1928 e inicios de 1929, cada vez más capitales de todo el mundo eran atraídos hacia a la bolsa de valores norteamericana. Mientras que internamente la Reserva Federal no podía mantener la política de dinero barato de la que dependía Europa, dado que eso proporcionaba dinero fácil que alimentaba la burbuja especulativa que se desató previo al octubre negro de 1929. También se destacó la fuerte política de acumulación de reservas en oro en la FED y el Banco de Francia (un 60% del total mundial), incluso Francia causó enormes presiones sobre la libra al provocar una retirada de saldos en oro del Banco de Inglaterra, la falta de coordinación internacional fue otra gran presión sobre la balanza de pagos (Marichal, 2010, p.107).

Por ende, desde la crisis de 1929 a los primeros años de la década de 1930 (cuando empieza el abandono masivo del patrón oro) la deflación y el ajuste interno se volvieron los únicos el mecanismo de ajuste del sistema monetario internacional y de las economías. Marichal (2010) sostiene: “La reducción del crédito, a su vez, provocó una caída abrupta del comercio internacional. Entre 1928 y fines de 1932, el valor de las importaciones y las exportaciones mundiales se redujo en 60%” (p.109). Frieden (2006) resume:

La deflación y la depresión prolongada provocaron pánicos financieros y monetarios que se movieron por todo el mundo, a veces como una mancha que se extiende gradualmente, a veces a la velocidad de la luz. Las conmociones fueron llevadas de un país a otro por inversores nerviosos que cambiaban dinero de un mercado a otro. La proliferación de quiebras planteó el espectro de las quiebras bancarias y, cuando los depositantes retiraron su dinero, convirtieron el miedo en realidad. A partir de mayo de 1931, el pánico se extendió desde Austria a través de Polonia, Hungría, Checoslovaquia y Rumania y finalmente a Alemania, luego a Suiza, Francia, el Reino Unido, Turquía, Egipto, México y los Estados Unidos. En seis meses, dieciocho sistemas bancarios nacionales se habían enfrentado al abismo financiero. (p.180).

Como resultado de ello, los países se volcaron sobre sí mismos y las grandes potencias también lo hicieron en sus zonas de influencia, el multilateralismo de la economía mundial se rompió para dar lugar a arreglos bilaterales, un feroz proteccionismo y el control nacional sobre los sistemas financieros y la defensa de las monedas mediante la

novedosa introducción del control de cambios se convirtió en una práctica común (Frieden, 2006).

Paralelamente las tensiones imperiales se multiplicaron hasta el estallido de la Segunda Guerra Mundial. El mercado mundial de dinero, único aspecto libre de protección regulatoria de la sociedad que quedaba del viejo sistema de Patrón Oro había llegado a su fin, la importancia del control de la política monetaria como soberanía de la nación y la protección de la sociedad antes las inclemencias de la autorregulación y sus efectos se volvió urgente (Polanyi, 2019. Pero el mantenimiento del sistema monetario internacional que existió hasta 1931 se había hecho a costa de causar serios (a veces irremediables) problemas sociales y políticos.

Como habíamos dicho, Polanyi destaca también las tensiones económicas internas resumidas en el desempleo (aspecto que se profundiza aún más en la década de 1930) y la tensión clasista, ambas cuestiones ligadas íntimamente. En relación con ello John Maynard Keynes había insistido firmemente desde antes de la restauración de la libra en 1925, que el equilibrio externo de la tasa de cambio había dejado de ser compatible con el equilibrio interno de la economía; por el debilitamiento de la posición británica y en general porque los precios no eran tan flexibles con el pasado, llevar a la baja a los débiles salarios nominales no era posible como antaño (Kicillof, 2017, p. 125).

El avance de la democratización política y de las organizaciones de la clase obrera impusieron una fuerte resistencia a las políticas de ajuste mientras que el desempleo causaba más malestar social por lo cual el funcionamiento del sistema monetario victoriano se había vuelto incompatible no sólo con la nueva realidad económica, sino fundamentalmente con la realidad social y política. Frieden (2006) sostiene que durante el periodo previo a 1914 “la estabilidad nacional e internacional a menudo se basaba en sistemas políticos que excluían a las clases media y trabajadora y en gobiernos que ignoraban a los pobres” (p.130). Los gobiernos en su afán de primero retornar y luego mantenerse en la ilusión del nuevo Patrón Oro, decidieron apegarse a los principios del credo liberal ignorando que la sociedad no podía funcionar como lo hacía previo a 1914. Que el gobierno interviniera en la política monetaria para reactivar la economía ya sea a partir del fomento de la oferta con tasas de interés bajas a la producción industrial o a la demanda con la mejora del consumo de los obreros, mediante mayores salarios y una mayor protección social era visto como un terrible mal. Esto era totalmente incompatible con el credo liberal al que se apegaban la mayoría los hacedores de política y académicos:

Los partidos preocupados por la seguridad de la moneda protestaban tanto contra los amenazantes déficits presupuestarios como contra las políticas de dinero barato, oponiéndose así a la «inflación de tesorería» tanto como a la «inflación del crédito», o bien, en términos más prácticos, denunciando las cargas sociales y los salarios elevados, los sindicatos y los partidos laboristas. (Polanyi, 2019, p.285).

Por supuesto, también los intereses clasistas jugaron un rol central, mientras las clases rentistas o los sectores relacionados con las finanzas o las clases medias preferían el sistema monetario clásico, cada vez más había una oposición al mismo por parte de los obreros e industriales. Polanyi destacó principalmente los intereses de las clases rentistas y el poder financiero que hubo detrás de la restauración de la libra, mientras que Frieden (2016) destaca que los sectores financieros son los grandes beneficiarios de un tipo de cambio fijo y sobrevaluado. En este punto, iniciado el abismo de la década de 1930 con la propagación de los regímenes autoritarios y el debilitamiento de la democracia en aquellos países que mantuvieron el sistema político liberal, se había producido una separación entre economía y democracia:

Se ha abierto un abismo entre la economía y la política. Estas escasas palabras dan el diagnóstico de los tiempos. La economía y la política, dos manifestaciones de la vida de la sociedad, han declarado su autonomía y libran una guerra incesante entre sí. Se han convertido en lemas bajo los cuales los partidos políticos y las clases económicas persiguen sus intereses opuestos [...] El ámbito de la democracia política genera fuerzas que intervienen en la economía, perturbándola y restringiéndola. En respuesta, las empresas montan un ataque general a la democracia como la encarnación de una hostilidad irresponsable hacia la economía que carece de objetividad. (Polanyi, 2018b, p.61).

Por en su afán de mantener el nuevo patrón oro, los gobiernos europeos decidieron limitar cualquier medida que atentara contra la seguridad de la moneda hasta las últimas consecuencias:

En Austria en 1923, en Bélgica y Francia en 1926, en Alemania en 1931, los partidos laboristas fueron derrotados para «salvar a la moneda». Estadistas como Seipel, Francqui, Poincaré o Brüning eliminaron a los laboristas del gobierno, redujeron los servicios sociales y trataron de romper la resistencia de los sindicatos ante los ajustes salariales. Invariablemente, el peligro

era para la moneda, y con igual regularidad se echaba la responsabilidad a los salarios inflados y los presupuestos desbalanceados. (Polanyi, 2019, p.286).

Mientras que el desempleo se acumulaba aceleradamente entre 1929 y 1931, los movimientos de capitales aun permitían la supervenía de la tasa de cambio sin que el Estado tomara intervención en este terreno laboral y monetario. Finalmente, se hizo patente la necesidad de profundizar la intervención en el terreno monetario dado que este constituía la máxima protección de la sociedad, tanto de las empresas como de los puestos de trabajos que constituyen la fuente de supervivencia de una sociedad. Por ende, la soberanía monetaria y la democracia a partir del cuidado del empleo empezaron a volverse objetivos de política económica. Pero sería en el periodo de Bretton Woods donde estos objetivos fueron considerados partes fundamentales en la organización del sistema monetario internacional y de la concepción sobre la economía en general.

3.5 .3 De la posguerra al fin de la Caja de Conversión argentina: cambios radicales y definitivos.

Se puede decirse que el periodo que inicia con la creación de la caja de conversión en 1890 y termina entre 1932 con el control de cambios y 1935 con la creación del BCRA estuvo caracterizado por un determinado tipo de régimen monetario que se mantuvo inalterado pese a los periodos de convertibilidad y no convertibilidad (Della Paolera y Taylor, 2001). Se puede sostener también que los periodos dónde se aplicó una convertibilidad estos esencialmente estuvieron determinados por la evolución del sector externo sea el auge de capitales extranjeros o una balanza comercial superavitaria (Rapoport, 2017, p.97). Además del problema de la conversión que surge en 1914, la continuidad del régimen monetario implicaría serios dilemas, dados los novedosos y profundos cambios estructurales en la economía mundial y la economía argentina, aunque también debe decirse a favor de los protagonistas que estos no eran tan fáciles de percibir (Gerchunoff, 2016, p.21). Las administraciones de los gobiernos de la Unión Cívica Radical que se suceden entre 1916 y 1930 debieron enfrentar el dilema de una economía que se complejizaba y crecía interiormente como también una sociedad en proceso de democratización, una cuestión no menor en el estudio de la política cambiaria y de los sistemas monetarios. En ese sentido tener atada la base monetaria de la economía a partir de la caja de conversión que estaba determinada por la evolución del sector externo y

principalmente la performance de la parte exportadora primaria de la economía local, implicaba tensiones difíciles de resolver.

Pero fundamentalmente, los cambios vendrían del sector externo, como sostiene Gerchunoff (2016) “el campeón de la primera globalización mostraba claros signos de fatiga en su sector externo” (p.42). A pesar de la clara pero aun leve tendencia declinante de los términos del intercambio comercial para países productores de bienes primarios, la Argentina tiene una tendencia a partir de la década de 1920 en ver reducida la importancia de su sector externo hacia dentro y hacia fuera. Con respecto a esto último, el poder de compra de las exportaciones por persona argentinas se ve seriamente disminuido con respecto a la de otros países de América Latina entre 1914 y 1928, mientras que para la Argentina cae un 6%, países como Chile crecen un 71%, Brasil un 112% y México un 103% (Gerchunoff, 2016, pp.41-42). Por otro lado, el crecimiento de las actividades primario exportadoras en la década de 1920 tiende a ser muy inferior al crecimiento de las actividades volcadas al mercado interno

Las razones de ellos son variadas, además del problema del deterioro de los términos netos del intercambio comercial (TNIC) que se profundizaría a lo largo del siglo, uno de los hechos más determinantes fue el reemplazo de Gran Bretaña por Estados Unidos como hegemonía dominante de la economía global, mientras que el Gran Bretaña disminuirá enormemente su poder económico en esta época, la suerte de esta arrastraba a la Argentina. Esta última se hacía cada vez más dependiente de importaciones de bienes de capital y de inversiones directas de un país con el cual no podía tener la relación comercial amplia como la que tenía con Gran Bretaña, dado que los Estados Unidos producían lo que la Argentina exportaba, cuestión destacada en el clásico aporte de Fodor y O’connell (1973). A esta cuestión hay que sumarle factores como la ley Engels que tuvo un rol central en la gran demanda de materias primas alimenticias durante la industrialización europea que explica también la tendencia decreciente de los volúmenes de exportación como también las tendencias al fin de la expansión agraria de tipo extensiva que en la década del 20 ya venía encontrando límites cada vez más serios.

Por otro lado, cuestiones como una mayor redistribución del ingreso y un aumento de los salarios reales que acompañan al crecimiento de las actividades productivas relacionadas al mercado interno son otros de los grandes cambios que Gerchunoff (2016) destaca. Mientras que la expansión del sector externo había generado una notable expansión del dinero en las primeras dos décadas, esto sería un dilema en la década de 1920 dado que

como hemos mencionado el sector externo crece muy lentamente y por ende también la creación de dinero, que se no se condice con expansión interna.

Pero la bonanza previa al comienzo de la crisis de 1929, que para la argentina ya es notoria en 1928 producto de la salida de capitales hacia Estados Unidos en el pico de auge bursátil previó al gran pánico, había permitido no sólo el retorno de la convertibilidad en 1927 sino suplir esa contradicción y alejarla del terreno político, en el cual se discutió toda la década sin éxito para las administraciones radicales. Nuevamente otra severa crisis externa pondría fin a la convertibilidad, pero esta vez a todo el sistema monetario, que se traduciría en el abandono del régimen de caja de conversión. Della Paolera y Taylor (2001) concluirían a largo plazo el abandono del régimen monetario inicialmente ortodoxo en 1932, permitió escapar de la crisis deflacionaria y permitir la recuperación en el corto plazo. Pero en el largo plazo terminó en políticas expansivas y de discreción, hasta la introducción, nuevamente, de un esquema como la caja de conversión en 1991²⁹:

A largo plazo, hubo demasiada confianza en la política monetaria expansiva en la historia argentina posterior, como en otras partes de América Latina. Las hiperinflaciones en muchos países trajeron la necesidad de exactamente el tipo opuesto de cambio de régimen a la Sargent. Ese cambio finalmente llegó a Argentina de una forma demasiado familiar. En 1991, se instigó un retorno a una regla de caja de conversión con mucho apoyo popular después de que toda la paciencia se había agotado con los sesenta años anteriores de tipos de cambio flotantes e inflaciones persistentes, a menudo salvajes. La actual ley de convertibilidad coloca a Argentina en una regla del estándar del dólar muy similar, y en algunos aspectos más estricta que, el mecanismo del estándar de oro utilizado en la Oficina de Conversión de 1899 a 1931. Aparte de una dura recesión, el desempeño económico ha sido impresionante en los últimos años. (p.231).

²⁹ Esta postura de Della Paolera y Taylor (2001) es compartida y desarrollada de manera similar en el largo plazo, en base a los aportes teóricos monetaristas, en el trabajo de Della Paolera (2000).

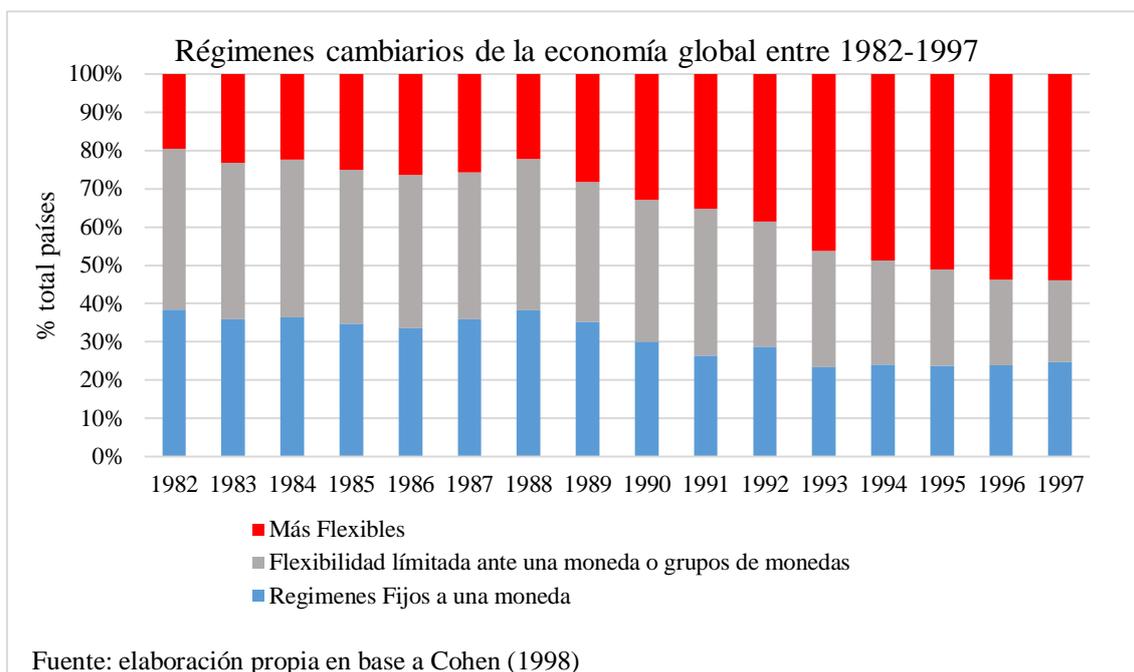
CAPÍTULO 4: LA POLÍTICA CAMBIARIA EN LA GLOBALIZACIÓN (1971-2001)

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, 2019, 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 1, 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, 2019). 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?

Gráfico 1



4.1 Génesis de la Globalización y (Des)orden 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 hegemon 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 tamaño³⁰ 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

³⁰ 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, 2002, p.359).

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 dicho 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 Ronald Reagan en E.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 desregulación³¹, 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 científicidad 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

³¹ 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.

alta que el periodo previo, al que también debe sumarse el componente informacional (Harvey, 2007).

4.2 La política cambiaria en el sistema monetario internacional de la globalización

Como se mostró en el gráfico 1, 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 por 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, 2019). 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, 2019).

4.2.1 Sistemas monetarios pasivos e integraciones monetarias pasivas en la globalización

Como hemos dicho los regímenes cambiarios pueden ser clasificados de manera simple en tres grandes tipos: los rígidos, los que favorecen la flotación y la amplia gama intermedia de combinaciones posibles. En los regímenes fijos se observa el compromiso de la autoridad monetaria de mantener un nivel nominal del tipo de cambio a través de una libre convertibilidad al precio establecido. Dentro de estos esquemas podemos encontrar a la unión monetaria, la dolarización y caja de conversión (*hard-pegs*), como también, el tipo de cambio fijo convencional. Si bien como sostiene la literatura especializada y el gráfico 1 en la globalización existió una enorme tendencia a la

flexibilidad cambiaria, esta gran familia de regímenes cambiarios no ha perdido importancia en este proceso, sino que ha cumplido un rol central. En las economías en desarrollo como las latinoamericanas entre la década de 1970 y 1990, los tipos de cambio fijo tuvieron un rol central como política antiinflacionaria y en procesos de reforma económica. Mientras que en el mundo desarrollado, el importante proceso de integración europea se coronó con una unión monetaria o moneda común hacia fin del siglo XX, el euro. Naturalmente, como hemos sostenido en el capítulo 2, estas políticas se han correlacionado con un tipo de literatura macroeconómica académica y más en el fondo a un determinado tipo de filosofía económica más amplia, las cuales tienden a una mayor liberalización y abandono de las funciones estatales en la economía y sociedad. A continuación comentaremos brevemente la opción por estas políticas.

4.2.1.1 El caso europeo

En el caso europeo la unilateralidad de imposición del dólar inconvertible y la flotabilidad de la monedas fue rechazada desde un comienzo, ante los subsiguientes fracasos en crear reglas de juegos y estabilizar el sistema monetario internacional, los países europeos se movieron hacia procesos de integraciones monetarias (los cuales además se complementaban al ya desarrollado proceso de integración europea iniciado en la posguerra). La “Serpiente” y el EMS (*European Monetary System*) fueron los primeros intentos que con el correr del tiempo desembocarían en la unión monetaria del euro. La fluctuaciones del tipo de cambio nominal, las aún mayores en el tipo de cambio real, y las subas y bajas de la tasa de interés se habían vuelto un problema crucial para las economías europeas, dado que amenazaban su proceso de integración económica caracterizado ya para esta época por una enorme liberalización comercial. Además la flotabilidad cambiaria retrotraía los hacedores de políticas hacia la caótica fluctuación de las monedas de la primera mitad de las década de 1920 y los episodios de inflación o hiperinflación (según el caso). En ese sentido la serpiente fue un intento institucional de coordinación de políticas cambiarias entre los países participantes a través de un sistema de bandas de flotación con el propósito de estabilizar la volatilidad imperante en las tasas de cambio. Esto implicó el inicio a la convergencia de políticas fiscales y monetarias dentro de la región y crear mecanismos institucionales para apoyar a las economías más débiles o con problemas dentro de las bandas de flotación. El sistema permaneció vigente entre 1972 y 1978 pero no fue demasiado efectivo. Países importantes como Francia entraron y salieron constantemente de la serpiente, la coordinación fue bastante

prematura y muchas veces caótica, pero fundamentalmente desde un primer momento se mostró vulnerable a los shocks externos como la crisis del petróleo en 1973 y fundamentalmente a la enorme presión de los movimientos de capitales.

El EMS fue en dicho sentido pero con un diseño institucional más complejo. Estableció la creación una moneda común de unidad de cuenta (el ECU) –usada por los bancos centrales como reserva de valor y para fijar el tipo de cambio–, un sistema de tipos de cambios pero ajustables con bandas de flotación que implicaban una intervención importante, y un fondo común para prestar ayuda en el corto plazo para la estabilización cambiaria, el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (Vega Morocoa 1996). Como sostiene Eichengreen (2019) la dificultad en la convergencia de políticas típicas de todo esquema de unión monetaria y por otro lado la progresiva liberalización financiera de las economías europeas que acelera enormemente en la década de 1980 representaron obstáculos insalvables, la crisis financiera de 1992 terminaría con el sistema y terminaría en la creación del euro. Proceso que ya estaba planteado a fines de años ochenta y que tomó forma en estos años. La convergencia de políticas fiscales y monetarias se fortaleció enormemente bajo la puesta en vigencia del Tratado de Maastricht en 1993, el cual implicó un proceso de integración comercial y político trascendental entre los países europeos participantes, sellado con la entrada de la moneda común en enero de 1999.

Pero como sostiene Musacchio (2008) los criterios para establecer el euro se han basado exclusivamente en la teoría de las áreas monetarias óptimas y en criterios exclusivamente neoliberales de política económica, como la exclusividad del control del nivel de precios a partir de la disciplina fiscal en detrimento de otros importantes aspectos como el crecimiento y el nivel de empleo. Así, los ajustes macroeconómicos en la unión monetaria europea se harían a costa de la vía de recorte del gasto público y principalmente la flexibilización laboral. Esta última cuestión sería altamente explosiva al sobrevenir los efectos de la crisis del 2008 en las economías europeas, destacándose la crisis española y griega aunque algunos autores también hablan de “crisis del euro”. Como sostiene Stiglitz (2016) los niveles de desempleo en muchos países del euro alcanzaron niveles exorbitantes, aún mayores que la media del 10% en 2009, llegando al 20% en España, donde además la situación fue más catastrófica en los jóvenes llegando a un desempleo juvenil del alrededor del 50%. Lo cual indica que dicho sistema requiere de grandes modificaciones en sus raíces ortodoxas antes de que sea una amenaza para el mismo proceso de integración europeo.

4.2.1.1 El caso de los PMD (Países menos desarrollados)

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 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.

Por un lado, 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. Por otro lado, como sostiene Díaz Alejandro (1975) la cuestión era bastante más compleja a la forma que la abordaba la literatura económica. En un contexto de integración financiera y comercial mucho mayor, se consideraban que la mayoría de las economías de los PMD entraban en la clasificación de “economía pequeña y abierta”; es decir “una economía que tiene una alta proporción de bienes comercializables dentro de su producto comercial bruto, cuyos precios en moneda extranjera se determinan en forma exógena al país” (Díaz Alejandro, 1975, p. 4). Esta simplificación tiene enormes problemas, en primer lugar porque la definición no solamente abarcaría PMD como Honduras sino también a Holanda lo cual a primera vista el problema es evidente. Por otro lado como sostuvo Díaz Alejandro, la dotación de recursos naturales y el grado de apertura a los movimientos financieros juegan un rol más crucial en el tipo de cambio que esta simple definición.

Pero fundamentalmente este supuesto grosero plantea un área “monetaria óptima” con el país dominante con el que más relación comercial tiene la “economía pequeña y abierta” por lo cual, la ventaja del tipo de cambio fijo y la no restricción a los movimientos financieros y comerciales estaría clara, sumado al plus de la “disciplina fiscal” que implican tales políticas. Pero Díaz Alejandro desmiente esto en dos niveles, por lado a un nivel teórico supondría un modelo con dos economías (la pequeña y el país dominante) y no tendría en cuenta la influencia del comercio entre economías más grandes o avanzadas que podrían influir notablemente en la determinación de los precios. Pero a nivel práctico el mundo que emerge en la década de 1970 es un mundo de una enorme integración comercial y financiera multilateral, escasos países tienen una dependencia casi absoluta

a una economía más grande como suponía este modelo, por ende sería más que problemático atarse con un tipo de cambio fijo rígido a una sola economía, dado que solamente se atarían las fluctuaciones a los precios de esa economía y no a las del resto:

Se hace insostenible el generalizar con respecto a que la mayoría de los países en desarrollo tengan una moneda óptima, que lo incluye sólo a él y al principal país con que comercia. La diversificación ha avanzado mucho en la mayoría de los países menos desarrollados como para adoptar una visión tan estrecha de sus arreglos monetarios. Una vez introducidas el comercio actual y esperado (o deseado), y la diversificación financiera, se hacen más difíciles las decisiones sobre las políticas de tasas de cambio y manejo financiero de los países en desarrollo, particularmente los más pequeños. (Díaz Alejandro, 1975, pp.7-5).

Lamentablemente la historia fue otra, hacía los años setenta esta estrecha visión avanzó profundamente en América Latina destacándose los casos de Chile y Argentina, donde se aplicaron los enfoques de economía pequeña abierta con el enfoque monetario del balance de pagos. 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. La temprana inserción en el proceso de globalización financiera y la tendencia previa a tipo de cambio reales altos y con inflación estructural, hicieron tentadora la estas opciones como forma de combatir la inflación con estos novedosos planes de ajustes ortodoxos, las tablitas³². 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 (Frieden, 2016).

En la década de 1980 la política cambiaria siguió teniendo un rol central en otro tipo de planes estabilización conocidos como los “planes de estabilización heterodoxos” como el Plan Austral y el Plan Cruzceiro en América Latina y las políticas tomadas por Israel. Estas políticas combinaron una fuerte restricción fiscal con la fijación del tipo de cambio y el uso de la política de ingresos controlando precios y salarios (Nudelsman, 2017).

³² 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, 1987).

Algunos autores hacen énfasis en la dificultad que tuvieron estos regímenes cambiarios para quebrar el componente inercial del régimen de alta inflación de las economías latinoamericanas, otros a esta cuestión sumado a factores socio-políticos que hicieron imposible mantener tensas las “anclas” de precios del plan y otro tipo de trabajos toman como determinante central el sector externo en la agónica década perdida latinoamericana³³. Mientras que en la década de 1990 creció la opción de los polos extremos, ir hacía la flotación o a una fijación más dura (Brenta, 2004; Nudelsman, 2017; Eichengreen, 2019). Para los países latinoamericanos o aquellos países en transición hacia economías de mercado en Europa Oriental o los países del sudeste asiático que no habían liberalizado su cuenta capital tendieron a fijar su política cambiaria para favorecer la integración en la globalización financiera. En los casos de Argentina y Brasil se destacan los planes de la Convertibilidad y del Real respectivamente, estos planes se caracterizan por el refuerzo de una mayor ortodoxia en la política monetaria y cambiaria combinado a los procesos de grandes reformas estructurales del Consenso de Washington y una apertura general de la economía, por lo cual si mostraron su efectividad como ancla antiinflacionaria pero no para garantizar un crecimiento sostenido en el largo plazo ni mucho menos reducir las fluctuaciones macroeconómicas sino lo contrario (Brenta, 2002).

Por último, luego de un breve periodo de moda en los “*hard-pegs*” en la literatura económica hacía fines de los años noventa y los primeros años del siglo XXI, el “miedo a la flotación” fue dejado de lado en post a una mayor flexibilidad cambiaria (Brenta, 2004; Nudelsman, 2017; Rochon y Seccareccia, 2003).

4.3 La inestabilidad financiera

La flexibilidad de los tipos de cambios (o la mayor fijación como hemos visto anteriormente) 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

³³ Los trabajos de Kiguel y Leviatan (1988) y Nudelsman (2017) muestra la impotencia de estos planes para quebrar el componente inercial de la inflación. Torre (2021) muestra en primer plano las dificultades del Plan Austral para controlar los distintos precios claves del plan en un contexto socio-político de recuperación democrática y de fuertes demandas sectoriales, especialmente de grandes actores corporativos como los sindicatos y grandes organizaciones empresarias, cuestión también señalada en Gerchunoff y Rapetti (2016). Mientras que el trabajo de Ocampo (1987) sostuvo tempranamente que la grave restricción de divisas del sector externo podría convertirse en un aspecto insalvable para la reactivación económica y el control de la inflación, como efectivamente terminaría ocurriendo.

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 financiera. 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. (Krugman, 1997; Stiglitz, 2008).

Kindleberger (2013) destaca cuatro olas de crisis financieras que surgen durante la globalización en distintas economías alrededor del globo³⁴. 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.

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

³⁴ 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).

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 significativo 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 5: LA ARGENTINA BAJO EL RÉGIMEN MONETARIO DE CAJA DE CONVERSIÓN (1991-2001)

5.1 Contexto

A comienzos 1991 tras dos años de episodios hiperinflacionarios – que se sumaban a quince años seguidos de un régimen de alta inflación – empezaban a gestarse las condiciones para otro estallido inflacionario, pero esta vez, las condiciones para una reforma monetaria radical estaban dadas. Del mismo modo que las viejas hiperinflaciones de la década de 1920 la salida sería a partir de un mecanismo de patrón-oro o patrón-divisa, en el caso argentino la vieja caja de conversión (cuya última versión con convertibilidad se había dado entre 1927-1929). Si bien la idea flotaba en el aire junto con la dolarización desde 1989 (véase Almansi y Rodríguez, 1989) el sistema establecido en marzo de 1991 vendría de la propuesta de tres hombres: Domingo Cavallo, Juan José Llach y Horacio Liendo. Este último había estudiado la caja de conversión establecida por Carlos Pellegrini a la salida de la crisis de 1890 y Llach planteaba las ventajas de fijar la tasa de cambio junto a un cambio de régimen monetario y fiscal (siguiendo a Dornbusch y Sargent), finalmente Cavallo lo llevaría a cabo (Roig, 2016).

Si bien la implementación de semejante reforma podría ser difícil, caótica e imprevista, pudiendo terminar de manera incierta en una dolarización u otra hiperinflación, las condiciones internas y externas para su éxito en el corto plazo estaban dadas. En 1989 el presidente electo, Carlos Menem, había implementado reformas estructurales claves que dieron inicio un rápido y externo programa de privatizaciones de empresas públicas y de apertura de la economía (Schvarzer, 1992). Además, dados los sucesivos ajustes del ministro anterior a Cavallo, Antonio Herman González, habían dado cierto orden macroeconómico: la base monetaria se había contraído enormemente a partir del Plan Bonex y el balance de pagos a arrojar resultados positivos que rápidamente se orientaron a honrar los compromisos de la deuda externa (Brenta, 2022). No menos importante fue la política de adhesión absoluta al mundo unipolar de los Estados Unidos, cuya inserción ya había sido comenzada a trabajar por el mismo Cavallo y Guido Di Tella a comienzos de la gestión de Menem (Míguez, 2013). A este contexto interno de ajuste macroeconómico tras un terreno limpiado por una hiperinflación y de alineamiento geopolítico absoluto que prescindía totalmente de la soberanía nacional, se le sumaría un contexto internacional único. Los precios de las materias primas se había empezado a recuperar desde el inicio de la década, la tasa de interés de la Reserva Federal de los

Estados Unidos había bajado abruptamente entre 1991 y 1992 mientras que un “boom” de flujos de capitales internacionales fluían hacia los mercados emergentes (Figura n°1), fenómeno que opacó a lo ocurrido en la segunda mitad de los años setenta en América Latina (Marichal, 2010).

5.2 La Caja de conversión en la década de 1990

5.2.1 La ley de Convertibilidad del Austral

La ley 23.928 fijó un tipo de cambio de 10.000 australes por dólar y en enero de 1992, se restauró el peso argentino a la paridad: un peso por dólar. Los artículos 1 al 6 crean una auténtica caja de conversión. El 1° establece el tipo de cambio, el 2° obliga al BCRA a “vender las reservas que le sean requeridas” y el 4° establece la relación 100% entre base monetaria y reservas, (metales preciosos y dólares estadounidenses, como también una cantidad limitada de títulos públicos nacionales y extranjeros. Por otro lado se aclara que la relación base monetaria y reservas se harían con “reservas de libre disponibilidad”, no quedando demasiado claro el término³⁵.

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 sin el cual esta reforma monetaria no podría haberse implementado y menos sostenido. Como se observa en los artículos 7 al 11, se sostiene en el 7° con respecto a las deudas “en ningún caso se admitirá la actualización monetaria, indexación por precios, variación de costos o repotenciación de deudas, cualquiera fuese su causa, haya o no mora del deudor, con posterioridad al 1 de abril de 1991”. Mientras que en el 10° se eliminan las normas legales que permitían lo anterior mencionado.

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

³⁵ Como se observa en la figura N°2 la terminología usada para referirse a reservas usada por el BCRA varió notablemente en la década 1990, arrojando como resultados distintos niveles de reservas dependiendo la terminología.

inserción internacional, vector del fortalecimiento de la 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 en el terreno monetario 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. En relación a ello, como se observa en los gráficos 2 y 3 la economía se remonetizó dado que los agregados monetarios estaban en el piso histórico luego de un sostenido proceso de alta inflación desde mediados de la década de los años setenta a la par que también dio lugar a un periodo prolongado de tasa de interés real positiva, lo cual favoreció el ahorro. Esto se observa en un mayor dinamismo del M3, mientras que el M1 tendió a crecer menos, en parte a que durante esta última caja de conversión la base monetaria evolucionó más lenta que las reservas.

Gráfico 2

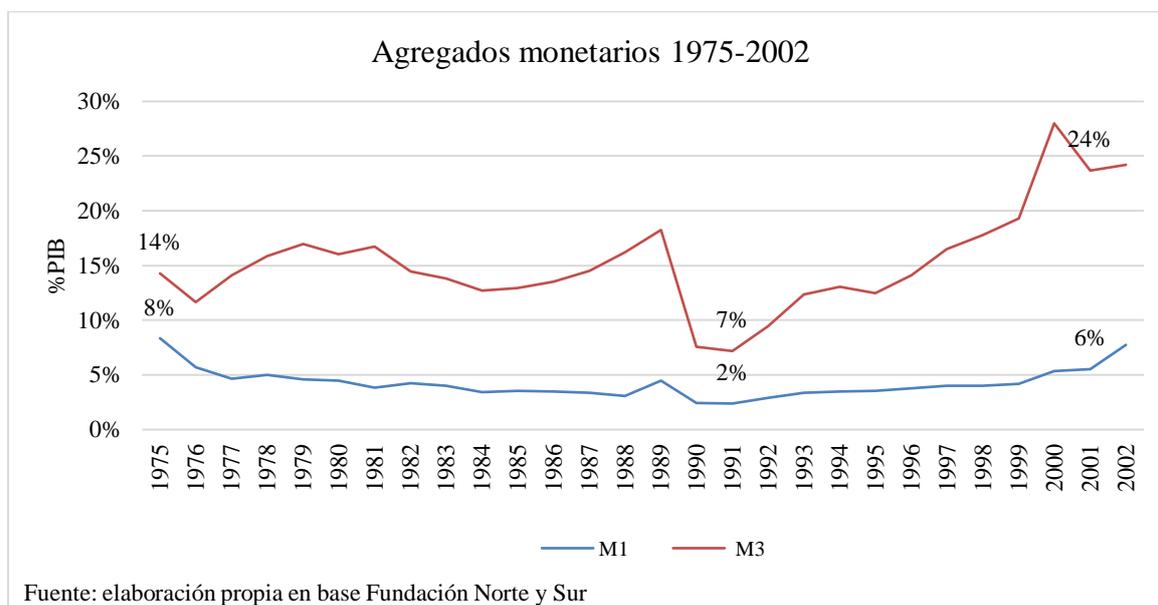
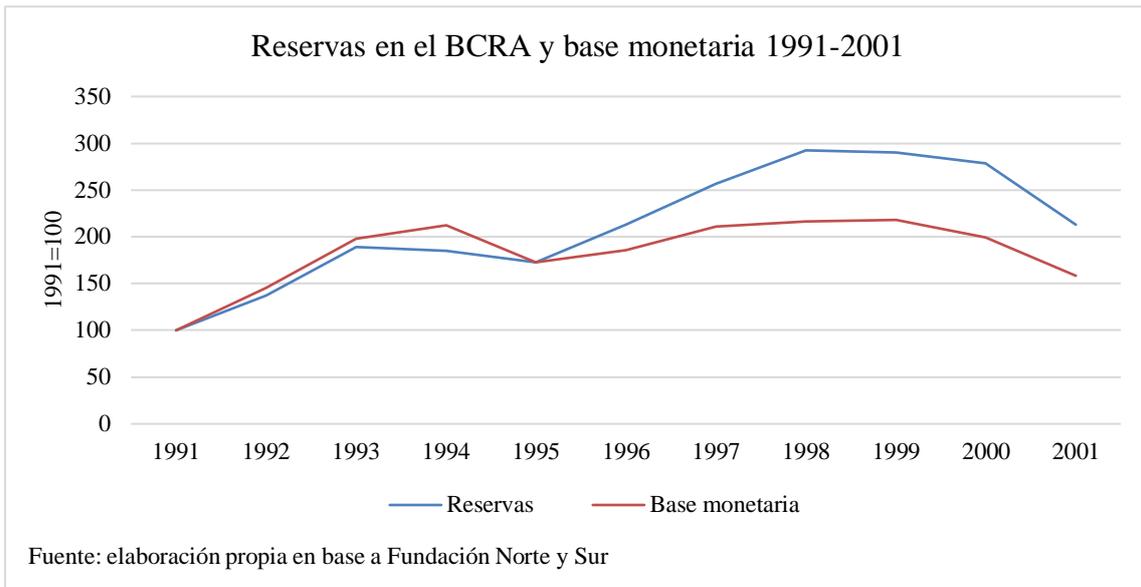
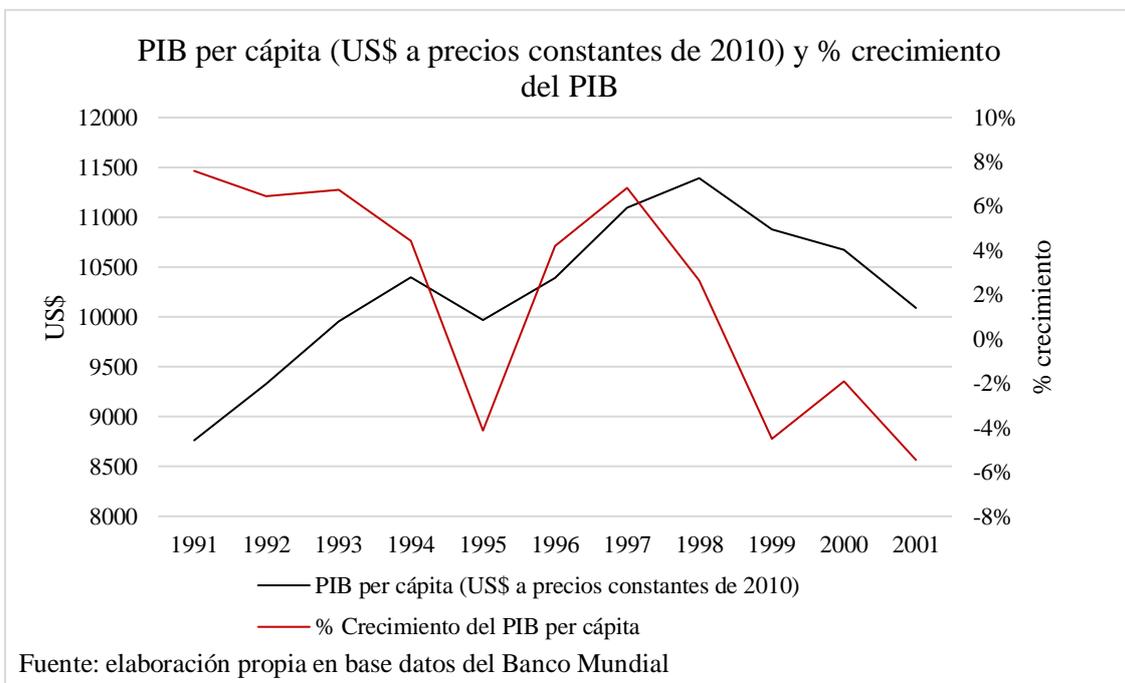


Gráfico 3



En segundo lugar, como se observa en el gráfico 4, 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 pobre³⁶.

Gráfico 4



³⁶ 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).

Como mostraremos en las siguientes páginas las claves de este abrupto fin del proceso de alta inflación e hiperinflación, además de la licuación y control monetario-fiscal, fue un salario real contenido y un creciente desempleo como se observan en los gráficos 5 y 6.

Gráfico 5

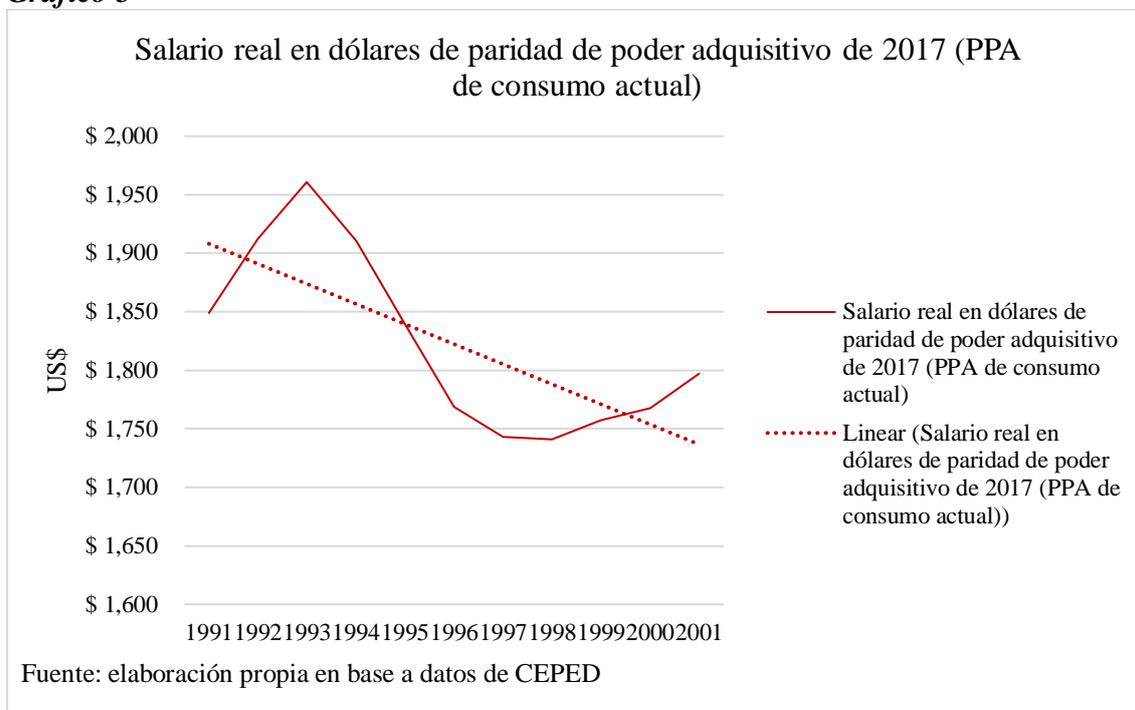
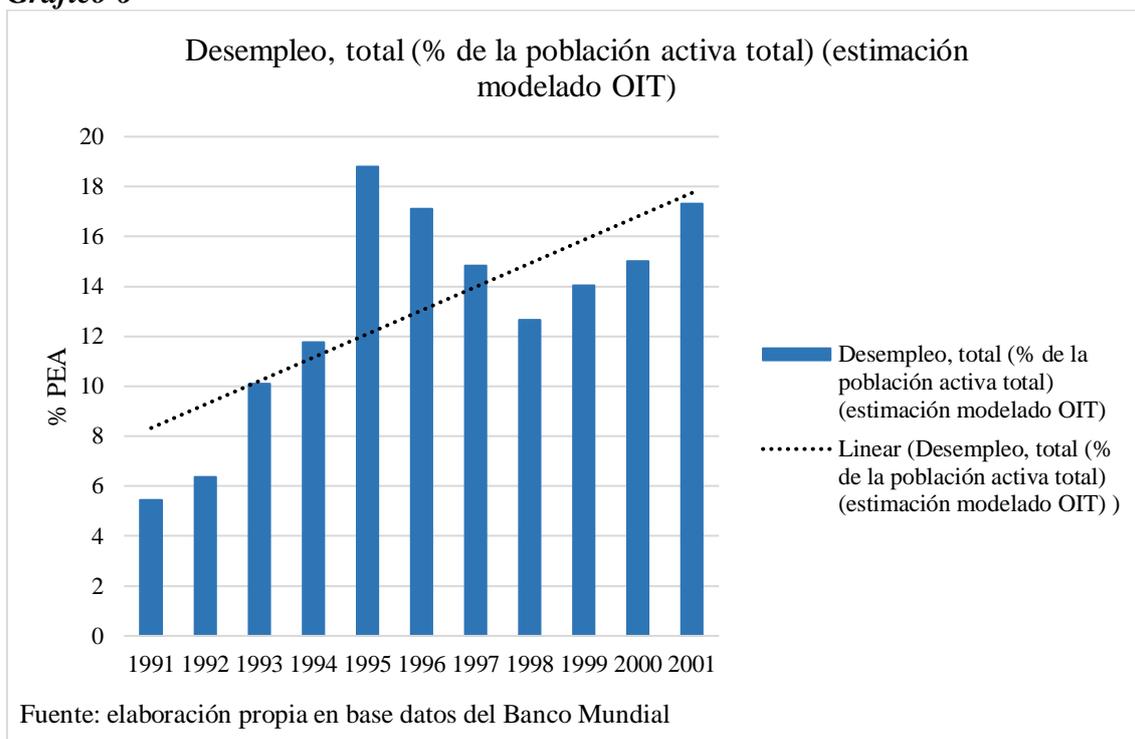


Gráfico 6



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

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 7). 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 8).

Gráfico 7

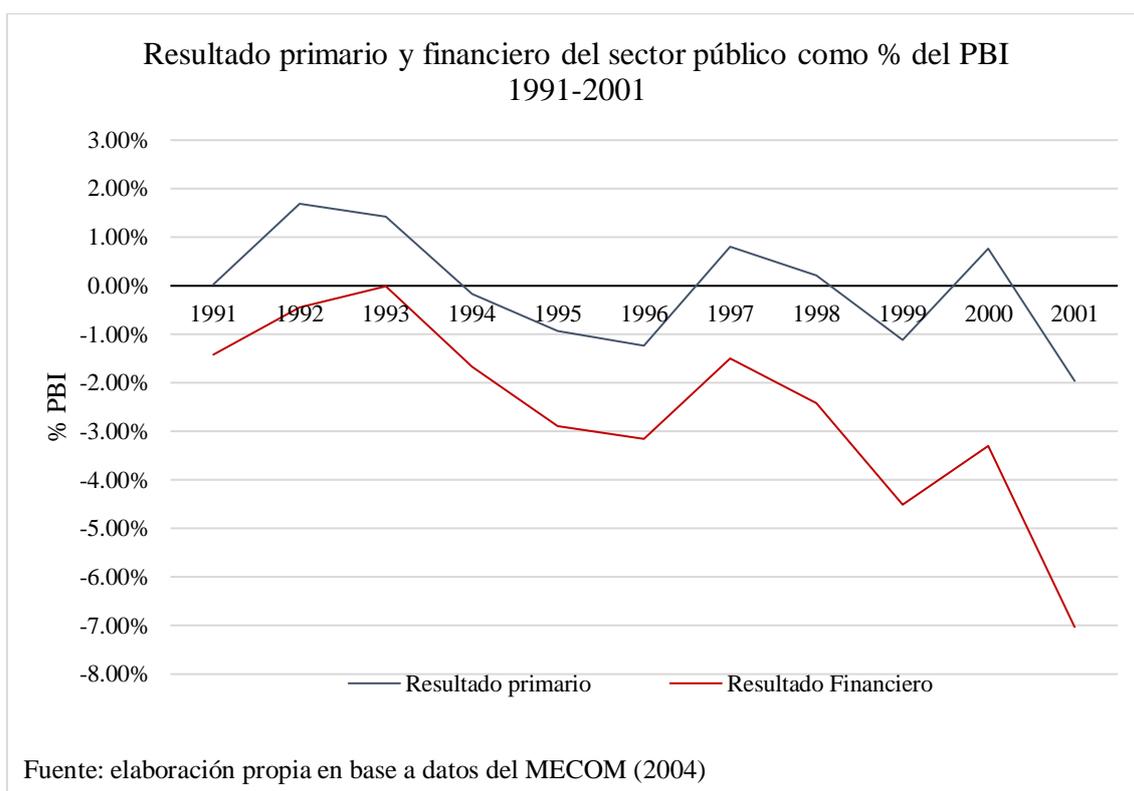
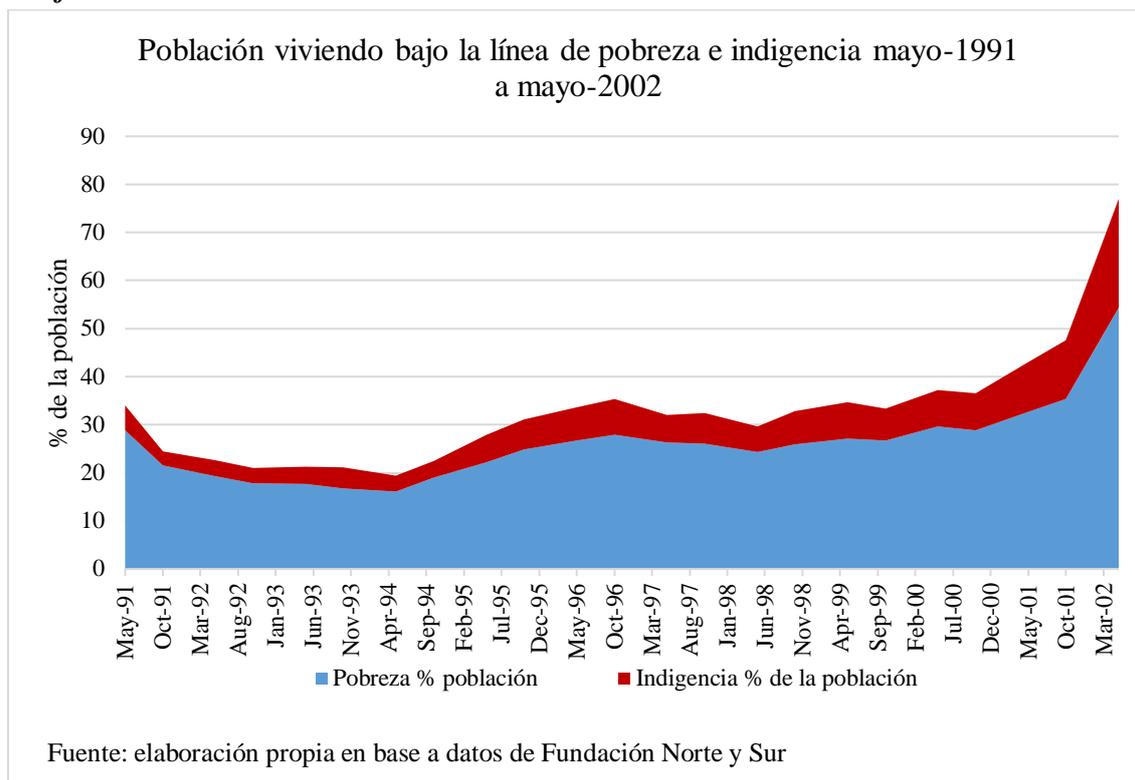


Gráfico 8



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, 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 3, 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).

Tabla 3

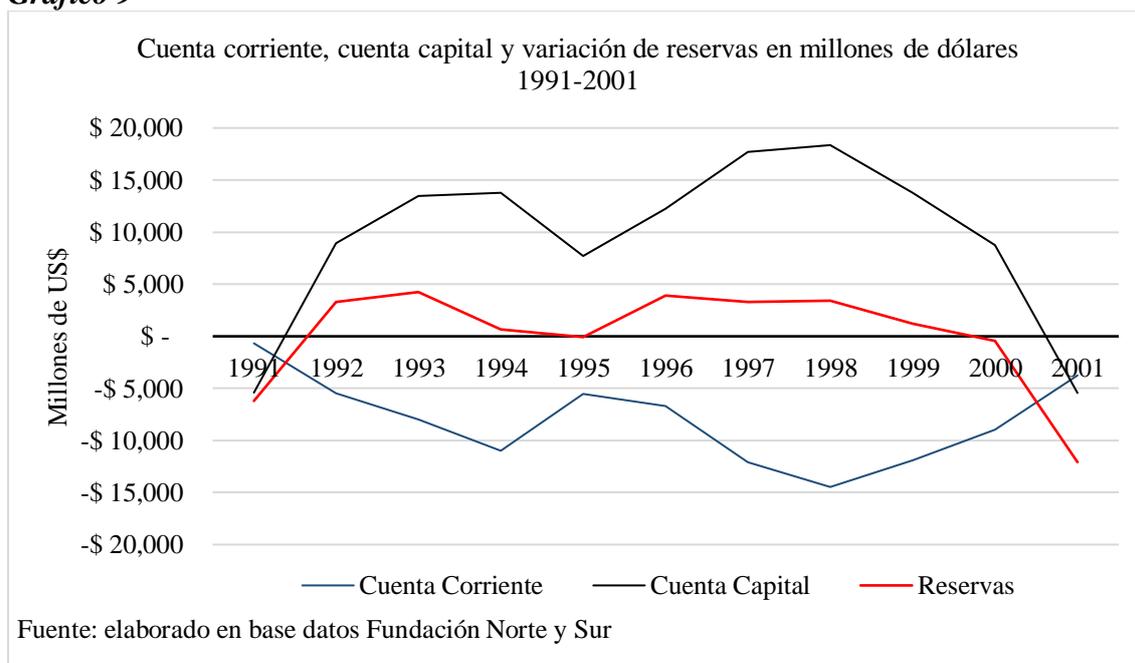
Flujos netos de capital hacia América Latina

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
América 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).

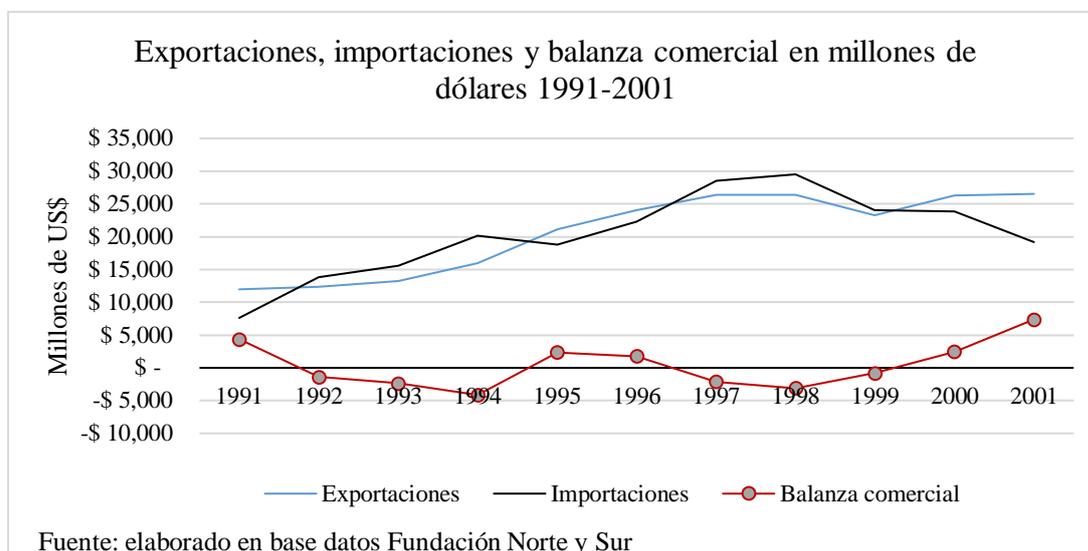
Se puede sostener que en estos años de extraordinario crecimiento, ya estaban a la vista las inconsistencias del modelo y la imposibilidad de su sustentabilidad en el largo plazo tal como se observa en el gráfico 9.

Gráfico 9



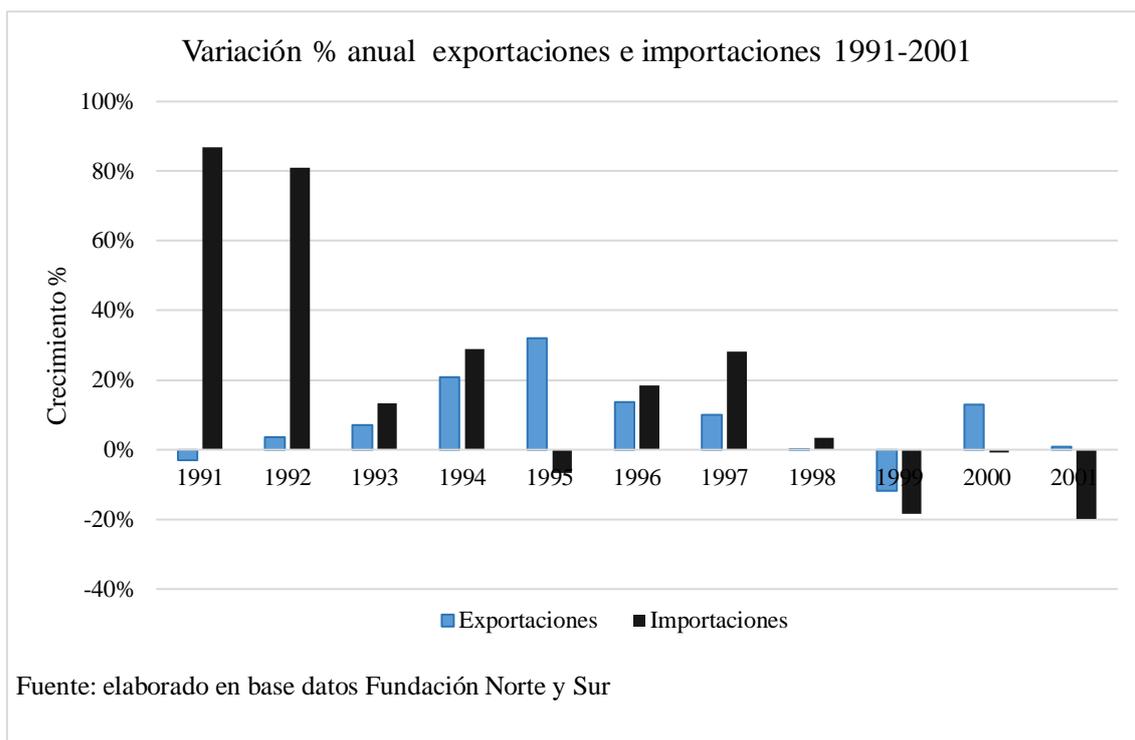
A continuación, se enumeran las principales inconsistencias para un proceso de crecimiento y desarrollo sostenido. En primer lugar, como se observa en el gráfico 10, la balanza comercial fue ampliamente deficitaria en la mayoría del periodo, a excepción de 1995 y 1996.

Gráfico 10



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 (véanse gráficos 10 y 11). 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.

Gráfico 11



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 6 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 y estancamiento salarial (gráfico 5).

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. 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. 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 estas 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 (véase figura n°2).

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 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).

Tabla 4

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

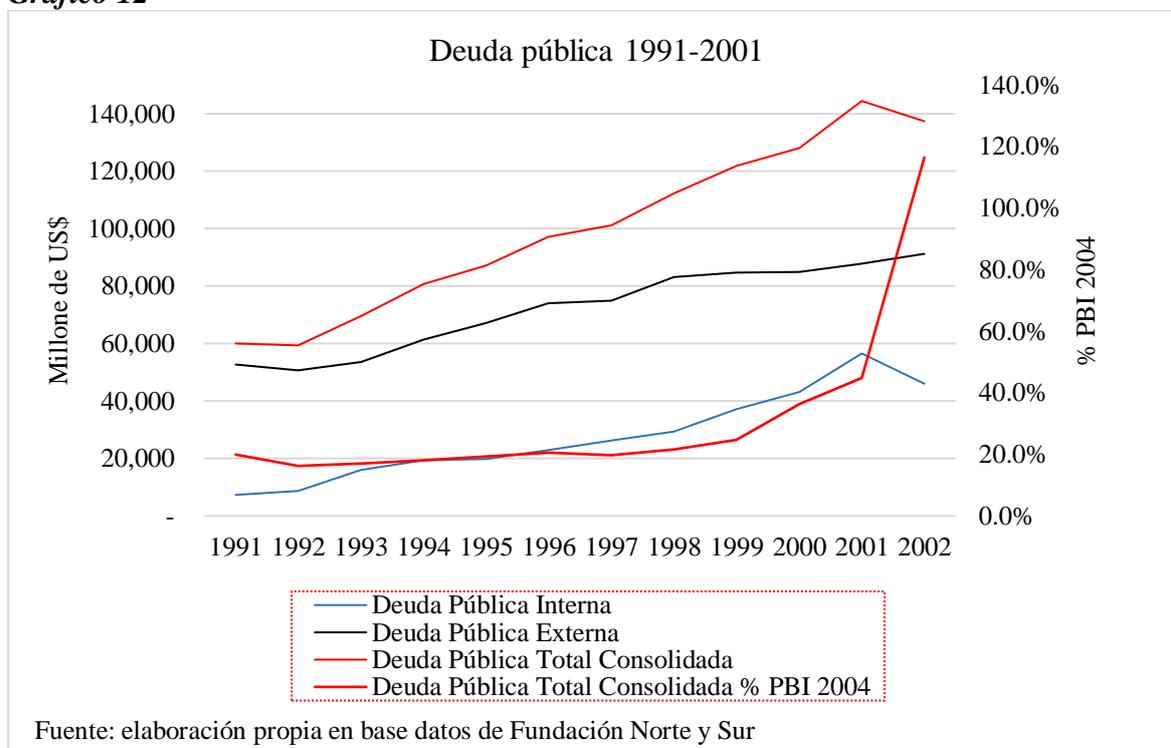
País/ Región	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1990-96
Argentina	2130	1896	5312	4589	1441	1340	1033	17741
Brasil	s/d	1564	2451	2621	1972	910	3752	13270
México	3580	10716	6799	2507	771	s/d	s/d	24373
AméricaLatina	5876	16702	14886	10179	8929	4281	8351	69204

Fuete: Briones (1999).

En los primeros años de la Convertibilidad (como se muestra en el gráfico 12) 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.

Gráfico 12



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 superavitarario 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.

5.2.1 Otros currency boards

Como hemos dicho la tendencia a una mayor fijación a la política cambiaria fue algo que se acentuó notablemente en la década de 1990 pero el establecimiento de un sistema de caja de conversión en una economía del tamaño y desarrollo de la Argentina era sumamente extraño. Luego de ser abandonado por los países desarrollados y latinoamericanos en los años treinta, este sistema monetario supervivía como un legado colonial hasta su abandono con el proceso de descolonización en las décadas de 1960 y 1970. En 1984 Hong-Kong, territorio con estatus especial entre China y el Reino Unido, había decidido reestablecer este sistema luego de una severa crisis bancaria, decisión celebrada por el gran referente del monetarismo internacional, Milton Friedman. Naturalmente, como se explica en el capítulo 2 y en otros trabajos como Barranquero (2021 y 2022), todo establecimiento de semejante política monetaria se explica exclusivamente en un relato monetarista y/u ortodoxo de los problemas económicos jugando un rol central en el caso argentino.

Como sostiene el mismo Cavallo (2004), la decisión de establecer el sistema de Caja de Conversión no contó con el apoyo de instituciones internacionales como el FMI que se mostraron escépticas ante tal política, dado que la moda académica hacía los *hard-pegs* se daría bien entrada la década, destacándose el trabajo de Williamson de 1995. Sacando el caso especial de Hong-Kong, micro-Estados que hacen de paraísos fiscales y un país como Bosnia en estado de guerra constante en esta década, solo 3 países adoptaron este sistema además de Argentina: Estonia, Lituania y Bulgaria. Estos países “pequeños” tampoco serían comparación a una economía como la argentina. Ahora bien como sostienen Nenovsky, Hristov y Mihaylov. (2001) las situaciones históricas y la dinámica macroeconómica de cada uno de estos sistemas de caja de conversión (establecidos en

países bastante similares) difieren notablemente, lo mismo que con la filosofía ortodoxa del sistema.

Si bien todos los casos cumplían con los requisitos básicos de no financiamiento del déficit del sector público y de la necesidad de una ley del congreso para devaluar, en primer lugar estos fueron establecidos en complejos procesos de cambio institucional caracterizados por el abandono de un régimen socialista hacia una economía de mercado, tener un sistema capaz de crear o fortalecer una moneda nacional e imponer un orden macroeconómico a los agentes económicos tendría más sentido que el caso argentino. En segundo lugar, estos conservaban importantes elementos de política monetaria de manera discreta, como la capacidad de prestamista de última instancia y la circulación exclusiva de la moneda nacional³⁷, e incluso, no todos podían acceder a la convertibilidad. Mientras que Estonia bancos y público general podían hacerlo, en Lituania en la práctica solo los bancos comerciales y en Bulgaria desde un primer momento se limitaron al ámbito bancario-financiero. Por último, estas economías, especialmente las bálticas, tenían un importante peso de las exportaciones sobre su PBI y estaban en convergencia con la Unión Europea, de hecho con el paso del tiempo estos países terminarían integrando la zona monetaria del euro, por lo cual a pesar de ser países más pequeños que la Argentina tenían otros elementos que hacían más beneficioso este tipo de arreglos monetarios. Lo dicho hace inentendible que en el caso argentino se haya planteado a la caja de conversión como un sistema monetario en sí mismo y de larga duración más que como un mero plan de estabilización con vistas a salir rápidamente. Dado que la Argentina no tenía un área monetaria óptima con Estados Unidos ni menos un proceso de integración comercial con este país, además, su mercado interno tiene un peso mayor en el PBI que sus exportaciones.

5.3 La determinación de los flujos de capital internacionales por sobre el ciclo económico

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 externos³⁸ (Calvo y Talvi, 2008). En Argentina el primer ciclo expansivo se dio entre 1991- 1994, el cual terminó

³⁷ En el caso argentino se permitió el curso legal del dólar estadounidense y los depósitos bancarios en esta moneda tendieron a superar a los depósitos en moneda nacional con el correr del tiempo.

³⁸ Véase tabla 3.

con la crisis de 1995 que dio inicio a un endeudamiento externo creciente. 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 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 convertibilidad³⁹.

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.

5.3.2 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 de 1995 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

³⁹ 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.

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 contagio⁴⁰ 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 en un contexto de plena movilidad de capitales y de alta volatilidad, como se demostró en esta crisis⁴¹.

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,

⁴⁰ 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).

⁴¹ Cabe destacar que, durante la fase de auge de la Convertibilidad, los depósitos bancarios crecieron de 5.500 millones de dólares, en 1991 a 20.550 millones de dólares, en 1994 (Calcagno, 1997).

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).

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 de este 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 (Figuroa, 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.

5.3.3 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 mandato, 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 Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina

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 4 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 6 los niveles de desempleo seguían siendo altos.

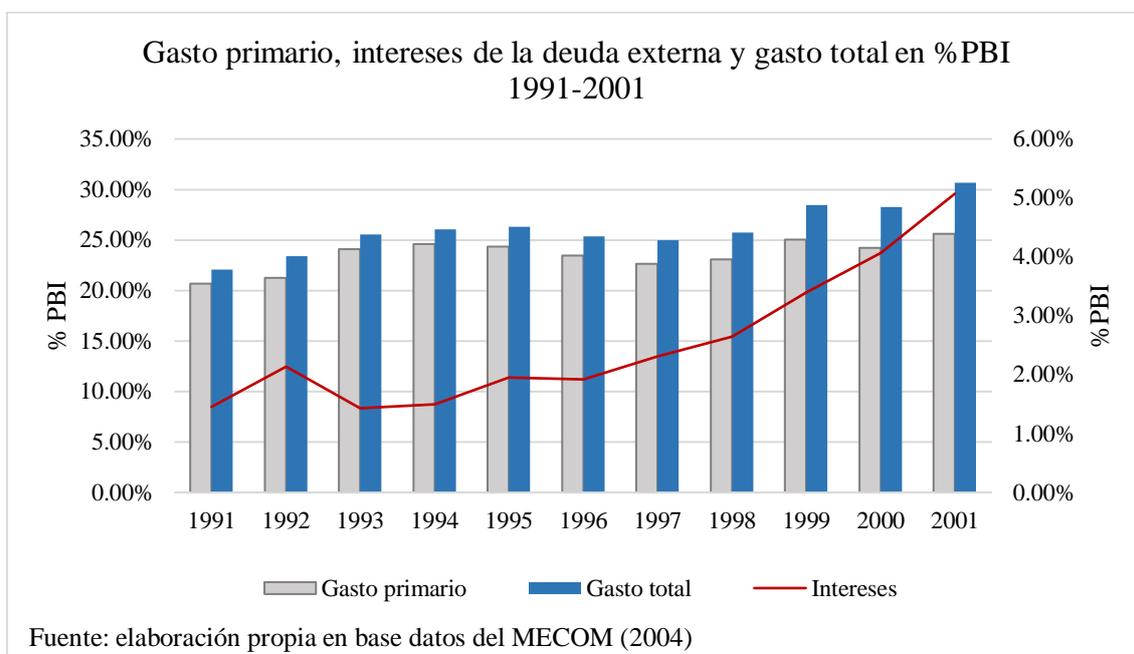
Pero nuevamente, esta recuperación fue cíclica. Pese a la Crisis del Tequila y la del sudeste de Asia, el auge de flujos de capital hacia Latinoamérica siguió hasta marzo de 1998. En este ciclo la inversión extranjera directa (IED) comenzó a tener un rol más protagónico. En el primer ciclo de auge de 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.

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 3), simultáneamente, los mayores ingresos por cuenta capital también llegaron a los valores máximos de toda la década analizada. Por otro lado, en el gráfico 13 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 sociales⁴² 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 C6 en el año 1997, como uno de los preludios más importantes del descontento popular que terminaría con el gobierno de la Alianza, en 2001.

Gráfico 13



5.3.4 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:

⁴² 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).

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).

La cuestión del tipo de cambio real se volvió el “Talón de Aquiles” de la sostenibilidad del sistema en este periodo. En primer lugar, como se observa en el gráfico 14 el tipo de cambio real multilateral se mantuvo a niveles bajos mientras los desequilibrios en el sector externo se fueron acumulando y agudizando. En segundo lugar, el gráfico 15 muestra que en la larga duración se puede observar que se mantiene a niveles bajos casi al punto de la tablita cambiaria de 1979 o de las primeras dos décadas del siglo XX cuando existía el mismo régimen monetario. Tercero, y más importante, el gráfico 16 muestra el tipo de cambio real efectivo comparado con Brasil (que durante este periodo se vuelve en el principal socio comercial de la Argentina) donde puede notarse una clara tendencia a la sobrevaluación cambiaria durante toda la Convertibilidad para la Argentina, que se acentúa a partir de enero de 1999 hasta el estallido de inicios de 2002, para luego de la maxi-devaluación volver a converger lentamente, algo logrado hacía el año 2010.

Gráfico 14

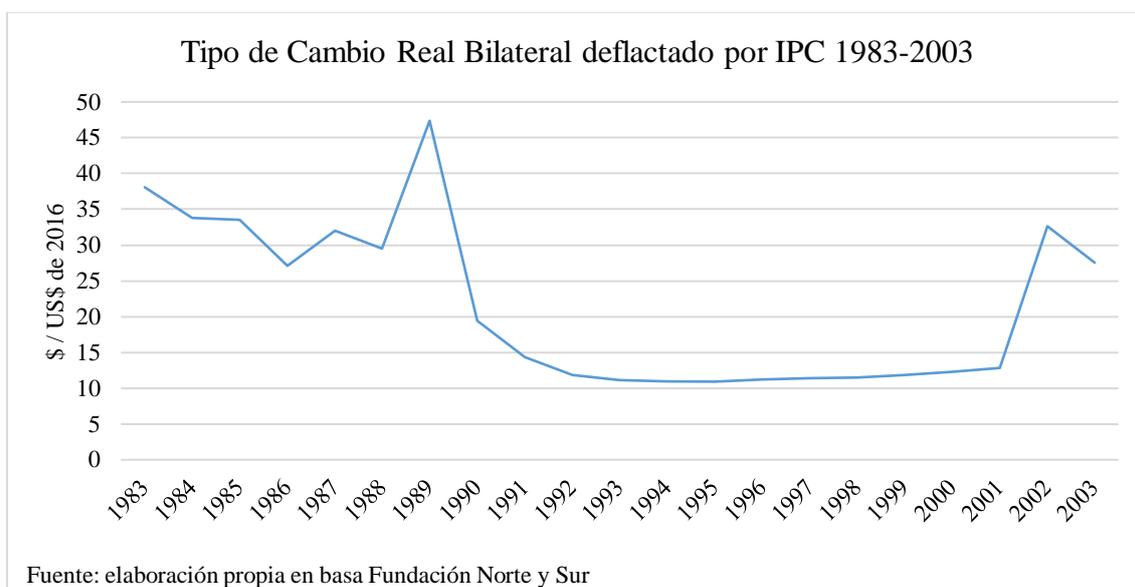


Gráfico 15

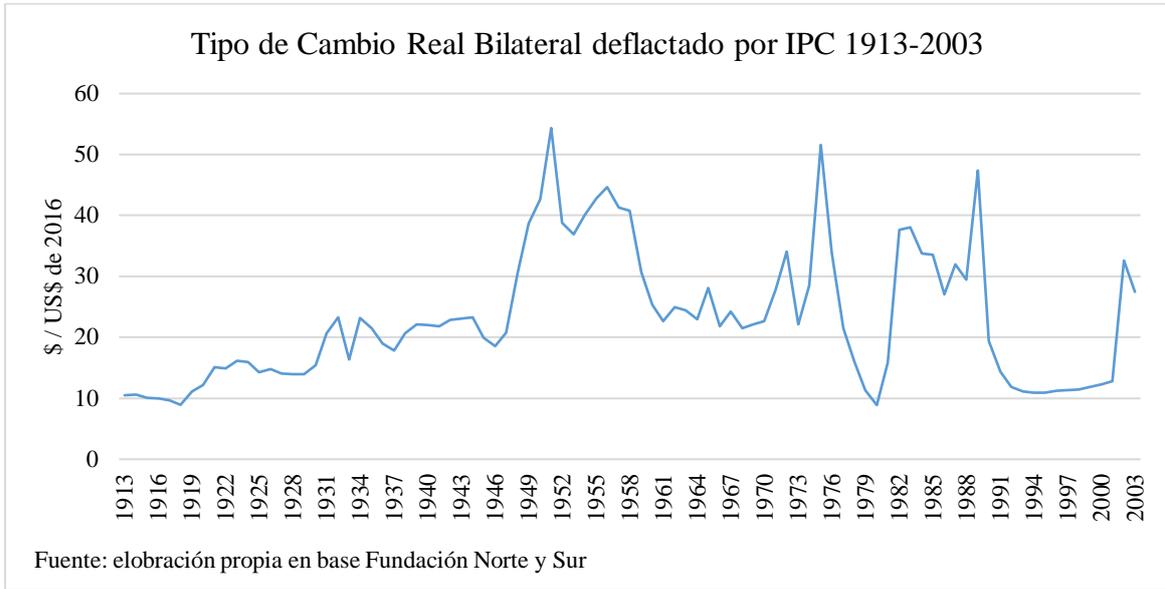
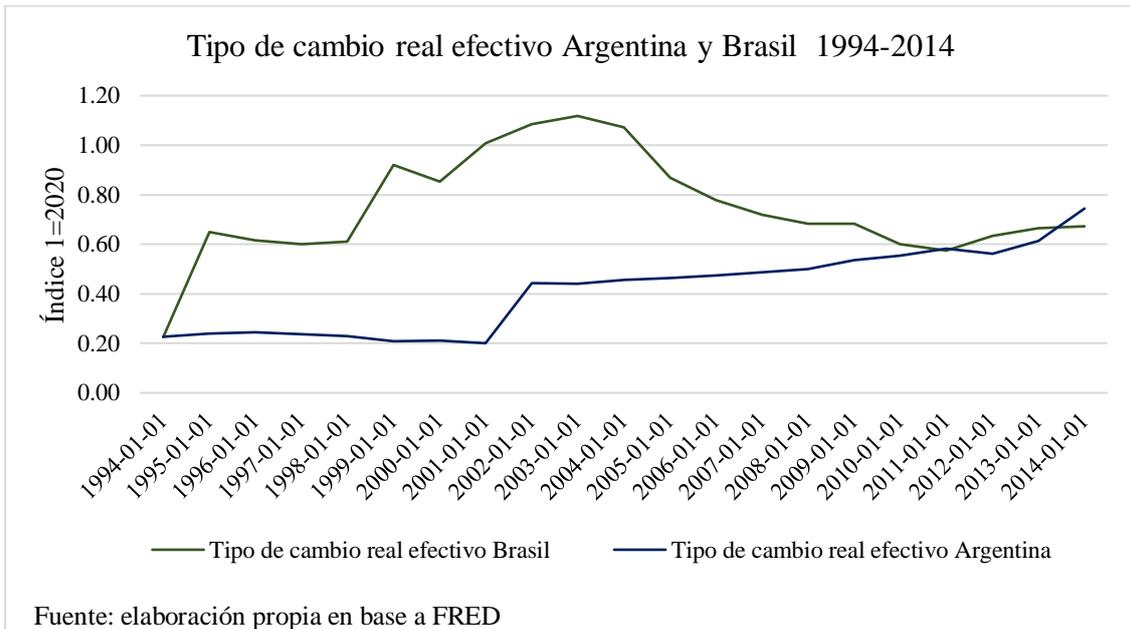


Gráfico 16



Ahora bien los problemas financieros eran igual de determinantes todavía. Como se ha venido sosteniendo, en base a la línea argumental presentada, el periodo de la Convertibilidad es indisoluble 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 devaluación⁴³.

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 recomendación (o condición) del FMI fue clara: la dolarización oficial de la economía⁴⁴ (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

⁴³ Mientras que el capital extranjero que controlaba los servicios y empresa públicas privatizadas más los bancos extranjeros preferían una dolarización, los sectores concentrados 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 volvieron un tema central como respuestas a las crisis financieras de la globalización (Krugman, 1997).

⁴⁴ Posteriormente en diciembre de 2001 la institución finalmente se pronunció en contra de la Convertibilidad y de la propuesta de dolarizar la economía.

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, 2003). 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 (2003), 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, 2003, 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 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 pasivos 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 pasivos 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 pasivos 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 a 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 a lo inútil del recorte del gasto para solucionar la crisis, Paul Krugman sostuvo en junio de 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).

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 suplantado 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 prescrita 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.

CAPÍTULO 6: EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL EN EL MUNDO MULTIPOLAR. OTRO MAL MOMENTO PARA ABANDONAR LA POLÍTICA MONETARIA.

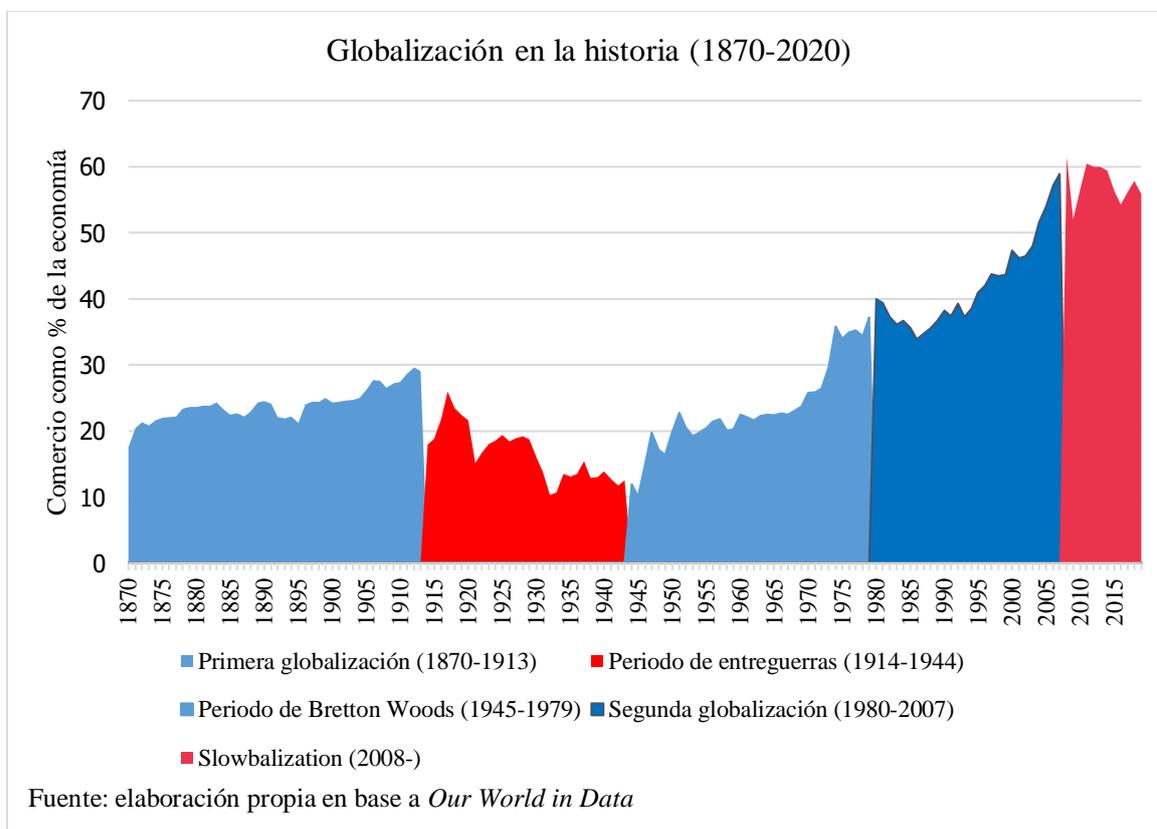
Hasta aquí hemos demostrado que la política cambiaria y las instituciones monetarias se encuentran estrechamente vinculadas a la fase histórica del proceso de globalización y la dinámica de los flujos de capital internacional vigentes en los centros, la cuales se retroalimentan mutuamente, y a la par, se encuentran determinadas por las condiciones objetivas materiales de la economía internacional y la geopolítica. También hemos visto cómo en dos fases de auge de la globalización financiera, las instituciones monetarias argentinas han estado determinadas por las relaciones estructurales objetivas vigentes en aquellos momentos históricos. En ese sentido, para analizar nuevamente el retorno de la idea de la dolarización nuevamente se requiere tener en cuenta todo ello, dado que, como sostendremos en este apartado, la dinámica de semejante política cambiaria sería radicalmente peor a la ya deficiente caja de conversión de 1991-2001, que a su favor tenía un mundo en pleno auge de la globalización financiera y del neoliberalismo. Actualmente asistimos a una reconfiguración del proceso de globalización y del sistema monetario internacional que tienen como inicio una serie de hechos históricos claves: la crisis financiera 2008, el descontento con la globalización en el mundo desarrollado (cuyo hecho más significativo fue la presidencia de Donald Trump) y el de auge de China (Tooze, 2019, Eichengreen, 2019; Milanovic, 2020). Esto ha consolidado en esta década 2020 un orden geopolítico multipolar bastante distinto al mundo unipolar del auge de la globalización (Merino, 2021). Paralelamente, en el terreno monetario, la internacionalización de renminbi chino, se expresa como fenómeno característico y central de los cambios antes mencionados (Barranquero y Dicósimo, 2022).

6.1 Del auge de la Globalización a la Slowbalization: la economía y orden internacional (multipolar) en el siglo XXI.

Desde inicios de la década de 1980 el comercio internacional (medido en la suma de exportaciones e importaciones) pasó del 30% del PIB mundial a más del 54% en los albores de la Crisis de 2008, desde entonces ese enorme crecimiento de la integración comercial global se encuentra estancado. En ese sentido, una reciente publicación del FMI sostiene el inicio de una nueva fase del histórico proceso de globalización: la *Slowbalization*. Como se observa en el gráfico 17, este proceso se caracteriza por un revés

en el fuerte multilateralismo de la época de la liberalización o de auge de la globalización de inicios de los años ochenta, principalmente a partir de la aparición de una creciente fragmentación económica (IMF, 2023a). Las cadenas internacionales de valor, la forma de especialización comercial en esta gran expansión del comercio internacional, se vio cada vez más afectada y menos resiliente a distintos fenómenos económicos y geopolíticos (y naturales), lo cual puso en cuestión esta última fase de la globalización. El documento detalla factores como la crisis económica en los países desarrollados y su impacto en los puestos de trabajo e inversión productiva; los efectos políticos de esta y del proceso de globalización en general sobre las sociedades que derivaron en respuestas contrarias a la globalización como el “*Brexit*”, el “*Fenómeno Trump*” y otros similares; las tensiones comerciales y geopolíticas de EE.UU-China; y finalmente, los efectos de la Pandemia COVID-19 y guerras a gran escala como el conflicto Rusia-Ucrania. Todo esto hace posible sostener la muerte de lo que fue aquella globalización fuertemente neoliberal de los años noventa, y por ello, la institución guardiana de la globalización hace un llamamiento sobre los peligros de los “costos” de abandonar la senda de integración económica.

Gráfico 17



Obviamente, esto tampoco implica un retorno al proceso de “desglobalización” o desintegración económica que dio lugar al aislacionismo con el fin la filosofía del *laissez-faire* en los años treinta, sino más bien de una fragmentación donde el comercio tiende hacer más regional y mediado más por intereses geopolíticos que intereses netamente económicos. Principalmente esto se expresa en las nuevas formas que toman las cadenas globales de valor donde la aparición de un contendiente al hegemon y la pandemia global, han empezado a revertir el “*off-shore*” del auge de la globalización y convertirlo en “*friend-shoring*”, “*near-shoring* y *re-shoring*”⁴⁵ (Canuto, Ait Ali y Arbouch, 2022; Kulfas, 2023). Como también, la aparición de un área comercial alternativa al comercio occidental dominado por los países de la OCDE, donde las nuevas economías como los BRICS empezaron a ser más dominantes en el PIB mundial, especialmente China. En ese sentido, siguiendo al prestigioso economista Branko Milanovic, podemos resumir que el proceso de globalización que se encuentra en reconfiguración dio lugar a dos grandes cambios:

Uno es el establecimiento del capitalismo no solo como sistema socioeconómico dominante, sino como único sistema del mundo. El segundo es el reequilibrio del poder económico entre Europa y Norteamérica por un lado y Asia por otro, debido al auge experimentado por esta última. Por primera vez desde la Revolución industrial, las rentas de los habitantes de estos tres continentes son cada vez más similares entre ellas, volviendo más o menos a los mismos niveles relativos que tenían antes de la Revolución industrial (Milanovic, 2020, p.8).

Como se observa en la tabla 4, las economías asiáticas o no occidentales son las que predominan en la economía internacional de hoy en día. Prácticamente todas las economías occidentales han retrocedido en la posición de su PIB como porcentaje de la economía internacional, mientras muchas economías nuevas no occidentales son las que predominan en los puestos 10 a 30. El cambio más significativo es la llegada de China como la economía más grande del mundo medido en PPA, apenas superando a Estados Unidos, y el ascenso de la India al tercer lugar por bastante diferencia a Japón y Alemania. Naturalmente, esto es solo en tamaño económico, no se hace referencia a la capacidad tecnológica, riqueza y calidad de vida (donde los países occidentales y Japón tienen la

⁴⁵ Esto es dividir el proceso productivo de una mercancía a lo largo del mundo en base una mayor eficiencia (*off-shoring*), mientras que las otras tendencias son acortar esas cadenas productivas cerca de los consumos finales (*near-shoring*), localizar la producción de mercancías de alto contenido tecnológico o estratégicas en países aliados (*friend-shoring*) o la vuelta de la producción al país original (*re-shoring*).

ventaja), pero el término de peso absoluto en tamaño económico es posible anunciar que ya la economía global ha dejado de ser occidental exclusivamente. Esto es un cambio drástico como bien sostiene Milanovic (2020).

Tabla 5

PIB de las 30 principales economías como % de la Economía Mundial en 2018

Posición en el PIB Mundial del 2018 (posición en 1980)	PIB 2018 como % de la Economía Mundial (\$ precios de 2011 ajustados por países e inflación)
1.China (4)	15,97%
2.Estados Unidos (1)	15,96%
3.India (9)	7,78%
4.Japón (3)	4,28%
5.Alemania (5)	3,42%
6.Rusia (6 sin resto URSS)	3,18%
7.Indonesia (14)	2,71%
8.Brasil (10)	2,61%
9.Francia (6)	2,27%
10.Gran Bretaña (8)	2,24%
11.Italia (7)	1,83%
12.México (11)	1,77%
13.Corea del Sur (22)	1,72%
14.Arabia Saudí (25)	1,48%
15.Canadá (12)	1,47%
16.Turquía (19)	1,46%
17.España (13)	1,31%
18.Irán (20)	1,23%
19.Australia (16)	1,09%
20.Egipto (38)	1,08%
21.Pakistán (35)	1,07%
22.Tailandia (30)	0,99%
23.Nigeria (36)	0,93%
24.Polonia (18)	0,93%
25.Taiwán (37)	0,92%
26.Filipinas (29)	0,80%
27.Argentina (15)	0,73%
28.Países Bajos (17)	0,72%
29.Malasia (57)	0,68%
30. Emiratos Árabes Unidos (68)	0,65%

Fuente: elaboración propia en base a Maddison Proyect

Esta transformación estructural en la economía global dio lugar a una profunda reformulación geopolítica del mundo “Unipolar” del auge de la globalización en los años noventa. En primer lugar por la consolidación de una nueva superpotencia económica, China (Merino, 2021). En segundo lugar, Rusia que tras un periodo de profunda crisis

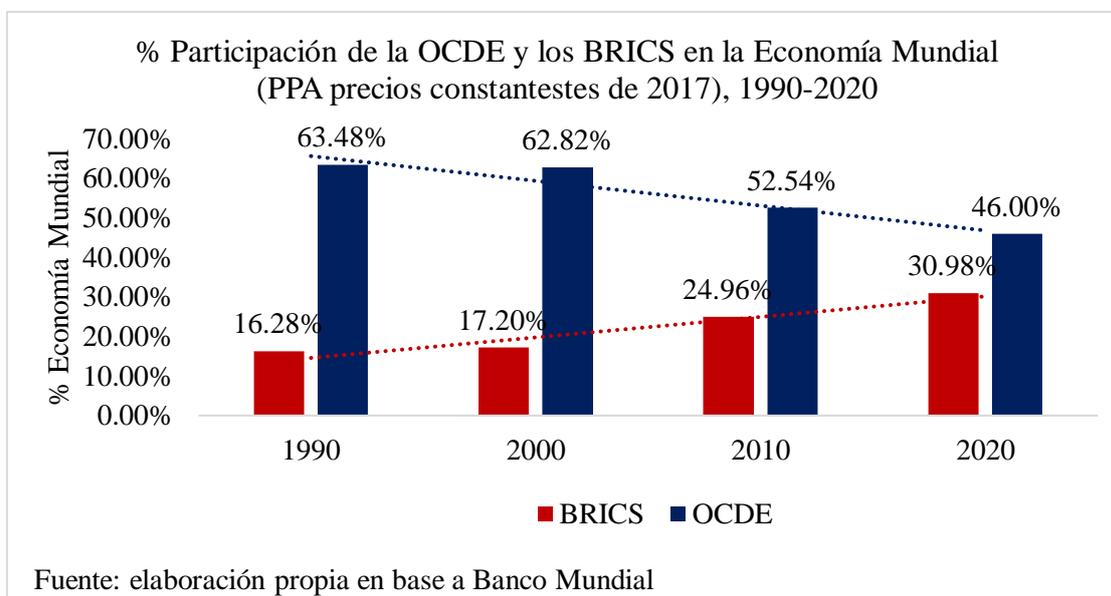
económica y política en la década de 1990 (época de una humillación sin precedentes al país heredero del Imperio Zarista y la URSS), recuperó la senda del crecimiento económico bajo los altos precios de la energía y el liderazgo del Estado ruso en la economía encabezado por Vladimir Putin (Tooze, 2019). También, la emergencia del Subcontinente Indio es otro cambio no menor en este panorama de grandes transformaciones. Como bien demostró Arrighi (2007) ni China e India se guiaron por los preceptos de la “globalización ideológica”, es decir, el neoliberalismo. Especialmente China, siendo esto una de las claves de su crecimiento económico (Weber, 2018). Dado que su posición como principal país de innovaciones tecnológicas aplicadas a la producción de bienes sofisticados y de alto valor agregado no se hizo dejando al albedrío del libre mercado ni utilizando solamente de sus enormes ventajas comparativas en el inicio de esta nueva fase de la globalización basadas en una mano de obra prácticamente inagotable y barata. Las profundas reformas en la agricultura, la creación de Zonas Económicas Exclusivas para el capital extranjero que trajo la innovación y nuevas tecnológicas, la poderosa sinergia Estado-Mercado de la sociedad china y el uso de una compleja de red de Empresas Mixtas que van desde empresas pequeñas empresas locales a gigantes globales, son características de este modelo de crecimiento y desarrollo económico (Girado, 2020; Weber 2018).

Por ello, estos países junto a otros de buen desempeño económico en la globalización como Brasil y Sudáfrica decidieron la creación de un bloque geopolítico común en 2009: los BRICS. Este bloque, de gran protagonismo en esta nueva década que inició, se caracteriza por tener cada vez más peso económico como se indica en el gráfico siguiente. Si bien, buena parte de ese crecimiento es explicado por China, con la presencia geopolítica de una superpotencia militar como Rusia y otra economía gigante como la India, este bloque empezó a ganar terreno económico en contraposición al bloque de dominancia occidental que fácilmente puede ser asociado a organizaciones como la OCDE: las economías atlánticas como EE.UU, Europa Occidental, Japón y países de otros continentes alineados a estos como se observa en el gráfico 18.

Este panorama con nuevos bloques geopolíticos basados en países gran dinamismo económico y una economía internacional igualmente asiática que occidental se distingue por la complejidad. La convergencia no siempre es la regla, sino como muestra Kulfas (2023) es la heterogeneidad: existen países en desarrollo periféricas a punto de converger con las economías desarrolladas, zonas periféricas con buenos ingresos pero con poca dinámica económica, países pobres que todavía tienen niveles de ingreso bajo pero que

están creciendo aceleradamente o países de ingresos medios que tienden a crecer también aceleradamente hacia esos países de ingresos medios altos no tan dinámicos, mientras que otros siguen igual o involucionan⁴⁶.

Gráfico 18

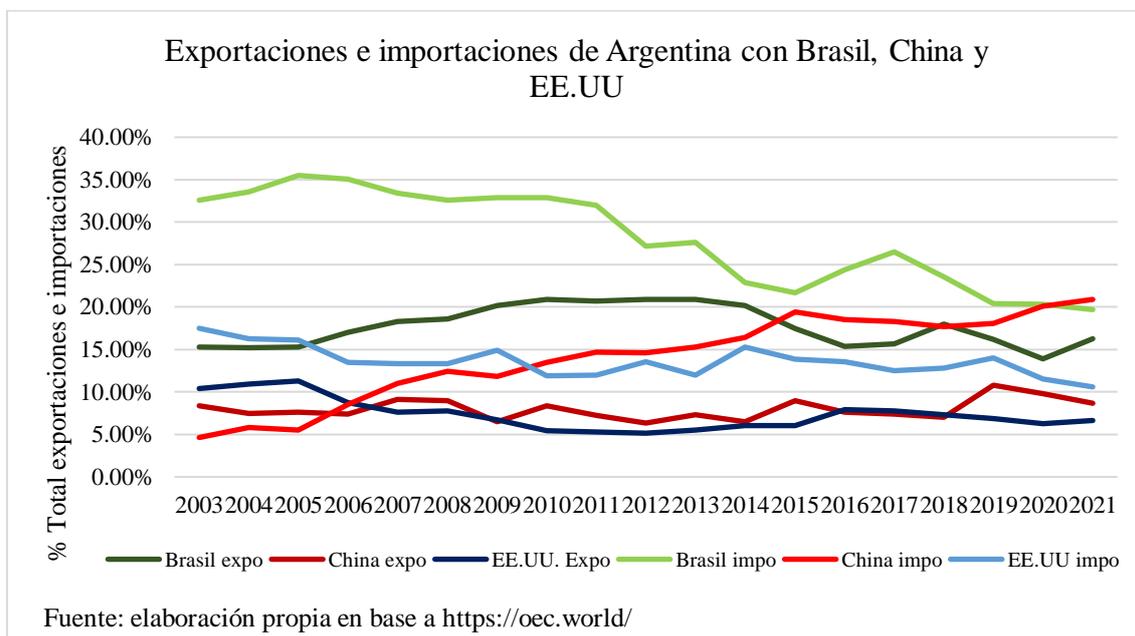


Hasta aquí, en términos de historia monetaria y de la política cambiaria que hemos analizado en la Argentina, sus dos principales *hard-pegs* históricos (uno adecuado a su época y el último una trágica reliquia) se dieron en contextos de fuerte hegemonía de una única superpotencia occidental: Reino Unido de la primera globalización financiera y Estados Unidos de la segunda. El mundo actual de la *Slowbalization*, además de continuar todavía en esta fase financiera del capitalismo, se caracteriza por estar combinada a una creciente fase producción material (en términos de Arrighi) localizada en China-Asia. De hecho la economía argentina del siglo XXI dependió y depende cada vez más de dos países del BRICS: Brasil y China. La integración con Brasil (principal socio comercial de Argentina) permitió sostener al país una buena parte del aparato industrial moderno, mientras que la demanda de materias primas del gigante asiático alimentó un auge de los precios de las materias primas que permitió al país elevar sus exportaciones y así alimentar al propio crecimiento del país entre 2002-2011. Si bien no es lo adecuado por todos los motivos que hemos esgrimido en estas páginas, de proponer o imponer una política monetaria pasiva, lo lógico y deseable sería que fuera con estos países dado que

⁴⁶ Véase el concepto “cuatro periferias” de Kulfas (2023).

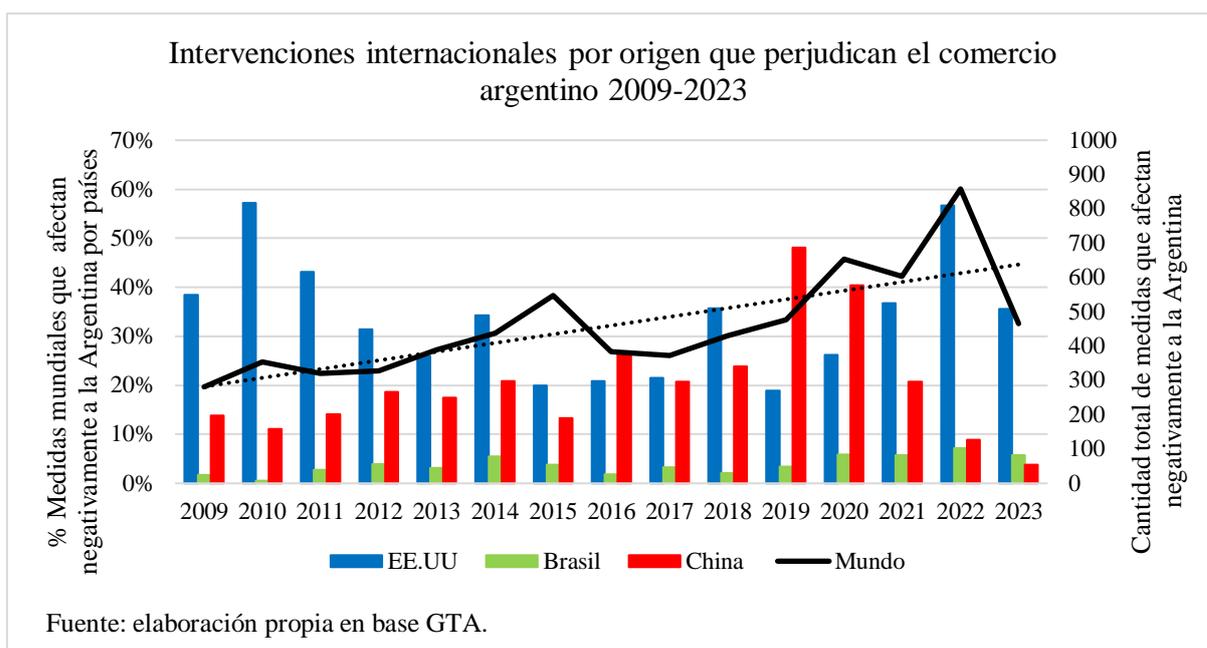
los mayores flujos comerciales de Argentina provienen de Brasil y China. Como se observa en el gráfico 19 Brasil ha permanecido como el principal destino de las exportaciones argentinas y que en estas, muestran un cambio de EE.UU por China como segundo destino predilecto de las mismas. En cuanto a las importaciones actualmente hay una gran preponderancia de China, que desplazó rápidamente a EE.UU como segundo importador principal y se ha colocado primero por encima de Brasil en 2021. Además del gran flujo comercial, también hay que decir que son dos naciones que ponen significativamente menos barreras al comercio que EE.UU en este nuevo contexto global. En relación a ello, el *Global Trade Alert*⁴⁷ muestra que las medidas tomadas los Estados para intervenir en el comercio en post de la liberalización o protección han tendido a crecer en el sentido perjudicial al libre comercio. Sobre todo en la década de 2010 y en el cambio de década inaugurada por la crisis del COVID-19 como se muestra en el gráfico 20, donde Estados Unidos (el país del dólar) es el que más tomó medidas que perjudican a la Argentina.

Gráfico 19



⁴⁷ El *Global Trade Alert* es una base de datos global que contiene más de 52,000 medidas unilaterales sobre el comercio exterior desde 2009. Con ayuda de IA's esta base de dato clasifica las políticas comerciales de un país sacadas de documentos de Estado a favor o en contra de un comercio sin regulaciones, indicando qué medidas afectan a otros países, a cuáles afectan y cómo los demás países afectan con sus políticas a favor o en contra del comercio de dicho país. Además indica qué flujos comerciales son las que entran en cuestión, qué tipo de políticas se toman, qué criterios estandarizados se están violando o respetando en materia comercial y un sinfín de cuestiones útiles. Sin duda es una herramienta novedosa que tiene un buen potencial para analizar el comercio en esta nueva etapa de la globalización. Para más información véase <https://www.globaltradealert.org/>.

Gráfico 20



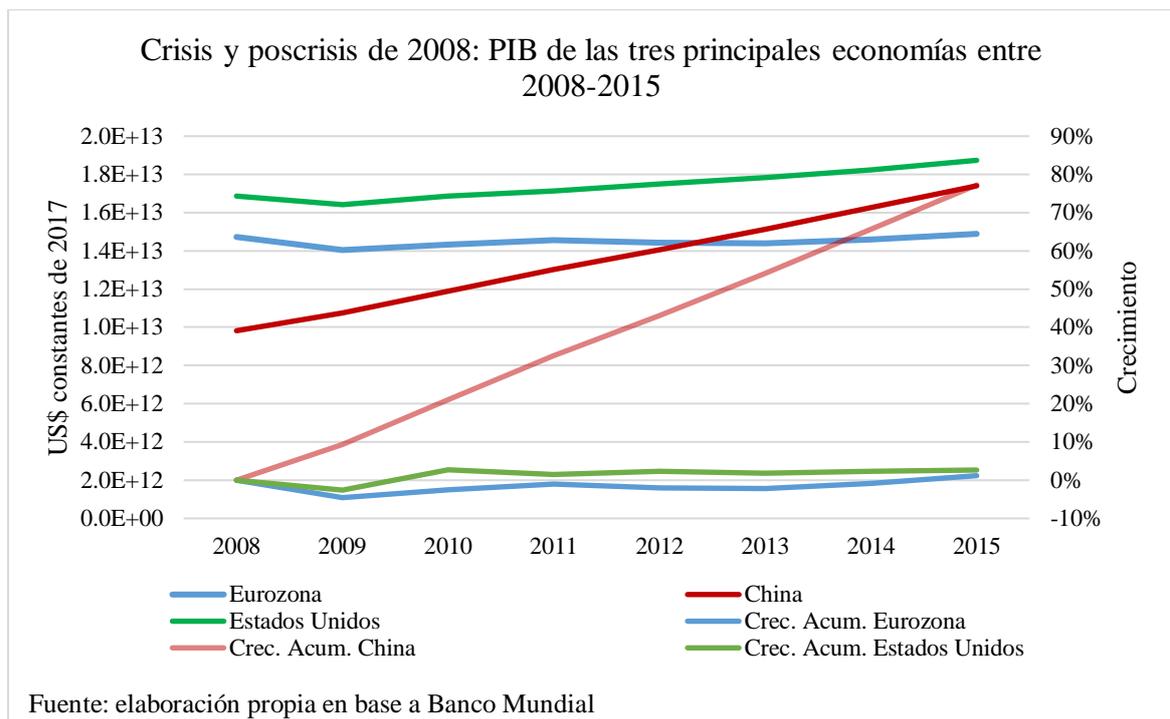
6.2 El SMI en el siglo XXI y la aparición del Renminbi como moneda internacional.

El año 2008 marco un punto de inflexión en la economía internacional y el sistema monetario que organiza a la misma. Como sostienen Rapoport y Brenta (2010) esta crisis se marca como la tercera gran crisis del capitalismo, al nivel de 1929 e inicios de los años setenta, mostrando como las históricas tendencias del capitalismo a la caída de la tasa de ganancia y la sobreacumulación del sector financiero vuelven a reiterarse. Hemos visto siguiendo a Kindleberger (2013) y Minsky (1992) que esto es algo inherente a la lógica del proceso de globalización financiera del capital pero lo distinto de esta crisis en particular fue el enorme efecto que tuvo en las áreas más ricas y desarrolladas del mundo. Adam Tooze (2019) muestra como en el *aftermath* del 2008 las naciones en desarrollo que habían sido las protagonistas de los *cracks* financieros de los años noventa se veían indemnes a la par que otro fenómeno oculto en las grandes tendencias de la historia se daba a conocer en toda su magnitud: la locomotora china. En ese sentido, siguiendo a este último autor (como a los recientemente mencionados): el problema de un sistema financiero fuertemente desregulado y la emergencia de una superpotencia económica que sostiene a toda la economía global son las grandes novedades que hay que tener en cuenta para pensar el Sistema Monetario Internacional que emerge post 2008. A lo cual, como sostienen Eichengreen (2019) y Rapoport y Brenta (2010), hay que sumarle los fuentes desbalances de la cuenta corriente de EE.UU. y el privilegio exorbitante del dólar

estadounidense (cuestión que se relaciona directamente a los otros dos fenómenos mencionados).

Como se observa en el gráfico 21 en este nuevo mundo posterior a la crisis de 2008 por un lado podemos ver un fuerte proceso de crisis económica, que se caracterizó una fuerte retracción del producto de la Zona Euro que solamente en 2015 (siete años después) recuperó su nivel previo a la crisis (siendo los casos españoles y griegos que analizaremos en el siguiente subapartado mucho más dramáticos), el fuerte retroceso en la actividad económica en Estados Unidos pero a un nivel bastante menor que en Europa Occidental. Pero en ambos casos un fenómeno se hizo claro: el desempleo y la necesidad de retomar políticas de expansión de la demanda en tiempos de crisis. Por otro lado, distinto es el caso chino. Este país durante este periodo pasa a Estados Unidos como economía 1 en tamaño (medido en PPA) y crece más del 80% entre 2008-2015 (duplicándose entre 2008-2018).

Gráfico 21



6.2.1 Crisis de 2008

En el pleno pico de la crisis de 2008 el presidente del banco central de China, Zhou Xioachuan, sostuvo:

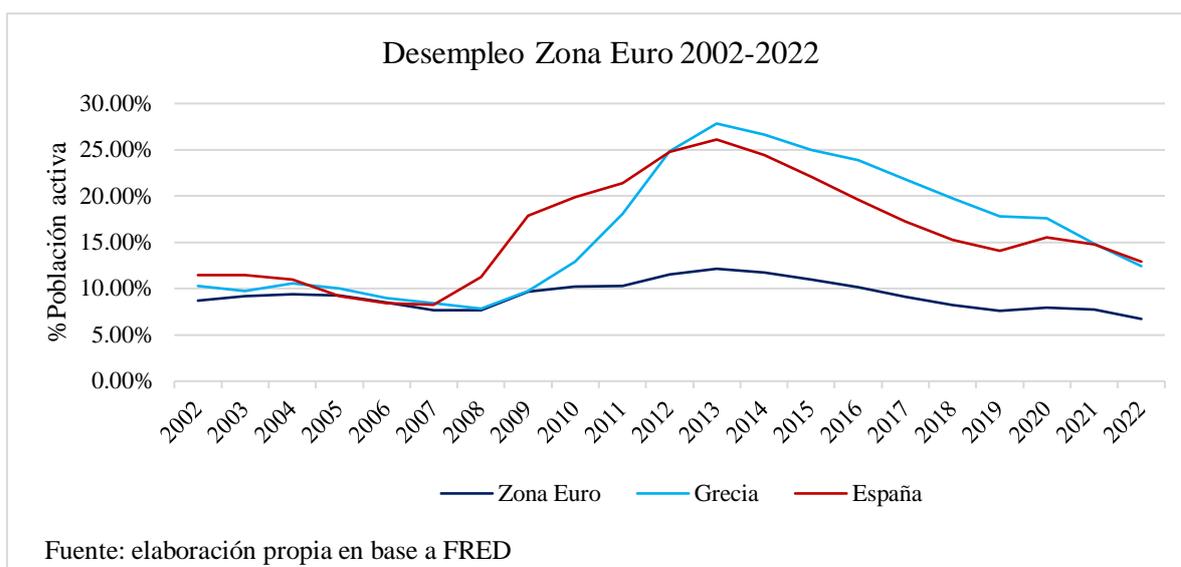
El estallido de la crisis actual y sus efectos en el mundo nos han enfrentado a una pregunta que existe desde hace mucho tiempo pero aún sin respuesta: ¿qué tipo de moneda de reserva internacional necesitamos para asegurar la estabilidad financiera global y facilitar el crecimiento económico mundial? (Eichengreen, 2019, p.216)

La pregunta no era menor, pese a que China siguió siendo un gran comprador de los bonos norteamericano, uno de los principales diagnósticos de la crisis fueron dos cuestiones determinantes: la inestabilidad financiera del capitalismo⁴⁸ (que ha hemos analizado extensamente en este trabajo) y los insostenibles déficits de cuenta corriente de Estados Unidos mantenidos a moneda *fiat*, o de otro modo, financiado por la economía internacional (Rapoport y Brenta, 2010). La crisis provocó la quiebra de varios bancos y fondos de inversión en los principales países del centro mientras que el efecto en la actividad económica y el desempleo no tardaron en llegar. Específicamente, en aquellos países periféricos de la Unión Europea y que estaban expuestos a un elevado endeudamiento producto de entradas masivas de capitales previas como España y Grecia. La imposibilidad de devaluar para ganar competitividad en las exportaciones y la cuestión de que un abandono de la moneda común sería inclusive más costoso e incierto, hizo que el desempleo sea el mecanismo de ajuste. Estas lecciones para un país dependiente de factores exógenos en su crecimiento y un elevado endeudamiento externo como la Argentina no son menores cuando se habla de ceder la soberanía monetaria.

El gráfico 22 muestra esta tendencia, desde 2008 el desempleo en la Zona Euro tendió a crecer 4 puntos porcentuales para luego volver rápidamente a valores previos para mediados de la década de 2010 mientras que los casos de Grecia y España el desempleo se disparó acerbamente a niveles muy elevados que oscilaron el 25% de la población en edad laboral en el pico de la crisis y luego su decrecimiento se mantuvo en niveles altos y tendió a ser bastante más lento que la media de la Zona Euro. Demás está decir, que en dichos países se aplicaron grandes rescates financieros a la par que y los peores paquetes de ajuste fiscal. El PIB griego cayó 25% entre 2008-2013 mientras que el español un 6%, aunque su desempleo fue similar. En ambos casos la imposibilidad de impulsar políticas expansivas de demanda agregada explicó en gran parte dichos niveles de desempleo. Posteriormente hacia 2013 las autoridades económicas de la Unión Europea giraron en sus políticas de fuerte ortodoxia para aminorar la crisis pero para estos países ya era demasiado tarde (Eichengreen, 2019).

⁴⁸ En este sentido, el trabajo empírico de Rey (2018) muestra claramente evidencia acerca de la autonomía de los factores financieros en la generación y propagación de burbujas de auge seguido de estallidos que conducen a crisis.

Gráfico 22



6.2.2 La emergencia del Renminbi:

Antes de comenzar con el análisis del renminbi como una divisa internacional en crecimiento, aquí se propone una serie de consideraciones teóricas para aprehender el complejo proceso de la internacionalización de una moneda. Como sostiene Cohen (2018, p.5) “la internacionalización de una moneda es una consecuencia del poder de un país, pero también es una causa que aumenta los recursos de poder subyacentes a un país”. El concepto *currency statecraft* es cómo un país responde a través de sus políticas al proceso de internacionalización de su moneda como moneda de uso internacional. Este uso internacional puede adoptar varias formas simultáneas: como medio de intercambio comercial o de inversión, medio en el que se hacen los préstamos internacionales, como parte de las reservas en el banco central o para fijar el tipo de cambio de otro país. Como sostiene Cohen (1998), es una cuestión sumamente política que va más allá de las simples visiones económicas que hacen énfasis en el mercado como fuente de esa internacionalización o la visión política donde la relación poder político se expresa automática y linealmente en la internacionalización de la propia moneda. Esta cuestión responde también a múltiples intereses y visiones dentro de la sociedad y la élite política que maneja los asuntos de Estado. En ese sentido, el trabajo de Cohen (2018) destaca tres etapas que atraviesan a las principales monedas de la economía mundial: una fase de juventud, una de madurez y otra de declinación. En cada fase, los hacedores de políticas –en el marco de debates ideológicos, visiones y necesidades objetivas–, deciden qué

decisiones geopolíticas pueden tomar en dirección a la internacionalización de su moneda (promoción, explotación y resistencia).

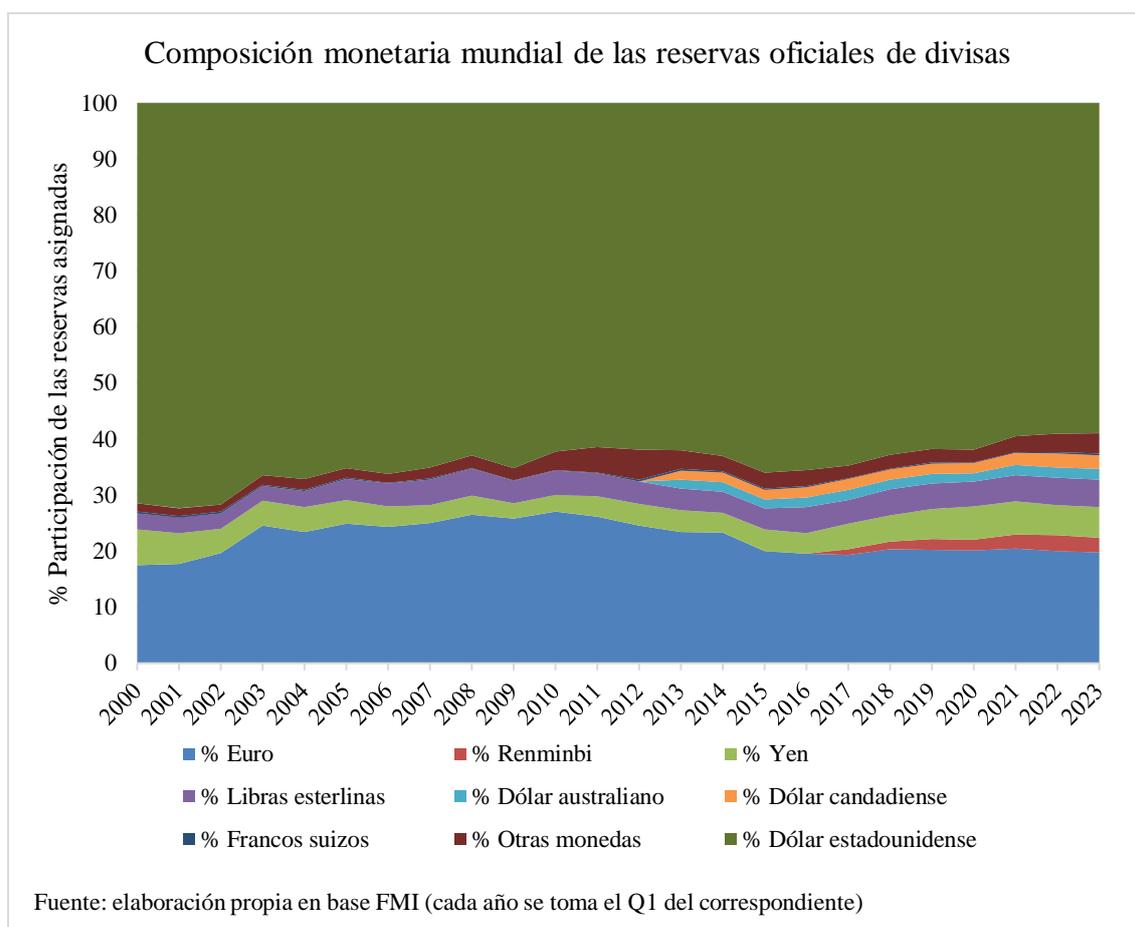
Cohen (2018) plantea el escenario monetario internacional del siglo XXI como la confrontación de los *greenbacks* (dólar) vs los *redbacks* (renminbi), lucha geopolítica que ya ha comenzado. El dólar en una fase de madurez y el yuan en una etapa de juventud como moneda internacional, cuentan con una activa promoción de sus países en su internacionalización; el primero para mantener su hegemonía y el segundo como una moneda internacional naciente que necesita difundirse en las múltiples funciones que una divisa internacional puede cumplir. Aquí se sostiene que esta cuestión es clave para comprender el nuevo orden multipolar al que se está asistiendo en el sistema monetario internacional (Barranquero, D'Annunzio y Dicósimo, 2022).

Históricamente, pocas divisas han gozado de una gran hegemonía en la economía global. El primer caso que puede mencionarse a la libra esterlina en el sistema de Patrón-Oro (1870- 1914), donde esta moneda tenía un rol protagónico producto de la hegemonía británica, dado que la famosa convertibilidad de las monedas internacionales al oro, en la práctica, era una convertibilidad a la libra (Eichengreen, 2008). Al inicio del periodo, Estados Unidos era la segunda economía más grande y para el final del periodo terminaría como la principal, pero su moneda en este sistema monetario internacional tendría escasa relevancia. Distinto fue el caso de la década de 1920, donde todo el saneamiento del sistema bancario y financiero europeo luego de la posguerra dependía del dólar, como también, la breve reconstrucción del patrón oro bajo la forma del patrón cambio-oro. Aquí el dólar logró por primera vez convertirse en divisa hegemónica, pero habría que esperar casi dos décadas más tarde para que sea definitivo, dado que la fuerte desglobalización de la economía global en los años treinta frenó este proceso. El sistema de Bretton Woods (1944-1971), con el retorno de la multilateralidad y convertibilidad al oro internacional – dólar mediante– marcó el inicio de la larga hegemonía del dólar y su “exorbitante privilegio” (Eichengreen, 2008). Contradicciones fundamentales, como la tendencia a los fuertes déficits de cuenta corriente (*Triffin paradox*) y la sobre emisión monetaria de EE. UU, serían claves en su fin en 1971, pero como sostiene Vernengo (2022), la disolución de este sistema monetario internacional “fue una decisión política que condujo a la hegemonía del dólar” (p.529).

6.2.1.1: Análisis de la Composición Internacional de Reservas

Pero como sostienen Arslanalp, Eichengreen y Simpson-Bell (2022), en un amplio estudio empírico, si bien la posición del dólar en la economía mundial supera ampliamente el tamaño de la economía estadounidense, ya pueden observarse pequeños signos de agotamiento: “la posición en dólares por los bancos centrales se redujo en 12 puntos porcentuales desde el cambio de siglo, desde el 71 por ciento en 1999 al 59 por ciento en 2021” (Arslanalp, Eichengreen y Simpson-Bell, 2022, p.6). Esto se da cuenta en el gráfico 23, que muestra cómo el espacio dejado por el dólar no fue a parar a las otras grandes divisas internacionales (el euro, la libra, el yen) sino que un $\frac{1}{4}$ al yuan chino y $\frac{3}{4}$ a “otras divisas internacionales”, generando así un panorama monetario internacional mucho más complejo (Arslanalp, Eichengreen y Simpson-Bell, 2022, p.5). Si tomamos los siguientes gráfico podemos ver de manera más detallada la hegemonía absoluta del dólar como moneda de reserva internacional.

Gráfico 23



Cómo se observa en el gráfico 23 en el transcurso el siglo XXI esa hegemonía se mantiene pero más reducida, a la par que aparecen divisas alternativas dinámicas de manera muy reciente. Estas se denominan “4 alternativas” (Renminbi, franco suizo, dólar canadiense y dólar australiano) y “otras monedas”. También es notorio que esta reducción de la participación del dólar no alimentó una mayor participación del euro (apenas crece poco más de 2%) ni de las otras dos grandes divisas internacionales que le siguen por detrás (el yen y la libra esterlina), sino que las “alternativas” y “otras” (que prácticamente no llegaban a un 1% o ni existían como moneda de reserva internacional) fueron las grandes beneficiadas de la reducción de un 10% del dólar estadounidense. Concretamente, pasan de ser el 0,26% en el año 2000 (gráfico 24) a representar el 7,25% en el 2023 (gráfico 25).

Finalmente, la conclusión principal que podemos extraer es que el renminbi con casi 3% de uso como moneda de reserva en 2023 aún tiene un largo camino por recorrer en temas monetarios y financieros internacionales, de todos modos presenta grandes pasos en su internacionalización. Esta comenzó con notoria claridad luego de la crisis de 2008-2009, donde la economía china por primera vez en la historia moderna sostuvo a toda la economía mundial (Tooze, 2019).

Gráfico 24

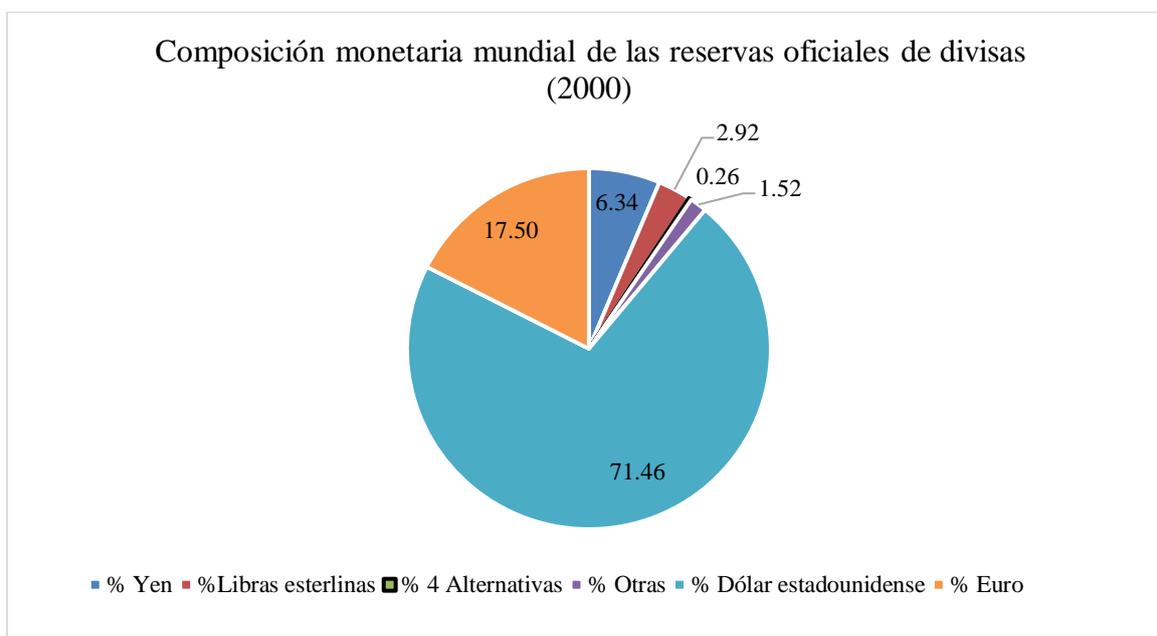
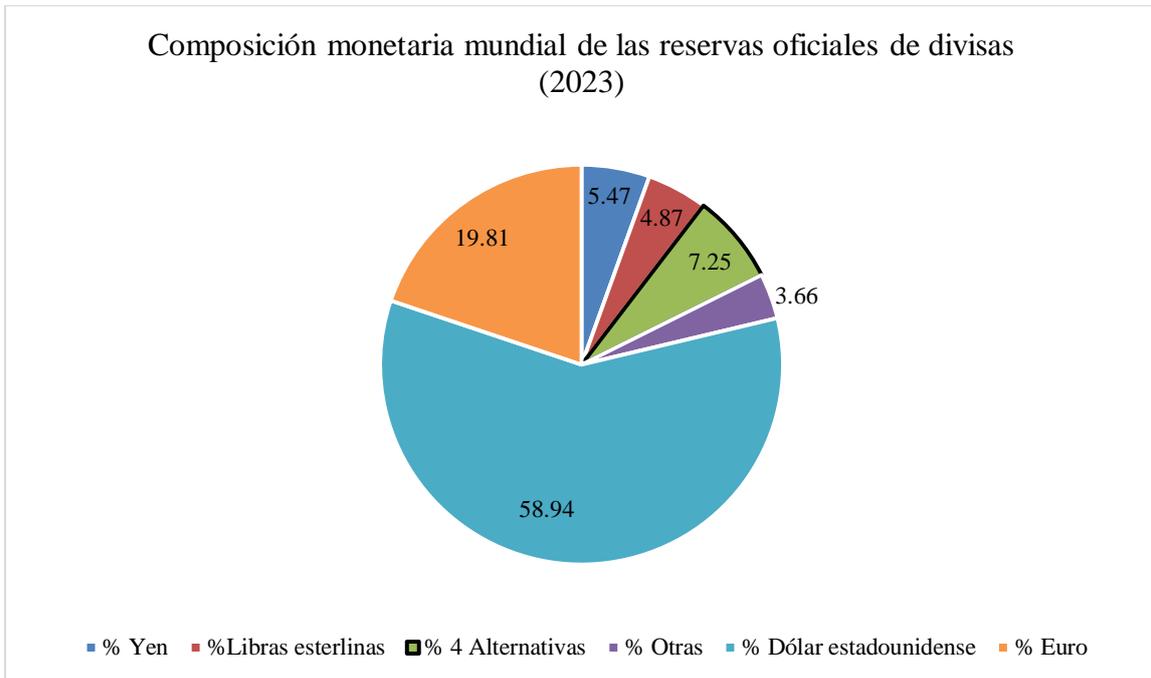


Gráfico 25



6.2.1.2 Moneda regional clave e internacional creciente

Hemos visto que en el terreno monetario son a largo plazo: los principales se observan principalmente en su uso como moneda de reserva internacional, un creciente uso en transacciones cambiarias y su uso como DEGS y muy recientemente en la década 2020 como moneda de comercio internacional producto de las sanciones a Rusia y la consolidación de un mundo más multipolar⁴⁹.

Ya hemos descrito el novedoso y repentino avance del renminbi como moneda de reserva (donde como dijimos tiene un enorme camino por recorrer todavía), en cuanto a moneda de cambios esta adquirió una creciente presencia desde la última década del siglo XX en los centros financieros asiáticos y del sudeste asiático, producto del enorme crecimiento del tamaño de la economía china. Esto es así debido a que el crecimiento comercial tiende a reflejar un uso de la moneda del país en particular a medida que se extiende internacionalmente, siendo ya también negociada y comercializada por fuera de sus fronteras. En esta internacionalización son los centros regionales (cercaños

⁴⁹ En este contexto, los países del BRICS y aspirantes como Arabia Saudita y Argentina han comenzado a utilizar el yuan en intercambios comerciales. Rusia, India y China las economías más grandes han firmado ya numerosas compras de petróleo en yuanes producto de las sanciones a Rusia. Los saudíes para mostrar cierta autonomía frente a EE.UU y Argentina producto de su agónica crisis inflacionaria y externa actual, no tuvo otro camino que recurrir a los yuanes del swap chino para cancelar deuda financiera y comercial.

geográficamente al país y con más flujos comerciales) los que suelen centralizar más el comercio de esa moneda (Yin Wong, McCuley y Chang, 2019).

En ese sentido, un estudio del BIS muestra como el periodo 2013-2016 el renminbi fue la moneda de las economías emergentes que más creció en transacciones de divisas. Entre 2013 y 2016 se estima transacciones diarias de renminbi entre 1000 millones y 10.000 millones de dólares en las principales plazas financieras, donde se destaca que estos niveles en volumen empiezan no solo a ser algo de los principales centros financieros asiáticos como Hong Kong, Tokio y Seúl, sino también a sumarse plazas occidentales como Nueva York, Paris, Londres, Frankfurt que empezaron a manejar esas cantidades de transacciones. En ese sentido, Wong, McCuley y Chang (2019) sostienen que el renminbi fue la moneda de economías emergentes que más creció en uso en el periodo analizado y que ya presenta signos claros en sobrepasar su zona regional tradicional para converger a nivel internacional.

Pero como dijimos, reveladores son los informes trienales del BIS con respecto al rol del renminbi. Donde se puede notar un notable crecimiento relativo entre los últimos relevamientos del BIS, donde actualmente se consolida como la quinta moneda más usada en operaciones cambiarias (y la uno de las economías en desarrollo). Para el relevamiento de 2016 uno de los resultados más importantes fue:

El dólar estadounidense siguió siendo la moneda vehículo dominante, participando en el 88% de todas las transacciones en abril de 2016. El euro, el yen y el dólar australiano perdieron cuota de mercado. En cambio, muchas monedas de mercados emergentes aumentaron su participación. El renminbi duplicó su participación, al 4%, para convertirse en la octava moneda más negociada del mundo y la moneda de mercado emergente más negociada, superando al peso mexicano. (BIS, 2016, p.3).

Mientras que para la última de 2022:

El dólar estadounidense estuvo presente en el 88% de todas las transacciones (sin cambios desde 2019). La participación del euro disminuyó marginalmente al 31% (desde el 32% en 2019), y la del yen japonés y la libra esterlina se mantuvieron sin cambios en el 17% y el 13%, respectivamente. La participación del renminbi aumentó al 7%, lo que la convierte en la quinta moneda más comercializada en 2022 (frente al octavo lugar en 2019 con una participación del 4%). (BIS, 2022, p.3)

En cuanto a la canasta DEGS del FMI, el yuan que había comenzado en el año 2016 en el quinto lugar de las cinco monedas que componen este activo monetario, logró desplazar a la libra y al yen, colocándose por detrás del dólar y el euro (creciendo de 1.36 puntos porcentuales a 12.28) (IMF, 2022, p.3). Mientras tanto, recientes trabajos empíricos muestran la vigencia del dólar no solo como moneda de reserva (IMF, 2020a) sino también en mayor grado como moneda en la cual se fijan los precios de los intercambios comerciales entre las distintas firmas de los distintos países y también en su financiamiento, es decir su uso comercial (IMF, 2020b). Este último trabajo empírico muestra cómo el dólar predomina en todos los acuerdos comerciales (de manufacturas y servicios por igual) por más que no sean con Estados Unidos y cómo las revaluaciones de esta moneda afectan negativamente el comercio entre los países, aunque existen excepciones como la Zona Euro donde la mayor parte del comercio es en euros (lo mismo que partes de África).

A pesar de que la Zona Euro y China son dos zonas comerciales que juntas tienen mucho más peso que Estados Unidos (que basa la dominancia del dólar en gran parte sobre su tamaño económico), este país posee el control de las finanzas globales y ofrece instrumentos financieros de liquidez, como los Bonos del Tesoro de la Reserva Federal, que representan activos sumamente atractivos y deseables para los administradores de los bancos centrales en todo el mundo (Tombini, 2023). Todos los estudios indican todavía una predominancia del dólar, pero a largo plazo, en un mundo más heterogéneo y fragmentado donde en zonas regionales como Asia y Sudeste de Asia el renminbi irá tomando más protagonismo. De la misma manera que las monedas europeas y luego el Euro fueron imponiéndose y desplazando a nivel regional al dólar, aunque no necesariamente pudiéndole hacerle frente a escala global. El renminbi seguirá siendo una moneda dinámica e importante a largo plazo si es que administra bien su internacionalización, donde los factores de mercado y de política económica deberán ser coordinados y bien administrados.

Esta tarea lejos está de ser fácil. La flexibilidad cambiaria administrada y mayores desregulaciones cambiarias y financieras permitieron el gran boom del renminbi en su internacionalización en la década de 2010, aun así no estuvo exenta de desafíos y riesgos. Como sostiene Eichengreen (2019) la quita de regulaciones en materia financiera y cambiaria son claves para tal desafío pero el año de 2015 ha mostrado una prueba bastante dura de cómo manejará el Estado chino el desafío. Si bien el autor sostiene que el rol de los controles y regulaciones de China al capital irrestricto permitió una valiosa lección a

todas las autoridades monetarias de Occidente, el renminbi necesitó de ciertas relajaciones hacia 2015 que trajeron varias complicaciones:

La volatilidad se disparó y el mercado perdió rápidamente la mayor parte de las ganancias que había obtenido en la primera mitad del año. Como China había relajado sus controles de capital, los inversores tenían múltiples vías para sacar su dinero del país, como procedieron a hacer ahora. Para respaldar el tipo de cambio, el Banco Popular de China se vio obligado a intervenir en el mercado de divisas, comprando renminbi con dólares por una suma de 100.000 millones de dólares al mes. (Eichengreen, 2019, p.241).

Un banco central activo con herramientas de controles de capital y cambiarios permitió revertir la situación descrita a costa de la internalización de su moneda que se perjudicó. Pero nuevamente, en el contexto de 2017 donde China se posicionó como referente del libre comercio en Davos durante el *World Economic Forum* frente a un Estados Unidos abiertamente proteccionista con Donald Trump, empezó otro proceso más fuerte de integración comercial y financiera, a la cual sumó su gigantesco y ambicioso proyecto de la Nueva Ruta de la Seda. Como sostienen algunos estudios, este proyecto será una pieza fundamental de una mayor difusión del renminbi tanto a nivel regional como internacional (Chan, 2023; Barranquero, D'Annunzio y Dicósimo, 2022).

Para volver al análisis del caso argentino y la política cambiaria, no sólo es central notar la relevancia de China (que junto a Brasil) en términos comerciales son determinantes. Los sucesivos acuerdos de swaps en la última década han llevado a que el país asiático sea determinante en lo financiero también, de hecho actualmente en el año 2023 gran parte de las reservas brutas son el swap firmado con dicho país, además y parte importante del comercio se hizo también en renminbi. En ese sentido, China llegó para quedarse, proponer una dolarización con el peso que tiene China en lo comercial y financiero es algo prácticamente inentendible y grotesco.

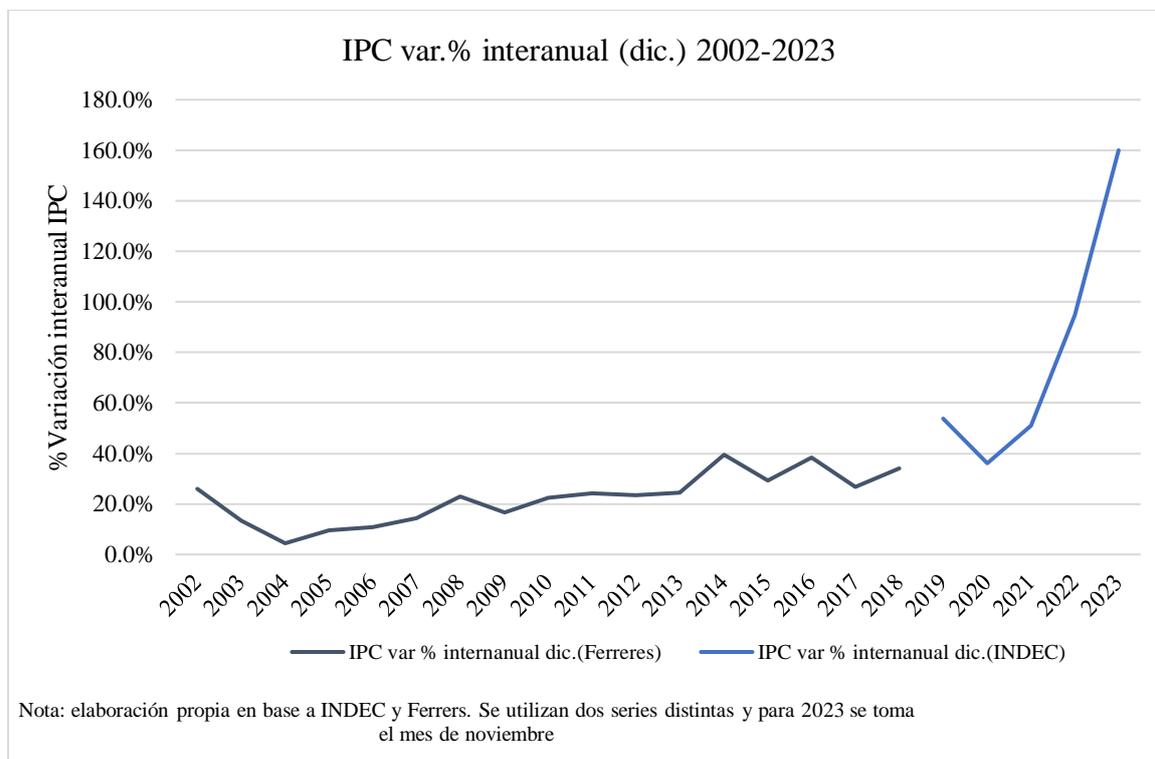
6.3 Argentina y la vuelta de la alquimia monetaria

Hecha esta caracterización de la globalización en pleno proceso de reconfiguración y de los cambios en el SMI precederemos a comentar brevemente las implicancias para la Argentina ante un eventual retorno de estas ideas mágico-religiosas en materia de política monetaria y cambiaria.

6.3.1 Descripción de la inflación argentina 2002-2023

El presente apartado no busca analizar ni aprehender en profundidad las causas de la inflación argentina, solamente hacer un breve comentario. El caso argentino contrasta con la región. Luego de las reformas neoliberales en los años noventa, el establecimiento de regímenes de metas de inflación (o símiles) y una política cambiaria más flexible fue la norma en el siglo XXI (Libman, 2017). Generalmente, estos países no adoptaron una salida extrema como la analizada en todo el capítulo anterior en materia de política cambiaria y monetaria en la década de 1990, lograron estabilizar y posteriormente muchos tras años de estabilidad en los precios, estos países que adoptaron dichas metas de inflación y otros mecanismos para favorecer el ahorro también lograron reducir fuertemente el grado de dolarización financiera en el que se encontraban (Libman, Ianni y Zack, 2023). Mientras que en Argentina, durante el periodo neoliberal la Convertibilidad profundizó la dolarización pese a la desinflación y luego de su estallido este problema tendió a hacerse más notable a la par que su único legado positivo desaparecía: la eliminación de la memoria inflacionaria. Se puede decir que sacando el fallido caso de Venezuela, la inflación y la dolarización real ha sido un fenómeno macroeconómico único de Argentina dado que ha quedado superado en América Latina.

Gráfico 26



A pesar de lo polémico del tema en el debate público y la enorme tradición académica en el estudio de la inflación durante el siglo XX, son pocos los trabajos que han buscado hacer un análisis sistemático y empírico de la reedición del fenómeno durante el siglo XXI. En ese sentido, el trabajo García Díaz (2022) es un aporte fundamental, además de reconstruir una síntesis teórica sobre el fenómeno y los trabajos existentes sobre el periodo analizado, propone un modelo de inflación de costos, donde variables como el tipo de cambio y el componente distributivo tienen un rol fundamental. Junto a otros trabajos, como los de Zack, Montané y Kuflas (2017) donde (sin descuidar el componente inercial clásico de la inflación en Argentina) el tipo de cambio y los salarios son determinantes en la evolución de los precios entre 2004 y 2015. García Díaz (2022) nos presenta un análisis empírico y modelo de interpretación bajo esta lógica analítica. La cual, debido a las sucesivas devaluaciones y crisis externas presentes desde el año 2018, se vuelve un aporte fundamental. Como sostienen Libman, Ianni y Zack (2023) el binotarismo de la economía o su dolarización como fenómeno macroeconómico tienen su explicación en gran parte en niveles altos de inflación y devaluaciones constantes, donde el traspaso a precios tras las devaluaciones es casi inmediato, algo que no se observa en la región.

Pero también hay que mencionar que la ausencia de problemas en el terreno cambiario de los países vecinos tiene lugar en sociedades donde no existe el conflicto distributivo presente en Argentina, otra parte fundamental del problema. Como mostraron Gerchunoff y Rapetti (2016) en el caso argentino este conflicto juega un rol central para lograr un tipo de cambio real de “equilibrio” macroeconómico que se conjugue con un tipo de cambio real de equilibrio social. Por otro lado, como sostienen Bresser-Pereira y Gala (2010) la estabilización y la consolidación de esquemas cambiarios como los similares “metas de inflación” con tasas de interés elevadas (pese a fomentar el ahorro en la moneda nacional) han impedido lograr un tipo de cambio real de equilibrio con un tipo de cambio real que fomenten la industrialización. Proceso que en Argentina tomó gran impulso entre 2002 y 2013 pero que no logró revertir la estructura económica industrial regresiva y heterogénea de la larga noche neoliberal de 1976-2001. Si a estos factores le sumamos el descuido en el terreno monetario entre 2009 y 2015 o las políticas de fuerte endeudamiento externo y de fuga de capitales (2016-2019), ambas políticas en una economía donde opera tan fuerte la restricción externa, no cabe duda de porqué la inflación se ha convertido en un problema único de Argentina en la década de los 2010.

Como se muestra en el gráfico 26 la inflación luego del *overshooting* del 2002 se estabiliza en una inflación moderada de 14% para el final del mandato de Nestor Kirchner, pero luego de las dos administraciones de Cristina Kirchner esta ronda el 25% para ser luego duplicada durante la presidencia de Mauricio Macri, donde llegó más del 50%. Ya casi en las puertas de un régimen de alta inflación y en un contexto internacional donde la inflación vuelve a ser un problema, el gobierno de Alberto Fernández sin acceso al crédito internacional (excepto el FMI para pagar deuda con el mismo FMI y los acuerdos con China), debió recurrir a una gran emisión para financiar los gastos extraordinarios de la pandemia de 2020-2021 que explican en gran parte el déficit y la expansión de la base monetaria (IMF, 2023b). También se falló en lograr una política cambiaria y monetaria acorde a lo favorable de la balanza comercial de 2020-2021. Ya para los últimos años 2022-2023 la aceleración de la inflación se volvió difícil de sostener ante un balance comercial negativo y una crisis política bastante aguda. La Argentina volvió a entrar así en un terreno que ya conoció entre 1975-1990 donde prácticamente es casi imposible salir sin pasar por grandes calamidades: el régimen de alta inflación. Tampoco la salida al proceso inflacionario por la que optó Argentina al mantener una caja de conversión luego de una hiperinflación vimos que no fue la solución para una macroeconomía estable y un crecimiento sostenido. Solamente logró controlar exitosamente el nivel de precios a costa de resultados económicos y sociales mucho peores que los del periodo de alta inflación de 1975-1990. Podemos concluir fácilmente que una macroeconomía estable con un crecimiento sostenido jamás puede lograrse con una dolarización.

6.3.2 La dolarización como ¿solución?

El plan, actualmente solo defendido por el propio Milei y Emilio Ocampo principal intelectual e impulsor, se propone intercambiar la base monetaria y pasivos monetarios (circulante monetario en pesos, depósitos y pasivos cuasifiscales) por los dólares disponibles en el BCRA. A ello le suma la desaparición final de esta entidad, para mágicamente tal cual alquimia, terminar con la dolarización. Rápidamente aparecen las graves inconsistencias lógicas a simple vista, incluso cuenta con el rechazo no sólo de casi todos los economistas del país⁵⁰ sino también de dolarizadores como Jorge Ávila que

⁵⁰ Durante 2023 170 economistas (muchos de los más prestigiosos del país) firmaron una solicitada advirtiendo a la sociedad sobre el peligro de la dolarización. <https://www.infobae.com/economia/2023/09/10/la-dolarizacion-es-un-espejismo-44-destacados-economistas-explican-por-que-seria-una-iniciativa-desacertada/>

no ven ni la más mínima posibilidad de llevarla a cabo de la forma que se plantea más arriba⁵¹.

En primer lugar, y pese a los distintos enunciados contradictorios de Ocampo y Milei, básicamente la idea es intercambiar todos los pesos por las reservas que haya disponible. El problema es el uso indistinto entre reservas netas y brutas, aunque como veremos en ambos casos es irrisorio e imposible.

Tomando actualmente esta definición ya desde comienzos del año la conversión necesaria de la base monetaria por las reservas netas arrojaba un resultado de una mega-devaluación del dólar oficial. Los documentos de trabajo de FUNDAR muestran para abril de 2023 una conversión de 7000 pesos por dólar, cuando el dólar “blue” o paralelo en ese entonces costaba cerca de 400 pesos. Mientras que para mayo el resultado ya estaba cerca de los 9000 pesos por dólar⁵². Nótese que para ese entonces las reservas netas eran de casi 2000 millones de dólares. Por lo que, en un contexto de reservas netas variando entre -0 y unos pocos millones de dólares dependiendo el mes, realizar la dolarización con las reservas netas ¡sería dividir por 0! Algo que es matemáticamente indeterminado. Lo cual nos lleva si o si a tener en cuenta las reservas brutas.

Si tomamos las reservas brutas (unos 23.000/25.000 millones de dólares), el total de fondos en moneda extranjera -incluyendo swaps, degs y encajes en divisas internacionales-, la mayor parte de estas son swaps del Banco Central de la República Popular China, no son líquidas y están sometidas a la autoridad de China. También están los derechos especiales de giro del Fondo Monetario Internacional, los cuales están destinados al repago de la deuda externa con la misma institución. En ese sentido, quedarían los dólares disponibles a los encajes bancarios de las cuentas en dólares de los argentinos en bancos localizados en el país, que producto de las regulaciones posteriores a la crisis bancaria de 2001/2002 es del casi el 100% de dichos depósitos. Por ello, ni los DEGS ni swaps se podrían usar una dolarización, quedaría usar o confiscar los encajes bancarios de los depósitos en dólares ¡lo cual implicaría dolarizar a un tipo de cambio extremadamente alto y desconocido pero con los mismos dólares de las personas!

En ese sentido el reciente trabajo de modelización (desde una perspectiva convencional) de Werning, Caravello y Martínez Bruera (2023) muestran que un contexto de escasez de divisas una dolarización implicaría un enorme shock

⁵¹ Véase <https://www.infobae.com/economia/2023/09/10/la-dolarizacion-es-un-espejismo-44-destacados-economistas-explican-por-que-seria-una-iniciativa-desacertada/>

⁵² Véase Ianni (2023) y Libman (2023).

macroeconómico, caracterizado por una fuerte caída del consumo de los bienes transables y no transables, y por ende la actividad económica para acumular divisas, teniendo costos sociales altísimos. Por otro lado se produciría una apreciación real del tipo de cambio inducido por la elevada inflación que tampoco llevaría al equilibrio macroeconómico, dando lugar a un ciclo económico caracterizado por un fuerte desequilibrio de fuertes recesiones y auges repentinos. Como concluyen los autores “que un país sufra o no esta terrible dinámica en un grado significativo depende crucialmente de los saldos iniciales en dólares tras la dolarización, lo que sin duda depende de las circunstancias particulares que enfrenta cada país” (Werning, Caravello y Martínez Bruera, 2023, p.30), en ese sentido en el contexto de escasez actual una dolarización implicaría esto último.

Puede contra-argumentarse sobre los dólares argentinos por fuera del sistema financiero de manera local y en el exterior, en ese sentido habría qué hacer las siguientes preguntas: ¿Qué porcentaje de la población tiene ahorros suficientes en dólares? ¿Es la mayoría de la población si se tiene en cuenta que hoy la pobreza ronda el 40% y la indigencia el 10%? Mientras que los que tienen activos en el exterior, ¿tendrían un incentivo económico para traer dólares en forma de inversión si el país estaría atravesado por recurrentes recesiones económicas?

Por último, como hemos mencionando la influencia de China en los asuntos monetarios se contrasta con la enorme falta de dólares para el gobierno argentino. Como se muestra en la tabla 7 a lo largo de los últimos años los acuerdos de swap con el país asiático han provisto de divisas al país y profundizado su integración en términos financieros y comerciales. Teniendo en cuenta lo visto en este capítulo en materia de esta nueva fase de la globalización más lenta y menos occidental, como también de la emergencia del renminbi, una dolarización anularía esta integración y sería un freno para el progreso material del país, el cual se vería imposibilitado de usar todo un contexto internacional que se está reorganizando como hace medio siglo atrás.

Tabla 7
Swaps firmados entre China y Argentina

Año	Monto (millones dólares)
2009 (primer acuerdo)	18600
2014 (segundo acuerdo)	11000
2015 (suplementario segundo acuerdo)	3086
2017 (tercer acuerdo)	11000
2018 (suplementario tercer acuerdo)	8700
2020 (renovación tercer acuerdo)	18500
2023 (segundo tramo 2020)	6500

Fuente: elaboración propia en base a varias fuentes.

CONCLUSIONES

Hacia mediados de la década de 1960 el prestigioso economista John Kenneth Galbraith advertía sobre el peligro de querer resolver los problemas económicos desde una perspectiva ortodoxa del control de política monetaria basada en duros principios fiscalistas, algo que finalmente ocurriría en la década siguiente:

No hay magia en el sistema monetario, por muy brillante o esotéricamente que se administre, que pueda reconciliar la estabilidad de precios con los imperativos de producción y empleo tal como son considerados en la sociedad opulenta. Por el contrario, la política monetaria es un instrumento de control económico contundente, poco fiable, discriminatorio y algo peligroso. (Galbraith, 1993, p.203).

En ese contexto Galbraith se refería por sociedad opulenta aquella sociedad que podría satisfacer las demandas de todos sus habitantes implicando la eliminación de la pobreza y una amplia reducción de las desigualdades sociales. Este sueño quedaría trunco y al estancarse la economía junto al renacer de la inflación, un renovado tipo de viejas políticas se volvieron a imponer. El uso de la política monetaria entendida como ausencia del gobierno sobre el control de los agregados monetarios y el no uso de la política fiscal combinada a altas tasas de interés que redujeron la demanda agregada justificando una “tasa natural de desempleo” se volvieron en la norma. Todo un nuevo cuerpo literario sobre políticas monetarias y cambiarias se desarrolló en los principales centros académicos y las partes más extremas de estas se difundieron a los países menos desarrollados como se ha analizado en el capítulo 2 y parte del capítulo 4. La estabilización y el fin de la inflación en los países desarrollados se terminaron gracias a explosión financiera y la imposición de políticas monetaristas severas con altísimas tasas de interés, que en muchos casos se tradujeron desempleo altísimo, fenómeno no sólo en la década de 1980, sino también con una historia muy reciente luego de la crisis financiera del 2008 y la crisis generalizada de la Eurozona. La discusión sobre el uso de estas herramientas incluso ha vuelto a ser un tema de debate muy álgido en los principales centros académicos del mundo desarrollado⁵³.

⁵³ La situación post-pandemia y con un shock de precios de materias primas producto del conflicto ruso-ucraniano han causado cierto renacer inflacionario en las economías avanzadas, donde en este caso se usó la política monetaria (especialmente la tasa de interés) como mecanismo para reducir la inflación, cuestión polémica porque el problema es un “shock” en la oferta y no un “exceso” en la demanda agregada. Siendo un claro mecanismo de redistribución a costa de los asalariados. Situación que trajo un enorme debate en

Por otro lado la cuestión es totalmente más compleja en un país en desarrollo y más como el argentino de industrialización limitada y con una estructura social compleja y avanzada del resto de los países latinoamericanos e ingresos medios en el siglo XX. La aplicación de semejantes políticas en países como la Argentina no sólo tiene los efectos redistributivos adversos a la mayoría de la población y favorable a los sectores de mayores ingresos como tuvieron y tienen la aplicación de políticas monetarias y fiscales “ortodoxas” en los países avanzados, sino que también tienen un efecto mucho mayor que es evitar el crecimiento y principalmente el desarrollo de estos países (problemas que no existen en un país ya desarrollado). Con la aplicación de un *hard-pegs*, sea abandonando la moneda propia o teniendo un patrón-oro o patrón-divisa la economía queda bajo control casi absoluto de un mecanismo autorregulador de mercado, la política monetaria y fiscal quedan seriamente limitadas o anuladas por lo cual los ajustes se hacen de manera automática sobre el nivel de actividad económica vía la recesión provocada por los movimientos cíclicos en los flujos de capital internacionales o por la dependencia de los productos exportados, ambas variables determinadas exógenamente para un país periférico. Si bien la única ventaja de estos esquemas puede ser la estabilidad de precios estos inducen a serios desequilibrios macroeconómicos y microeconómicos, a nivel macro fueron evidentes los efectos pro cíclicos y la tendencia al desequilibrio sobre el balance de pagos, mientras que a un nivel microeconómico la destrucción de empresas y de puestos de trabajos adquieren un nivel muchísimo mayor en la parte de depresión del ciclo económico. En ese sentido estos esquemas están destinados estructuralmente a fracasar.

Por otro lado insistimos en la historicidad de los mismos, sus supuestos tienen origen en el capitalismo de *laissez faire* de fines del siglo XIX, donde existía una estructura económica internacional particular que posibilitó el patrón oro y un tipo de configuración social y política caracterizada por la limitación a la democracia y la poca efectividad de los mecanismos de trabajadores para defender sus derechos. Siguiendo a Polanyi hemos visto como las sociedades fueron organizando instrumentos políticos y económicos de protección ante el avance autorregulador del mercado. Además, algo no menor, fue que tampoco los hechos históricos se han ajustado a la versión del *laissez faire* o del pensamiento “clásico” que John Maynard Keynes supo combatir en la década de 1930, como lo han demostrado Polanyi y el propio Keynes, además de los trabajos actuales

la disciplina, donde por esta miopía de la teoría económica convencional vuelven a reflatar teorías más “heterodoxas” del fenómeno inflacionario. Véase Vernengo (2023).

como los de Eichengreen (2019), los bancos centrales siempre han determinado cuestiones básicas como la tasa de interés y han tenido una intensa actividad interventora pese a estar “separados” o “independientes” del gobierno, lo que no se ha preguntado la ciencia económica de aquel entonces a qué sectores o grupos de intereses de la sociedad beneficiaba tanto esa independencia como la intervención. Con el avance y desarrollo del capitalismo en el siglo XX se hizo evidente que un banco central más activo y el uso difundido de la política fiscal y monetaria eran piezas claves para garantizar cuestiones esenciales para una sociedad moderna y democrática como el pleno empleo de sus ciudadanos y la rápida recuperación de las fases depresivas del ciclo económico capitalista. Naturalmente adoptar un esquema monetario y cambiario tan rudimentario como los hard-pegs tendrán consecuencias que van más allá de los desequilibrios macroeconómicos.

Esto último lo hemos demostrado para el caso argentino en el capítulo 5. Más allá de que el experimento de la caja de conversión de 1991-2001 tenía enormes y burdas imposibilidades teóricas para ser concebidas como más allá de un mero mecanismo extremo de un plan de estabilización de corto plazo, aun utilizando enfoques neoclásicos como la “teoría de las áreas monetarias óptimas”, sus efectos redistributivos para una sociedad democrática y de desarrollo económico inconcluso serían determinantes, en ese sentido el anacronismo histórico y los factores estructurales de una economía periférica se impusieron. Hemos visto que luego de un breve periodo de auge por una manía de flujos de capitales a los mercados emergentes la Convertibilidad empezó a acumular niveles de deuda externa, déficit de cuenta corrientes y de desempleo totalmente insostenibles en el largo plazo. El crecimiento terminó siendo bastante pobre e insuficiente para recuperar el retroceso en las últimas décadas del siglo XX argentino, la economía argentina vista en el largo plazo sufrió un retroceso único en la globalización entre el régimen de alta inflación de 1975-1990 y la caja de conversión de 1991-2001. Por lo cual cabe plantearse la alternativa de estos esquemas de fijación cambiaria extrema a las grandes inflaciones si se los considera más allá de meros mecanismos dentro de un plan integral de estabilización como pretendió hacerse en el periodo 1991-2001.

Como hemos querido demostrar estos regímenes cambiarios que reflejan las viejas utopías de mercado autorregulado son tanto histórica como estructuralmente inviables, inviables históricamente porque los regímenes monetarios son hijos de su propio contexto histórico económico internacional – como se ha demostrado en la comparación de la Convertibilidad de 1899-1914 con la de 1999-2001 en Barranquero (2022b) –. En este

caso cualquier esquema cambiario similar al patrón oro ha quedado sepultado en la década de 1920 y en todo un siglo de avances en estudios macroeconómicos, al menos para un país del tamaño económico y demográfico como el de Argentina. País que necesita continuar por la senda del crecimiento y desarrollo económico para satisfacer las demandas de la mayoría de sus habitantes. En ese sentido el carácter estructuralmente dependiente de flujos comerciales y de flujos de capital extranjero de cualquier *hard-peg* o similar que pretenda establecerse más allá de un periodo corto de tiempo, será incompatible con este objetivo central. Además de un orden macroeconómico y de precios estables, la moneda propia y un banco central activo son elementos centrales para cualquier economía productiva y en crecimiento que se pretenda también fuerte objetivos sociales como la reducción de la pobreza y la desigualdad. Como sostuvo Amin (1975) sobre el carácter cíclico y pro especialización periferia que tienen estos regímenes monetarios en los países en desarrollo, logran el equilibrio en momentos de crisis a costa del crecimiento económico local, impidiendo la formación de capital. A la par que profundiza una especialización independiente aún mayor.

Finalmente se puede concluir que la resolución del famoso “trilema” de Mundell no puede resolverse privilegiando irrestrictamente la libre movilidad de capitales. Se deben evitar cualquier tipo de régimen cambiario extremo para evitar la sobrevaluación cambiaria y los fuertes desequilibrios en el balance de pagos, solamente sostenible por el endeudamiento y en última instancia por fuertes ajustes internos totalmente regresivos e incompatibles con el crecimiento sostenido. En lugar de ellos las opciones de ser flexibles y administradas prudentemente en sentido contra cíclico por las autoridades monetarias correspondientes (Ocampo, 2011). Además, siguiendo a Rey (2018) y retomando a James Tobin, también vimos que más que la política cambiaria es importante llevar a cabo regulaciones a los movimientos de capital y trabajar principalmente a nivel internacional (algo que Argentina tiene poco para hacer), dado que en el auge de la globalización el trilema se mostró que en realidad era un dilema.

Por último, podemos concluir que eliminar o limitar la autoridad monetaria implica el retorno a la utopía de mercado autorregulado del alquimista monetario, en donde como hemos visto, esta no ha sido más que un simple pensamiento mágico-religioso. En este mundo de auge de la globalización donde se mostró que los movimientos de capitales determinaban severamente la economía y la autonomía que podían tener los países, y en el mundo de hoy, donde asistimos a una reconfiguración importante de la economía internacional, suman fuertes evidencias para oponerse a este tipo de políticas mágicas que

cuestionamos en este trabajo. Como se vio en el capítulo 6, la globalización está mutando a una fase contraria al neoliberalismo, con un giro hacia Asia y políticas comerciales e industriales interventoras y principalmente un sistema monetario internacional aun dólar céntrico pero tendiendo a múltiples áreas monetarias con nuevas monedas protagonistas. Especialmente el renminbi con el que Argentina tiene relación importante en los últimos años. Si tener una caja de conversión en pleno auge de la globalización y del neoliberalismo terminó mal, volver a un esquema similar como la dolarización en un mundo que se torna contrario al anterior sería inimaginablemente peor y extremadamente incierto para el futuro del país.

BIBLIOGRAFÍA

- Amin, S. (1975). *La acumulación en escala global*. Buenos Aires: Editorial Siglo XXI.
- Almansi, A., & Rodríguez, J. C. (1989). Reforma monetaria y financiera en la hiperinflación. *CEMA, documentos de trabajo, n° 69*.
- 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. In I. Rossi, *Frontiers of Globalization research: Theoretical and Methodological Approaches* (pp. 5-17). New York: Springer.
- Arslanalp, S., Eichengreen, B., & Simpson-Bell, C. (2022). The Stealth Erosion of Dollar Dominance. *IMF Working Paper No. 2022/058*, 1-42.
- BIS. (2016). *Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange turnover in April 2016*.
- BIS. (2022). *Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange turnover in April 2022*.
- Barranquero, I. (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.
- Barranquero, I. (2022a). El retorno de la falacia dolarizadora y sus imposibilidades. Una crítica histórica a su filosofía ortodoxa y una crítica estructuralista a su funcionamiento macroeconómico. *XV Jornadas de Economía Crítica y IV Jornadas de Economía Feminista* (págs. 1-24). Mar del Plata: Sociedad de Economía Crítica- Universidad Nacional de Mar del Plata.
- Barranquero, I. (2022b). *Las cajas de conversión argentinas ante la globalización financiera: auge y obsolescencia de un régimen monetario (1890-1914/ 1991-2001). Una crítica centro-periferia* [Tesis de posgrado]. Buenos Aires: Escuela de Estudios de Posgrado - Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires.
- Barranquero, I., & Dicósimo, E. (2023). Desarrollo económico y soberanía monetaria ante la crisis de la globalización financiera y un nuevo orden internacional multipolar. Emergencia de nuevos polos de poder monetario ante la hegemonía del dólar (2008-2022). In J. Di Nucci, & A. Álvarez, *Territorios de la complejidad: por una geografía resignificada* (pp. 727-742). Tandil: Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires.
- Barranquero, I., Dicósimo, E., & D'Annunzio, A. (2022). El ascenso de China y el cambio del orden multipolar en las relaciones económicas y monetarias

internacionales: algunas implicancias para el MERCOSUR. *IV Congreso de RRII FCH-UNICEN* (pp. 1-12). Tandil: Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires.

- Barro, R., & Gordon, D. (1983). A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model. *Journal of Political Economy*, vol. 91, no. 4.
- 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.
- Bordo, M. B., & Eichengreen, B. (2002). Crises now and then: what lessons from the last era of financial globalization? *NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH*, 1-55.
- Bordo, M., Eichengreen, B., & Irving, D. (1999). Is globalization really different than globalization a hundred years ago? *NBER*, 1-74.
- 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.
- Brenta, N. (2022). *Historia de la deuda externa argentina*. Buenos Aires: Capital Intelectual.
- Brenta, N., & Rapoport, M. (2010). La crisis económica mundial: ¿El desenlace de cuarenta años de inestabilidad? *Problemas del desarrollo*, 41(163), 7-30.
- Bresser-Pereira, L., & Gala, P. (2010). Macroeconomía Estructuralista del Desarrollo. *Revista Economía Política*, 1-26.
- Burnham, P. (1997). Estado y mercado en la Economía Política Internacional: una crítica marxiana. *DOXA. CUADERNOS DE CIENCIAS SOCIALES*. Año, VII, N° 16.
- 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.
- Calvo, G., & Vegh, C. (1992). Currency Substitution in Developing Countries: an introduction. *Revista de Análisis Económico*, núm. 7.
- Calvo, G., & Talvi, E. (2008). Sudden Stop, Financial Factors, and Economic Collapse in Latin America: Learning 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.
- Canuto, O., Ait Ali, A., & Arbouch, M. (2022). Pandemic, War, and Global Value Chains. *Jean Monnet Atlantic Network 2.0*, 1-21.
- Carter, Z. (2020). *The price of peace : money, democracy, and the life of John Maynard Keynes*. New York: Random House.
- Castellani, A., & Szkolnik, M. (2011). ‘Devaluacionistas’ y ‘dolarizadores’. La construcción social de las alternativas propuestas por los sectores dominantes ante la crisis de la Convertibilidad. Argentina 1999-2001. *IDAES Documentos de Investigación Social, N°18*, 1-21.
- 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. (2004). Argentina and the IMF During the Two Bush Administrations. *International Finance 7:1*, 137-150.
- Cavallo, D. F., & Cavallo Runde, S. (2017). *Historia económica de la Argentina*. Buenos Aires: Editorial El Ateneo .
- Cavallo, D. F., & Cavallo, S. (1996). Lessons from the Stabilization Process in Argentina, 1990-1996. *Symposium on Achieving Price Stability* (págs. 169-178). Wyoming: SSRN .
- Chan, D. (2023). Keynote speech at the Bank of China "The Belt and Road Initiative and RMB Internationalization Forum". (pág. 3). Hong Kong: BIS.
- Cohen, B. (1998). *The geography of money*. Ithaca: Cornell University Press.
- Cohen, B. (2018). *Currency Statecraft: Monetary Rivalry and Geopolitical Ambition*. Chicago: Chicago University Press.
- Cortés Conde, R. (2000). Finanzas públicas, bancos y moneda (1810-1899). En A. N. Historia, *Nueva Historia de la Nación Argentina. V. La configuración de la república independiente (1810-1914)* (págs. 463-502). Buenos Aires: Planeta.
- Cunliffe, I. (1997). Cunliffe Committee on Currency and Foreign Exchange after the War. En E. Barry, & M. Flandreau, *The gold standard in theory and history* (págs. 166-177). New York: Routledge.
- 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 volátiles 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*. Chicago: The University of Chicago Press.
- Díaz Alejandro, C. F. (1975). Los países menos desarrollados y el sistema monetario internacional después de 1971. *Cuadernos de Economía*, Año 12, No. 35 , 3-28.
- 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, 7, 1-115.
- Dornbusch, R., & Edwards, S. (1991). *The Macroeconomics of Populism in Latin America*. Chicago: The University of Chicago Press.
- Dvoskin, N. (2019). El anarcoliberalismo como terraplanismo económico. *CEC Año 5, N° 10*, 159-168.
- Eichengreen, B. (1996). *Golden Fetters: The Gold Standard and The Great Depression, 1919-1929*. Oxford: Oxford University Press.
- Eichengreen, B. (2019). *Globalizing Capital*. Oxfordshire: Princeton University Press.
- Eichengreen, B., & Flandreau, M. (1997). *The Gold Standard in Theory and History*. London: Routledge.
- Escalante Gonzalbo, F. (2015). *Historia mínima del Neoliberalismo*. México DF: El Colegio de México.
- Feinstein, C., Temin, P., & Toniolo, G. (2008). *The world economy between the world wars*. New York: Oxford University Press.
- Ferrer, A. (1976). *Economía Internacional Contemporánea. 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*, 149-194.
- 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.
- Foot, M. D. (1972). *The balance of payments in the inter-war period*. London: Bank of England.
- 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 York: Oxford University Press.
- Galbraith, J. K. (1993). *La sociedad opulenta*. Buenos Aires: Planeta-Agostini.
- 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.
- Gerchunoff, P., & Rapetti, M. (2016). La Economía Argentina y su Conflicto Distributivo Estructural (1930-2015). *El Trimestre Económico*, vol. LXXXIII (2), núm. 330, abril-junio, 225-272.
- García Díaz, F. (2022). *Un modelo multisectorial de inflación por costos para economías pequeñas y abiertas* [Tesis de maestría]. Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires.
- Girado, G. (2017). *¿Cómo lo hicieron los chinos? Algunas de las cuasas del gran desarrollo del gigante asiático*. Buenos Aires: ASTREA.
- Hanke, S., & Schuler, K. (2001). How to dollarize in Argentina now. *Cato Institute*, 1-49.
- Harvey, D. (2007). *Breve Historia del Neoliberalismo*. Madrid: Akal.
- Hayek, F. (1992). *La desnacionalización del dinero*. Barcelona: Ediciones Folio.
- Hirschman, A. (1991). *The Rethoric of reaction. Perverity, Futility, Jeopardy*. Massachusetts: Cambridge University Press.
- Helleiner, E. (2003). Denationalizing Money? Economic Liberalism and the “National Question” in Currency Affairs. En M. Flandreau, C. Ludwig Holtfrerich, & H. James, *International Financial History in the Twentieth Century. System and Anarchy* (págs.213-238). New York: Cambridge University Press.
- Heymann, D. (1986). *Tres ensayos sobre inflación y políticas de estabilización*. Buenos Aires: CEPAL.
- Ianni, J. M. (2023). *El día después de la dolarización*. Buenos Aires: FUNDAR.
- 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.

- IMF. (2020a). *Reserve Currencies in an Evolving International Monetary System*. Washington D.C: IMF Strategy, Policy, & Review Department Statistics Department.
- IMF. (2020b). *Dominant Currencies and External Adjustment*. Washington D.C: IMF Staff Discussion Note.
- IMF. (2022). *Review of the Method of Valuation of the SDR—AMENDMENT TO RULE O-1*. Washington D.C: IMF Policy Paper (July).
- IMF. (2023a). *Geoeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism*. Washington DC: International Monetary Found.
- MF. (2023b). *IMF Executive Board Completes the Combined Fifth and Sixth Reviews of the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility for Argentina*. Washington DC: International Monetary Found.
- Kaminsky, G. L., & Reinhart, C. M. (1999). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. *AMERICAN ECONOMIC REVIEW*. VOL. 89, NO. 3, 473-500.
- Keifman, S. (2004). Sobre la economía política de la política monetaria. *Novenas Jornadas de Economía Monetaria e Internacional* (págs. 2-22). La Plata: Universidad Nacional de La Plata.
- Kicillof, A. (2017). *Fundamentos de la Teoría General*. Buenos Aires: Eudeba.
- Kiguel, M. A., & Leviatan, N. (1988). Inflationary Rigidities and Orthodox Stabilization Policies: Lessons from Latin America. *The World Bank Economic Review*, 2 (3), 273-298.
- Kindleberger, C. P. (1985). *La crisis económica 1929-1939*. Barcelona: CRÍTICA.
- 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.
- Kulfas, M. (2023). Las cuatro periferias. Senderos de desarrollo y reconfiguración de la condición periférica entre finales del siglo XX y comienzos del siglo XXI. *Revista H Industria*, 17 (33), 5-30 .
- Libman, E. (2018). Política monetaria y cambiaria asimétrica en países latinoamericanos que usan metas de inflación. *Revista de la CEPAL*, 29-40.
- Libman, E. (2023). *¿Se puede dolarizar la economía?* Buenos Aires: FUNDAR.

- Libman, E., Ianni, J. M., & Zack, G. (2023). Argentina bimonetaria: cómo salvar al peso sin morir en el intento. *FUNDAR Documentos de Trabajo*, 1-42.
- 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.
- Merino, G. (2021). Nuevo momento geopolítico mundial: La Pandemia y la aceleración de las tendencias de la transición histórica espacial contemporánea. *Estudios Internacionales*, v. 9, n. 4, 106-130.
- Míguez, M. C. (2013). *Los partidos políticos y la política exterior argentina*. Buenos Aires: Ariel.
- Milanovic, B. (2020). *Capitalismo nada más*. Taurus.
- Minsky, H. (1992). *La Hipótesis de la Inestabilidad Financiera*. New York: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- Musacchio, A. (2008). Costos y beneficios de la integración monetaria en el MERCOSUR: reflexiones a la luz de la experiencia europea. *Ciclos, Arlo XVIII, Vol. XVII, N° 83/34*, 51-83.
- Nenovsky, N., Hristov, K., & Mihaylov, M. (2001). Comparing the Institutional and Organizational Design of Currency Boards in Transition Countries. *Eastern European Economics*, vol. 40, no. 1., 6-35.
- Nochteff, H. (2001). La experiencia argentina de los 90 desde el enfoque de la competitividad sistémica. En T. Altemburg, & D. Messner, *Wettbewerbsfähiges Lateinamerika Herausforderungen für Wirtschaft Gesellschaft und Staat* (págs. 1-13). Bonn.
- Nudelsman, S. (2017). Regímenes cambiarios en América Latina. *Ensayos de Economía - No.51*, 35-56.
- Nurkse, R. (1997). The gold exchange standard. En B. Eichengreen, & M. Flandreau, *The gold standard in theory and history* (págs. 188-207). New York: Routledge.
- Obstfeld, M., & Taylor, A. M. (2004). *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Ocampo, J. A. (1987). Una evaluación comparativa de cuatro planes antinflacionarios recientes. *El Trimestre Económico*, Vol. 54, Núm. Especial: PLANES ANTINFLACIONARIOS RECIENTES EN LA AMÉRICA LATINA, 7-51.
- Ocampo, J. A. (2011). Macroeconomía para el desarrollo: políticas anticíclicas y transformación productiva. *REVISTA DE LA CEPAL 104*, 7-35.
- Ocampo, E. (2022). Milton Friedman: An Early Advocate of Dollarization? *Documentos de Trabajo Universidad del CEMA*, 1-39.

- 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 maestría)*. Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas.
- Piketty, T. (2014). *El capital en el siglo XXI*. Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica.
- Polanyi, K. (2019). *La gran transformación. Los orígenes políticos y económicos de nuestro tiempo*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Polanyi, K. (2018a). The Mechanism of the World Economic Crisis. En M. Cangiani, & C. Thomas Berger, *Karl Polanyi Economy and Society: selected writings* (págs. 66-81). Cambridge: Polity Press.
- Polanyi, K. (2018b). Economy and Democracy. En M. Cangiani, & C. Thomas Berger, *Karl Polanyi Economy and Society: selected writings* (págs. 61-66). Cambridge: Polity Press.
- Prebisch, R. (1976). Crítica al capitalismo periférico. *Revista de la CEPAL*, 7-74.
- Prebisch, R. (1986a). El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas. *Desarrollo Económico*, Vol. 26, No. 103, 479-502.
- Prebisch, R. (1986b). 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.
- Regalsky, A. (2015). *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 búsqueda de la estabilidad y la promoción del desarrollo* (págs. 29-67). Buenos Aires: Lenguaje Claro Ciccus Ediciones.
- Rey, H. (2018). Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence. *NBER WORKING PAPER SERIES*, 1-42.
- Rochon, L., & Seccareccia, M. (2003). *Dollarization. Lessons from Europe and the Americas*. New York: Routledge.
- 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.
- Sayeras, J. M. (2005). *Incidencia de las instituciones en los sistemas de tipo de cambio*.

- Un estudio de caso*. Barcelona: Departamento de Economía, Ciencias Sociales y Métodos de ESADE (Escuela Superior de Administración y Dirección de Empresas).
- Sautu, R., Boniolo, P., Dalle, P., & Elbert, R. (2005). *Manual de Metodología*. Buenos Aires: CLACSO.
- 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 búsqueda 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.
- Stiglitz, J. (2016). *The Euro. How a common currency threatens the future of Europe*. New York: W.W. Norton & Company.
- 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.
- 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.
- Tombini, A. (2023). The impact of international fragmentation and the role of the US dollar. *International Finance Forum (IFF) 20th Anniversary*. Guangzhou: Bank for International Settlements.
- Tooze, A. (2019). *CRASH. Cómo una década de crisis financiera ha cambiado al mundo*. Barcelona: Crítica.
- Torre, J. C. (2021). *Diario de una temporada en el quinto piso. Episodios de política económica del gobierno de Alfonsín*. Buenos Aires: Edhasa Ensayo.
- Villareal, R. (1987). *La contrarrevolución monetarista. Teoría, política económica e ideología del neoliberalismo*. México D.F: Fondo de Cultura Económica.
- Vitelli, G. (2004). La seis convertibilidades de la moneda argentina: la reiteración de una misma historia . *Revista Ciclos, Año XIV, Vol.XIV, N°28, 2do semestre*, 31-64.
- Weber, I. (2018). *How China escaped shock therapy*. Routledge.
- Werning, I., Caravello, T., & Martínez-Bruera, P. (2023). Chronicle of a Dollarization Foretold: Inflation and Exchange Rates Dynamics. *NBER WORKING PAPERS*, 1-21.

- 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.
- Vernengo, M., & Pérez Caldentey, E. (2007). A Tale of Two Monetary Reforms: Argentine Convertibility in Historical Perspective. *Studi e Note di Economia Anno XII*, 139-170.
- Vernengo, M. (2021). The Consolidation of Dollar Hegemony After the Collapse of Bretton Woods: Bringing Power Back in. *Review of Political Economy*, 529-559.
- Vernengo, M. (12 de julio de 2023). Inflation Paranoia and the Return of the New Consensus in Macroeconomics. *PROMARKET*, <https://www.promarket.org/2023/07/12/inflation-paranoia-and-the-return-of-the-new-consensus-in-macroeconomics/>
- Vega Mocoora, I. (1996). El sistema monetario europeo y las instituciones monetarias en la Unión Europea. *FACES*, 2(3), 53-71.
- Von Mises, L. (2009). *Política Económica. Seis Lecciones Sobre el Capitalismo*. Madrid: Unión Editorial.
- Yin-Wong, C., McCauley, R., & Chang, S. (2019). Geographic spread of currency trading: the renminbi and other EM currencies. *Bank of International Settlements working paper* , 1-18.
- Zack, G., Montagné, M., & Kulfas, M. (2017). Una aproximación a las causas del proceso inflacionario argentino. *Documentos de Trabajo CIMA D - EEN -*, 1-21.
- 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.