

**Incidencia de las instituciones
en los sistemas de tipo de cambio:
Un estudio de caso**

Memoria de Tesis Doctoral

Josep M. Sayeras

Director: Dr. Luís de Sebastián

Barcelona, 30 de diciembre del 2005

Ala Ira. Malabash

- ¡Por la caída del Régimen!

Propuso Schubert.

- ¿De qué Régimen?

Schubert se desentendió de la perplejidad de Irene.

- Da igual. Los Regímenes siempre tienen que caer. Siempre hay que brindar por la caída del Régimen.

Manuel Vázquez Montalbán

El Pianista

Resumen

TÍTULO DE LA TESIS: Incidencia de las instituciones en los sistemas de tipo de cambio: Un estudio de caso.

realizada por Josep M. Sayeras bajo la dirección del Dr. Luís de Sebastián del Departamento de Economía, Ciencias Sociales y Métodos de ESADE (Escuela Superior de Administración y Dirección de Empresas).

Este trabajo fue motivado por el creciente número de crisis financieras internacionales que se habían producido durante la última década (1995-2005) y por la ausencia de un modelo de referencia que pudiera explicar dichos fenómenos. El hecho básico es que estos son consecuencia de decisiones tomadas por agentes económicos. Cualquier decisión no sólo está basada en unos criterios estrictamente económicos sino que incorpora aspectos institucionales.

Este trabajo ha tenido como propósito realizar un estudio sobre la incidencia de las instituciones (en el sentido definido por Douglass North) durante la resolución y gestión de una crisis financiera de origen cambiario. Este estudio se inscribe dentro de una corriente de investigaciones en el campo de la Economía Política de las crisis financieras y pretende ser una aportación que permita ampliar el conocimiento actual adentrándose en el terreno institucional y en la toma de decisiones.

El análisis ha consistido en un estudio de caso con las siguientes premisas: tres momentos históricos distintos, y por tanto unas instituciones distintas, tanto a nivel mundial (existencia de tres órdenes distintos) como a nivel interno; tres regímenes de tipo de cambio distintos, aunque compartan como característica principal un grado de fijación considerable; y que han sido sacudidos por tres crisis financieras diferentes. Esas características comunes conducían a circunscribir la investigación a un determinado territorio. La elección recayó sobre un país “eternamente fascinante”: Argentina.

La conclusión principal es que el Sistema Monetario Internacional ha funcionado relativamente bien cuando todos los actores se atenían las mismas instituciones informales. Si se daba este requisito, las sucesivas crisis se superaban elaborando nuevas instituciones formales u organizaciones y el *enforcement* no era necesario. En el caso contrario, la creación de nuevas instituciones formales u organizaciones no tenían efecto alguno y toda la presión del mundo no frenaba la crisis, a lo sumo, la retardaba con los consecuentes efectos negativos sobre la economía real. Por tanto, las instituciones informales son un elemento fundamental en su influencia sobre los regímenes de tipo de cambio.

Keywords: Crisis financieras, Instituciones, Organizaciones, Regimen de Tipo de Cambio, Historia Económica, Patrón Oro, Bretton Woods, No-Sistema.

Índice de contenidos

CAPÍTULO 1: INTRODUCCIÓN	1
1.1. ANTECEDENTES DE LA INVESTIGACIÓN	1
1.2. PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN E HIPÓTESIS	1
1.3. JUSTIFICACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN	6
1.4. METODOLOGÍA	8
1.5. ESQUEMA DE LA INVESTIGACIÓN	9
1.6. DEFINICIONES	11
1.7. DELIMITACIONES DE LOS ALCANCES Y ASUNCIONES IMPORTANTES	12
1.8. CONCLUSIÓN	12
CAPÍTULO 2: REVISIÓN DE LA LITERATURA	13
2.1. INTRODUCCIÓN	13
2.2. ÁREAS DE ESTUDIO RELACIONADAS: LA ELECCIÓN DEL RÉGIMEN DE TIPO DE CAMBIO ÓPTIMO Y LOS ATAQUES ESPECULATIVOS	13
2.2.1. LA ELECCIÓN DEL RÉGIMEN DE TIPO DE CAMBIO ÓPTIMO	13
2.2.1.1. <i>Estructura Económica</i>	16
2.2.1.1.2. ESTABILIZACIÓN DE CHOQUES MACROECONÓMICOS	16
2.2.1.1.2. <i>Condiciones macroeconómicas</i>	17
2.2.1.1.3. <i>Políticos</i>	19
2.2.1.1.4. <i>Organizacionales</i>	21
2.2.1.1.5. <i>Agonía de las instituciones</i>	22
2.2.1.1.6. <i>Institucionales</i>	23
2.2.2. ATAQUES ESPECULATIVOS	24
2.2.2.1. <i>Modelos de primera generación</i>	26
2.2.2.2. <i>Modelos de segunda generación</i>	28
2.2.2.3. <i>Modelos de tercera generación</i>	30
2.2.2.4. <i>Institucionales</i>	32
2.3. ÁREA DE ESTUDIO INMEDIATA: LA DURACIÓN DEL SISTEMA DE TIPO DE CAMBIO FIJO	33
2.3.1. ESTRUCTURA ECONÓMICA Y CONDICIONES MACROECONÓMICAS.....	34
2.3.2. POLÍTICOS	34
2.3.3. ORGANIZACIONALES.....	35
2.3.4. HISTÓRICOS	35
2.3.5. INSTITUCIONALES	35
2.4. CONCLUSIÓN	36
CAPÍTULO 3: MARCO CONCEPTUAL Y METODOLOGÍA DEL ESTUDIO	37
3.1. INTRODUCCIÓN	37
3.2. MARCO CONCEPTUAL	37

3.2.1. LA TOMA DE DECISIONES DESDE LA PERSPECTIVA DE LA CIENCIA COGNITIVA.....	38
3.2.1.1. <i>Elementos del Problema</i>	39
3.2.1.2. <i>Tipos de Problemas</i>	40
3.2.2. LA TOMA DE DECISIONES DESDE LA PERSPECTIVA DE LA CIENCIA ECONÓMICA	41
3.2.2.1. <i>El enfoque neoclásico (The Public Choice Theory)</i>	43
3.2.2.2. <i>La incorporación de las externalidades</i>	45
3.2.2.3. <i>Las instituciones según Douglass C. North</i>	46
3.2.3. EL MARCO TEÓRICO DE LA INVESTIGACIÓN.....	53
3.3. INVESTIGACIÓN EMPÍRICA Y METODOLOGÍA	62
3.3.1. ELECCIÓN DEL OBJETO MATERIAL	64
3.3.2. ELECCIÓN DE LA ESTRATEGIA DE INVESTIGACIÓN: EL CASO	65
3.3.3. ELECCIÓN DE LOS MÉTODOS CUALITATIVOS	67
3.3.4. ELECCIÓN DE LA MUESTRA Y NÚMERO DE ELEMENTOS LA MUESTRA.....	68
3.3.5. ESTRUCTURA DE ANÁLISIS DE LOS CASOS	69
3.4. CONCLUSIÓN	70
<i>CAPÍTULO 4: LA INSTITUCIÓN INFORMAL DEL PATRÓN ORO: LA ARGENTINA, UN ESTUDIO DE CASO</i>	71
4.1. EL MODELO DEL PATRÓN ORO (GOLD STANDARD MODEL).....	72
4.1.1. ¿EN QUÉ CONSISTÍA TEÓRICAMENTE EL PATRÓN ORO?	72
4.1.1.1. <i>El Patrón Oro en una Economía Cerrada</i>	74
4.1.1.2. <i>El Patrón Oro en una Economía Abierta</i>	76
4.1.2. ¿EN QUÉ CONSISTIÓ REALMENTE EL PATRÓN ORO?.....	79
4.1.2.1. <i>Las instituciones formales e informales del Patrón Oro</i>	79
4.1.2.2. <i>La capacidad de hacer cumplir las instituciones bajo el Patrón Oro</i>	85
4.2. LA REALIDAD DEL PATRÓN ORO (GOLD STANDARD REALITY).....	90
4.2.1. EL NACIMIENTO DE UNA INSTITUCIÓN: EL PATRÓN ORO CLÁSICO (<i>THE CLASSICAL GOLD STANDARD</i>), 1880-1914	90
4.2.2. EL RENACIMIENTO DE UNA INSTITUCIÓN: EL PATRÓN CAMBIOS ORO (<i>THE GOLD EXCHANGE STANDARD</i>), 1925-1931.....	95
4.2.3. LA MUERTE DE LAS INSTITUCIONES: EL FIN DEL PATRÓN ORO	97
4.3. LA ARGENTINA	101
4.3.1. EL PATRÓN ORO CLÁSICO (<i>THE CLASSICAL GOLD STANDARD</i>): 1880-1914.....	101
4.3.2. EL PATRÓN CAMBIOS ORO (<i>THE GOLD EXCHANGE STANDARD</i>): 1925-1931 ...	109
4.3.3. EL FIN DEL PATRÓN ORO	113
4.4. CONCLUSIONES	117
<i>CAPÍTULO 5: LA INSTITUCIÓN FORMAL DEL SISTEMA DE BRETTON WOODS: ARGENTINA, UN ESTUDIO DE CASO</i>	125
5.1. EL MODELO DE BRETTON WOODS (BRETTON WOODS MODEL).....	126
5.1.1. ¿EN QUÉ CONSISTÍA TEÓRICAMENTE EL SISTEMA DE BRETTON WOODS?	130
5.1.1.1. <i>El sistema de paridades</i>	130
5.1.1.2. <i>Los Pagos Multilaterales</i>	131

5.1.1.3. <i>Los Recursos del Fondo</i>	132
5.1.1.4 <i>La Organización del Fondo</i>	133
5.1.2. ¿EN QUÉ CONSISTIÓ REALMENTE EL SISTEMA DE BRETTON WOODS?	133
5.1.2.1. <i>Instituciones formales e informales de Bretton Woods</i>	134
5.1.2.2. <i>Capacidad de hacer cumplir las instituciones bajo el sistema de Bretton Woods</i>	145
5.2. LA REALIDAD DE BRETTON WOODS.....	148
5.2.1. LA HISTORIA DE BRETTON WOODS: LA PRECONVERTIBILIDAD, 1946-1958.....	148
5.2.2. LA HISTORIA DE BRETTON WOODS: LA POPULARIDAD, 1959-1967	149
5.2.3. EL FIN DEL SISTEMA DE BRETTON WOODS.....	152
5.3. ARGENTINA DURANTE LAS INSTITUCIONES FORMALES DE BRETTON WOODS.....	155
5.3.1. LA ARGENTINA ENTRE 1946 Y 1958: EL PERONISMO	156
5.3.2. ARGENTINA ENTRE 1959 Y 1970.....	165
5.3.3. EL FIN	171
5.4. CONCLUSIONES	173
<i>CAPÍTULO 6: EL “ENFORCEMENT” DEL NO-SISTEMA: ARGENTINA, UN ESTUDIO DE CASO</i>	181
6.1. EL MODELO DEL CURRENCY BOARD	182
6.1.1. ¿EN QUÉ CONSISTE TEÓRICAMENTE UN CURRENCY BOARD?	183
6.1.2. ¿EN QUÉ CONSISTIÓ REALMENTE EL CURRENCY BOARD?	186
6.1.2.1. <i>Instituciones formales e informales de la época</i>	186
6.1.2.2. <i>Capacidad de hacer cumplir las instituciones</i>	193
6.2. LA REALIDAD DE LA ÉPOCA	202
6.2.1. ENTRE 1989 Y 1995: DE LA CAÍDA DEL MURO AL EFECTO TEQUILA	202
6.2.2. ENTRE 1995 Y 1998: DEL TEQUILA AL VODKA	204
6.2.3. EL FIN: DERRUMBAMIENTO DE LAS DOS TORRES.....	207
6.3. EL CURRENCY BOARD ARGENTINO	209
6.3.1. ARGENTINA DURANTE EL ESPERANZADOR PRIMER MANDATO DE MENEM.	210
6.3.2. ARGENTINA ENTRE DOS CRISIS: DE MÉXICO A RUSIA.....	215
6.3.3. ARGENTINA EN EL FIN DE LA ILUSIÓN, 1999-2002	217
6.4. CONCLUSIONES	221
<i>CAPÍTULO 7: CONCLUSIONES E IMPLICACIONES</i>	229
7.1. INTRODUCCIÓN	229
7.2. CONCLUSIONES SOBRE EL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN.....	231
7.3. LIMITACIONES DE LA INVESTIGACIÓN.....	242
7.4. IMPLICACIONES PARA INVESTIGACIONES POSTERIORES.....	243

Lista de ilustraciones

CUADROS

Cuadro 1: Los puntos oro (<i>Gold Points</i>)	78
Cuadro 2: Identidad Macroeconómica Básica.....	83
Cuadro 3: La Gran Reacuñación (<i>Coinage Act</i>).....	90
Cuadro 4: La Ley de Gresham.....	91
Cuadro 5: El Mago de Oz como alegoría económica (Rockoff, 1990).....	93
Cuadro 6: Las "reglas de funcionamiento del Patrón Oro".....	118
Cuadro 7: El problema de la redundancia	138
Cuadro 8: ¿Qué fue el desarrollismo?	164
Cuadro 9: Las "Reglas de Funcionamiento" según el Espíritu del Tratado	174
Cuadro 10: Las reglas del Dólar Standard.....	176
Cuadro 11: El Consenso de Washington	190
Cuadro 12: Los servicios financieros del FMI	198
Cuadro 13: El Efecto Demostración.....	205

FIGURAS

Figura 1: Relación temporal entre la Inteligencia, el Conocimiento y la Capacidad Heurística.....	5
Figura 2: Esquema de la Tesis.....	11
Figura 3: La Trinidad Imposible (de J. Frankel)	19
Figura 4: Juego formal de un ataque especulativo	29
Figura 5: Resolución de Problemas	44
Figura 6: La Trinidad Imposible (de P. Krugman).....	54
Figura 7: Resolución de Problemas	57
Figura 8: Modelo ampliado de toma de decisiones	61
Figura 9: Ajuste temporal precio-cantidad en el mercado de monedas de oro en una economía cerrada.....	76
Figura 10: Ajuste temporal nivel de precios-renta en una economía abierta	77
Figura 11: Distribución de los inmigrantes por país de origen en 1871-1914	103
Figura 12: Tasa de crecimiento anual del PIB, 1946-1955	158
Figura 13: Balances de un Banco Central y de una Caja de Conversión	184
Figura 14: Tasas de inflación en Argentina (1989-2001).....	212
Figura 15: Índice del tipo de cambio real efectivo del dólar USA	217
Figura 16: Las Instituciones Informales del Patrón Oro	234
Figura 17: Las Instituciones Formales de Bretton Woods	236
Figura 18: El Enforcement del No-Sistema.....	239

TABLAS

Tabla 1: Clasificación de los distintos autores y sus conceptos	4
Tabla 2: Relación Aceptabilidad - Tiempo.....	42
Tabla 3: Preferencias sobre la política del tipo de cambio, dada la movilidad de capital	58
Tabla 4: Países en el Patrón Oro.....	92
Tabla 5: El capital extranjero en la Argentina.....	104
Tabla 6: El comercio exterior entre 1880 y 1914.....	105
Tabla 7: Evolución del PIB y del comercio exterior	110
Tabla 8: Crecimiento de los gastos, ingresos y deuda pública del gobierno nacional en Argentina, 1900-1930.....	111
Tabla 9: Tasas anuales de crecimiento del PIB y PIB per capita	112
Tabla 10: Exportaciones e importaciones durante la crisis	114
Tabla 11: Existencia de oro y billetes en circulación	115
Tabla 12: Países en el Patrón Oro.....	115
Tabla 13: PIB, tasa de crecimiento del PIB y componentes del PIB en Argentina, 1946-1955	158
Tabla 14: Balanza Comercial en Argentina, 1949-1952	159
Tabla 15: Balanza de Pagos Argentina, 1957-1962	166
Tabla 16: Balanza de Pagos Argentina, 1966-1972	170
Tabla 17: Homogeneidad y Heterogeneidad Institucional	200
Tabla 18: Tipo de cambio y nivel de precios de Estados Unidos y México.....	204
Tabla 19: Balanza de Pagos de los tigres asiáticos en 1996.....	206
Tabla 20: Principales características de la deuda en 1996.....	207
Tabla 21: Crecimiento de la producción real y Tasa de inflación en Rusia	208
Tabla 22: Exportaciones, Importaciones de Bienes y Servicios y Grado de apertura..	214
Tabla 23: Tasa de Paro en Argentina, 1990-2000	215
Tabla 24: Crecimiento Real y Déficit Público.....	215
Tabla 25: Variación mensual de los depósitos bancarios en el 2001	219
Tabla 26: Organizaciones "ganadoras" y "perdedoras" del sistema.....	223
Tabla 27: Correspondencia entre las definiciones de North y Lachman.....	231
Tabla 28: Resumen del binomio Periodos-Instituciones	241

Agradecimientos

Este apartado es probablemente el más difícil de toda investigación. El amor y el aprecio, el apoyo y el soporte, la paciencia y la desesperación, la razón y la sinrazón, son dicotomías separadas tan sólo por una difusa frontera que muchas veces uno cruza sin darse cuenta. Además, a medida que se escribe se terminan los epítetos a la par que las personas a las que expresar tu agradecimiento hasta que finalmente, cuando se ha finiquitado y depositado la memoria, se cae en la cuenta de aquella persona importantísima que, de tan imprescindible y cercana, no se ha mencionado porque siempre permanece a nuestro lado. Así que, en primer lugar, desearía expresarle mi más sincera gratitud a usted, Sra. Malabash, simplemente por estar ahí.

A Francina y Joan, a Cesc y María, a Llorenç y Pilar, a Pere y Rosita, a Noa y Senda; la familia. Con ellos, la investigación ha sido posible. Sin ellos, se habría terminado mucho antes.

A Luís; el maestro. Sus extensos y enciclopédicos conocimientos, su confianza sin límites en el proyecto y su empuje sereno han permitido al autor seguir la “línea” y mantener el compromiso con la verdad y la justicia.

A Neus, Mónica, Blai y David; los amigos. Ellos han aguantado estoicamente tanto los días claros y diáfanos como los de fuertes vientos de “tramuntana”, “llevant”, “garbí” y “migjorn”. Eso tiene un mérito infinito si se tiene en cuenta que ninguno de ellos es ampurdanés.

A María; la “psicóloga de cabecera”. En numerosas ocasiones sus consejos sobre las teorías cognitivas se tornaron prescripción facultativa para una buena salud mental.

A Carmen, Xari y Eugenio; los censores. Sus corrosivos comentarios al igual que sus críticas constructivas han permitido que la investigación sea lo que es, al no permitir que el autor renunciara a realizar una mejoras evidentes y motivarlo para que diera al texto una mejor estructura y profundidad.

A pesar de...

El autor es perfectamente conocedor que este apartado es inusual en una investigación como ésta. Sin embargo, se precia de vestirse por los pies y de ser una persona de palabra. Por tanto, debe dejar constancia que esta tesis ha podido realizarse *a pesar de* Francesc Màrmol i Prieto.

Este reconocimiento se debe a una promesa y a un tributo. Corría el año 1994 cuando conocí primero a Paco y luego a Francesc. Éramos ayudantes de prácticas de la asignatura de Análisis Económico – I en el programa Lic & MBA de la Escuela Superior de Administración y Dirección de Empresas (ESADE). Él estaba terminando su doctorado en la Universidad Autónoma de Barcelona y yo acababa de licenciarme en Administración y Dirección de Empresas, e iniciaba mi carrera pedagógica en el campo de la economía. Fue en ese periodo, cuando nos dimos cuenta que si bien en todos los trabajos, artículos y tesis figuraban los agradecimientos, no existía el mismo reconocimiento con los “a pesar de...”. Eso nos parecía una tremenda injusticia. De hecho, entre café y café, me comentó que si hubiera podido, hubiera colocado a Ángeles, su esposa, bajo ese epígrafe dado que el amor que le profesaba le restaba algún que otro instante de concentración y ello alargaba su trabajo. Finalmente decidió no dedicársela en ese formato, puesto que abrigaba serias dudas sobre la más que probable mala interpretación debido a la inusualidad del capítulo. Yo en cambio le prometí que, si alguna vez escribía una tesis, él figuraría en este apartado.

Por otra parte, el tributo se debe a que de las pocas cosas que sé de Economía, muchas me las enseñó Paco. Siempre recordaré, con nostalgia, aquellos tiempos en los que quedábamos una hora antes de la clase para que yo pudiera resolver mis dudas y, de esta forma, salir airoso ante las preguntas de los alumnos. Algunas veces, incluso estuve brillante gracias a sus consejos. Por esta razón, entre otras, le extrañé muchísimo cuando terminó su Doctorado y se trasladó a la Universidad Carlos III de Madrid. Actualmente, que desconozco su paradero, le añoro mucho más. Fins ara Francesc, on sigui que et trobis.

Glosario

Arbitraje (*Arbitrage*). Es la compra y venta de activos de características idénticas para obtener un beneficio sin tomar ningún riesgo.

Coste de Oportunidad (*Opportunity Cost*). El valor de la segunda mejor alternativa.

Dependencia de la senda (*Path Dependence*). Característica de un sistema cuyo equilibrio o “punto de descanso” no es independiente de la situación inicial.

Efecto Liquidez (*Liquidity Effect*). Se produce para inducir a los agentes a mantener una fracción más grande de su riqueza en forma de dinero más que en activos que lleven interés, el precio de los activos tienen que subir (luego tipo de interés debe bajar).

Equilibrio Externo (*External Balance*). Se consigue cuando la balanza por cuenta corriente de un país esta equilibrada. Es decir, la balanza por cuenta corriente no presenta un déficit tan grande que impida al país la devolución de sus créditos externos en el futuro, ni tiene un superávit tan elevado que coloca a los extranjeros en esa posición.

Equilibrio Interno (*Internal Balance*). Requiere el pleno empleo de los recursos de un país y la estabilidad del nivel de precios doméstico.

Esterilización (*Sterilization*). Política del Banco Central consistente en eliminar los efectos que producen los movimientos internacionales de reservas en las condiciones crediticias interiores.

Ley de Gresham (*Gresham's Law*). Idea según la cual cuando circulan dos monedas, los individuos quieren deshacerse de la que pierde valor más deprisa. Por tanto, esa moneda predomina en las transacciones, expulsando de la circulación a “la moneda buena”.

Liberalización (*Liberalization*). Proceso que consiste en la eliminación de la interferencia del gobierno en los mercados.

Monetización (*Monetisation*). Establecer algo (e.g. plata u oro) como moneda de curso legal (*legal tender*). (Monetización del Déficit) Proceso mediante el que el gobierno compra deuda (pública o privada) gracias a una mayor impresión de billetes por parte del banco central.

Multiplicador monetario (*Monetary Multiplier*). Mecanismo por el cual la banca privada crea dinero. Ello es así debido al coeficiente de reserva entre los préstamos y los depósitos. Es decir, cuando un agente abre un depósito bancario, el banco no tendrá todo el dinero en la caja fuerte, sino que prestará una gran proporción dejando otra en la sucursal para posibles retiradas de efectivo. Por tanto, de una determinada cantidad de efectivo se ha “creado” una mayor gracias a este sistema.

Operación de Mercado Abierto (*Open Market Operation*). Compraventa de títulos de Deuda Pública (Bonos del Estado) por parte del Banco Central con el fin de aumentar o reducir la oferta monetaria.

Prestamista de última instancia (*Lender of last resort*). Es una organización, habitualmente el Banco Central, que suministra crédito a otras organizaciones financieras cuando éstas no pueden pedir prestados fondos al mercado. La disponibilidad de dicha práctica es con la intención de prevenir problemas sistémicos debido a la inexistencia de una adecuada liquidez en las organizaciones individuales.

Privatización (*Privatization*). Es la conversión de empresas de propiedad pública a propiedad privada.

Señoreaje (*Seigniorage*). Beneficio obtenido por parte del Banco Central por tener el privilegio de la creación de dinero. El beneficio se obtiene de la diferencia entre el valor nominal del billete y el coste de todo el sistema.

Capítulo 1: Introducción

“No se puede decir todo a la vez, y por algo hay que empezar...”
ESTEBAN ESTRELLA

1.1. Antecedentes de la Investigación

El elevado número de crisis financieras internacionales que se han producido en la última década (1995-2005) ha suscitado un interés creciente por la causación, predicción, prevención, propagación y resolución de las mismas. El interés por el tema se ha visto incrementado ante la ausencia de un modelo de referencia (Ripoll, 2003). Por esta razón, el mundo académico reclama la creación de un nuevo paradigma (Kenen, 2002; Temin, 2002)

La mayor globalización de las relaciones económicas y la mayor integración de las economías nacionales, han provocado la ampliación del área de investigación hasta convertirla en un análisis de ámbito global denominado *la reforma de la arquitectura del sistema monetario internacional* (Fisher, 1998; Kenen & Swoboda, 2000). Luego, no sería interesante poder dar respuesta a preguntas como ¿es posible predecir una crisis? ¿es posible prevenirla? ¿es posible minimizar el contagio a terceros países?

Sin embargo, para poder responder a estas cuestiones no se debe perder de vista que dichos fenómenos son consecuencia de ciertas decisiones tomadas por los agentes económicos. Esas decisiones no sólo están basadas en una estricta racionalidad económica sino que incorporan aspectos institucionales (North, 1990; Simon, 1955). La influencia de esos factores institucionales es lo que se quiere desentrañar en este trabajo.

1.2. Problema de Investigación e Hipótesis

El funcionamiento de la mente humana es simplemente fascinante. En cuestión de nanosegundos es capaz de recibir información, procesarla y dar una respuesta cándida, cáustica, cínica, cómica, estructurada, ingenua, seria, sarcástica o silenciosa... según convenga.

El incremento del volumen de información a procesar, conlleva que los individuos utilicen modelos mentales (*mental models*) como una forma de economizar costes (North, 1971). No obstante, no todos observan, y por tanto, analizan la realidad de igual manera. Ello puede ser debido a dos razones. En primer lugar, porque tienen distintos modelos mentales, debido a factores culturales, de aprendizaje, experimentales (*background*) o un compendio de todos ellos... En segundo lugar, es posible que aunque teniendo el mismo, el *feed back* que reciban sea distinto, lo que les lleve a una conceptualización distinta (Denzau & North, 1993). Por tanto, en realidad, habría un continuo de teorías que permiten a los agentes sostener unos hechos, sin encontrar

eventos que los conduzcan a cambiar sus teorías (Hahn, 1987)¹; es decir, se recupera la idea epistemológica de Popper que la comprensión (entre otros fenómenos) de los hechos avanza gradualmente y por ese motivo, el “espacio” entre teorías sería nulo puesto que se solaparían (por una especie de “efecto chicle”).

Lógicamente y espontáneamente, lo primero que se realiza al recibir una “nueva” información es tratar de procesarla a través de un “antiguo” modelo mental, para que se forme un todo ordenado y unitario (Comas, 1992). ¿Pero qué sucedería si el modelo mental vigente fuera inadecuado?² Se tardaría un tiempo en darse cuenta a través del proceso de retroalimentación (*feed back*) y otro lapso de tiempo, en el caso que se hubiera detectado la inadecuación, y se corrigiera.

Sin embargo, no todo este proceso es interno y no compartido, puesto que las ideologías y las instituciones también participarán en el mismo. Las ideologías serían parecidas a los modelos mentales, pero en grupo (compartido), puesto que en palabras de Douglass C. North, las ideologías son el marco de referencia compartido de los modelos mentales que los grupos de individuos poseen para proveer una interpretación a lo que le rodea y una prescripción sobre como ese entorno debería ser estructurado (North, 1993)³.

Por otra parte, siguiendo la nomenclatura acuñada por North, las instituciones son las reglas del juego o más formalmente, limitaciones (humanamente construidos) que estructuran las relaciones humanas (North, 1994)⁴.

Por tanto, modelos mentales, ideologías (incluyendo los paradigmas científicos) e instituciones serán utilizadas en el proceso para economizar los costes de información. Si esto es cierto en términos generales, en el contexto de las crisis financieras se produce el mismo fenómeno.

Luego, ¿van a incidir los modelos mentales, las ideologías y las instituciones en la causación, predicción, prevención, propagación y resolución de las crisis financieras? O más específicamente, si se tienen en mente las matizaciones que se han realizado anteriormente, el problema tratado en esta investigación sería:

¿cómo afectan las instituciones a la resolución y gestión de las crisis financieras de origen cambiario?

La mayoría de estudios teóricos y empíricos sobre las crisis financieras se han realizado partiendo de una situación en la que un país se había comprometido con el mantenimiento de un sistema de tipo de cambio fijo. En ese sentido, un elemento esencial de dicho esquema es el compromiso que adquieren las autoridades monetarias en el sostenimiento del precio de la moneda nacional.

¹ “There is a continuum of theories that agents can hold an act on without ever encountering events which lead them to change their theories” (Hahn, 1987:234).

² Inadecuado en el sentido de que no explicase la realidad ni ayudara a mejorarla.

³ “... ideologies are shared framework of mental models that groups of individuals possess that provide both an interpretation of the environment and a prescription as to how the environment should be structured” (North, 1993:1).

⁴ “Institutions are the rules of the game or more formally are the humanly-devised constraints that structure human interaction” (North, 1994:1).

Kenneth Shepsle enfatiza que un compromiso es creíble por dos vías: la motivacional y la imperativa⁵; entendiendo por motivacional si los jugadores (organizaciones)⁶ quieren seguir con el compromiso en el momento de la acción e imperativo, en el caso que el jugador no pueda actuar de otro modo, sea por motivos coercitivos o porque se descarta la discrecionalidad (Shepsle, 1991).

Siguiendo las definiciones de Shepsle, el carácter imperativo dentro de un Estado-nación no tiene demasiado problema al tener éste elementos ya diseñados para ello (entre otros, figurarían las instituciones formales). Pero, en el panorama internacional existe la realidad de la soberanía nacional y hasta qué punto organizaciones metanacionales (internacionales) pueden imponer sus criterios.

En la vertiente motivacional es cuando entran en juego las ideologías y las instituciones (informales), puesto que es un tema de fe, de creencia.

No obstante, parece evidente la necesidad de ambas características en el momento de cualquier acción social. Por ejemplo, cuando un conductor no se “salta” un semáforo en rojo debería ser por dos razones: la primera es porque lo dice la Ley (imperativo), la segunda es porque cree que no lo puede hacer, aunque sea sólo por el miedo a que otro conductor respete las normas y choque con él (motivacional) (Comas, comunicación personal).

En la resolución y gestión de las crisis financieras se encuentran esas dos visiones. Las organizaciones nacionales e internacionales obligan a la adopción de una serie de medidas (acorde con **instituciones formales**) y además, se cree que son las únicas que ayudarán en la gestión y resolución de la crisis (**instituciones informales**).

Por tanto, la teoría económica relevante vendrá influenciada por los modelos mentales, ideologías e instituciones a los que se ha hecho referencia. Luego un primer problema aparece en si esa teoría es la adecuada o no (Temin, 1996).

Sin embargo, existen otras dicotomías relevantes para nuestro análisis, además de la de North. En esa misma dirección pero desde un paradigma completamente distinto, está la distinción de Peter Temin entre acciones y regímenes. Mientras que el régimen determinaría las acciones específicas, es decir, serían los grandes principios que subyacerían a las acciones determinadas, éstas estarían en un plano mucho más próximo a la realidad (Temin, 1996)⁷.

En el mismo paradigma, pero con diferente nomenclatura nos encontraríamos la dicotomía sistema-orden de Robert A. Mundell y Ronald McKinnon (Véase Tabla 1). Según Mundell un sistema sería una agregación de diversas entidades unidas por una interacción regular de acuerdo con alguna forma de control, mientras un orden, distinto de un sistema, representaría un marco de referencia en el que el sistema operaría.

⁵ “A commitment is credible in either of two sense, the motivational or the imperative” (Shepsle, 1991).

⁶ Se entiende por jugador toda persona o conjunto de personas que, al estar dentro de la sociedad, está imbuido por instituciones.

⁷ “The ideology that determined specific actions was a policy regime” (Temin, 1996:8) y “the regimes are the underlying principles of policies that determine most actions” (Temin, 1996:5).

(Mundell, 1972)⁸. Siguiendo el paralelismo de la publicación de Mundell (1972) en referencia al ordenamiento jurídico, el orden sería la constitución y el sistema los distintos reglamentos o leyes que la desarrollan y complementan.

Tabla 1: Clasificación de los distintos autores y sus conceptos

	Temin	Mundell	North	Eichengreen
+	Acciones	Sistema	Instituciones	Sistema
-	Regímenes	Orden	Ideologías Modelos mentales	Externalidad de red

↑
Inmediatez,
Próximos a
la praxis

Fuente: Elaboración Propia

La evolución de las instituciones y los sistemas presentan dos características en común: es gradual y tiene dependencia del camino (*path dependence*). El desarrollo de las instituciones/sistemas no se produce a través de grandes cambios sino que es progresivo y, atiende a un proceso histórico. (Eichengreen 2002, North 1994c). Esta senda no sólo implica que las instituciones de hoy están influenciadas por el pasado, sino que aquéllas condicionarán las del futuro (North, 1994a).

Luego, ¿hasta qué punto el mantenimiento de instituciones/ ideologías, acciones/regímenes y sistemas/órdenes derivado de esa evolución gradual “popperiana” más que “kuhniana” (Kuhn, 1975), y del *path dependence*, más allá de lo económica y socialmente deseable, produce efectos negativos en la resolución y gestión de las crisis, afectando al retraso económico? Es decir, la propia evolución de las instituciones, gradual e incremental (como sería la epistemología de Kuhn) incide naturalmente en la toma de decisiones de una forma distinta que si su evolución fuera mediante una total ruptura de las anteriores y el surgimiento de unas totalmente renovadas (visión de Popper). Por tanto, se va generando una presión y no se precipita el cambio hasta no haber causado *tensión suficiente* en la organización (Husenman, 2003).

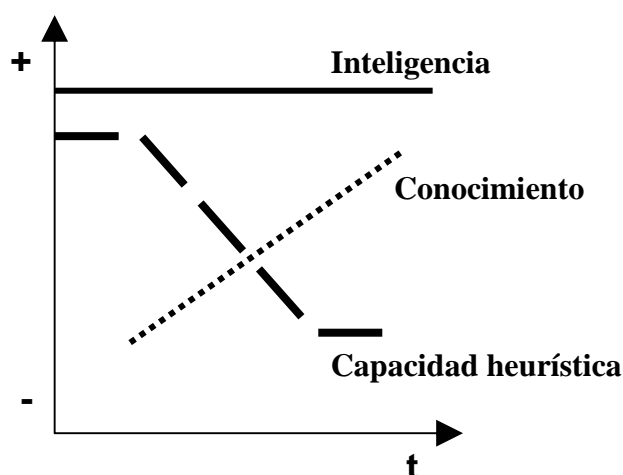
Una primera reflexión sobre cómo las instituciones desarrollan un papel fundamental en la resolución y gestión de las crisis financieras, colocaría el acento en la recogida de información del entorno para determinar que es lo que está sucediendo. Todo ello se realiza a través de un determinado prisma. En ese sentido, la información se canaliza a través de unos circuitos preestablecidos, que al igual que en San Agustín era la fe, en North serían las instituciones e ideologías. San Agustín diría *Fides quaerens*

⁸ “A system is an aggregation of diverse entities united by regular interaction according to some form of control” y “an order, as distinct from a system, represents the framework and setting in which the systems operates” (Mundell, 1972:92)

*intellectum*⁹, o cómo hacer inteligible lo que creemos a través de la fe, lo que North haría a través de las instituciones.

Una segunda reflexión serían las acciones que deben realizarse. Naturalmente vendría condicionada por lo comentado anteriormente y por la elección de la teoría económica adecuada (Temin, 1996). No deja de ser paradójico como los agentes disminuyen su capacidad de heurística de problemas nuevos conforme pasa el tiempo y se van afianzando sus instituciones, lo que explicaría ese proceso evolutivo gradual. Dicha capacidad nada tendría que ver con la inteligencia que, como se observa en la Figura 1, se entendería como innata. Tampoco sería relevante el conocimiento, puesto que se parte de la premisa de que éste incrementa con el tiempo.

Figura 1: Relación temporal entre la Inteligencia, el Conocimiento y la Capacidad Heurística



Fuente: Thorpe, 2002.

Finalmente, el *feed back* de lo sucedido después de realizar esas acciones que lógicamente es influenciado por todos los conceptos anteriores. Uno de los principales obstáculos eran esos influjos de convencimiento que hacen que se obliguen a los acontecimientos a doblarse a la primera explicación que se ha dado al suceso (Leblanc, 2004). La segunda gran dificultad es que el objeto sobre el que se realizan las acciones no es inanimado como sucede en muchas ciencias del mundo físico, sino que tiene percepciones y actitudes que transforman simultáneamente las fuerzas que actúan sobre él, y esta interacción reflexiva bidireccional es fundamental para comprender todos los fenómenos económicos, políticos y sociales (Soros, 1999: 25).

⁹ “La fe tratando de comprender” o cómo la busca una explicación racional a lo que cree. San Agustín. *Proslogion*, I.

1.3. Justificación de la Investigación

Esta última década ha visto un gran número de crisis financieras, empezando por la de México (1994-1995), a la que Michel Camdessus (en aquel momento, *Managing Director del International Monetary Fund*) definió como la “primera crisis del s. XXI” (Camdessus, 1995), y continuando por Argentina (1995), Tailandia, Indonesia, Corea del Sur, Filipinas y Malasia (1997-1998), Rusia (1998), Brasil (1999) y últimamente, Turquía (2000) y de nuevo, Argentina (2001-2002). El siglo XX, parafraseando a Camdessus, se cerraría con las crisis europeas (1992-1993).

Ello ha suscitado un creciente interés por la causación, predicción, prevención, propagación y resolución de crisis financieras. Los análisis han formado parte del oleaje del mar financiero, que surge con fuerza con cada nuevo estallido de crisis y remitiendo al volver la calma (Gyohten, 1999). Una característica de esos estudios y modelos ha sido la pasividad de los mismos, en el sentido de que cada uno de ellos, intentaba explicar el fenómeno acaecido pero se quedaba a las puertas de explicar el siguiente; fruto de ella es la denominación de los mismos: modelos de primera, de segunda, de tercera generación y preguntándose sobre la posibilidad de uno de cuarta generación (Krugman, 2001); dado que cada generación ilustraba la crisis que se acababa de producir, pero se quedaba en ciernes de elucidar la siguiente, necesitándose otra.

Actualmente, no existe un modelo de referencia de crisis cambiaria y financiera (Ripoll, 2003) y lo que es peor, parece haber cierta unanimidad en el mundo académico en que éstas son inevitables (Beddoes, 1999; Eichengreen, 2002). Por tanto, se hace imprescindible la creación de un nuevo paradigma dado que los “viejos” modelos e instituciones parecen no ser capaces de dar explicación convincente a esos fenómenos (Kenen, 2002; McKinnon, 1993; Soros, 1999; Temin, 2002; UN, 1999).

No obstante, la cada vez mayor globalización de nuestro mundo, provoca la interrelación de los países en general, y de los agentes económicos en particular. Por eso, después de un decenio de crisis variadas en cuanto a las causas, han empezado a escucharse voces sobre la necesidad de extender el objeto de análisis a la reforma (la elección de la palabra no es casual) del sistema monetario y financiero internacional, lo que se ha venido a denominar *la reforma de la arquitectura del sistema monetario internacional* (Fisher, 1998; Kenen & Swoboda, 2000; de Sebastián, 2003; Soros, 1999; UN, 1999).

El Sistema Monetario y Financiero Internacional (SMI) es “el pegamento que une a las economías nacionales. Su papel es poner orden en los mercados de divisas y estabilizarlos, fomentar la eliminación de los problemas de balanza de pagos y facilitar el acceso a los créditos internacionales en caso de que se produzcan perturbaciones negativas” (Eichengreen, 1996)¹⁰. No obstante, y a pesar de su tremenda importancia, el SMI no se concibe como resultado de una conferencia mundial (a excepción del de Bretton Woods), sino que se produce por la interacción de los países (Eichengreen, 1996; Krugman & Obstfeld, 2001); interacción, además, que viene fuertemente

¹⁰ “...is the glue that binds national economies together. Its role is to lend order and stability to foreign exchange markets, to encourage the elimination of balance-of-payments problems, and to provide access to international credits in the event of disruptive shocks” (Eichengreen, 1996:3).

condicionada por el peso de la Historia, tanto propia como del resto de países (Eichengreen, 1996).

Lógicamente, este peso es menor en las economías emergentes; porque en el pasado su peso y papel económico han sido pequeños y porque actualmente lo siguen siendo. Seguramente por esa razón, las principales crisis en cuanto a magnitud, intensidad y duración, se han producido en esos países y las cargas de los ajustes siempre han caído mayormente sobre ellas, sus gobiernos, empresas y ciudadanos. Luego, *¿cómo predecir una crisis? ¿cómo prevenirla? ¿cómo resolverla para minimizar sus efectos en el país y en otros países (contagio)? ¿qué instituciones serían las más adecuadas para estos tres objetivos?*

El primero de los interrogantes es ciertamente sofista; puesto que, si se realiza una predicción, probablemente se producirá la crisis aun cuando no se hubiera producido de no haberse predicho (profecía autocumplida o *self-fulfilling prophecy*), y si no se predice y tiene lugar, todo el mundo maldecirá al organismo encargado de la predicción y le reclamará responsabilidades. La segunda de las cuestiones se reconocerá que es como mínimo curiosa si, como se ha dicho anteriormente, las crisis son inevitables; con lo que si uno fuera capaz de darle respuesta, nos encontraríamos ante la esquizofrénica situación en la que una crisis se podría prever, pero no evitar. Por lo tanto, la pregunta más interesante hoy por hoy, es sin duda, la tercera. Richard Portes hace un excelente resumen de esta idea al explicitar que debido a que las crisis son siempre recurrentes y que sus causas son tan complejas, nunca se conseguirá un sistema financiero internacional que pueda prescindir de los mecanismos para la resolución de las crisis financieras. “Mejor información”, “advertencias” y “medidas preventivas” son bonitos epígrafes pero no cancelarán la necesidad de salidas (resolución y gestión) ordenadas, sea cual sea la(s) causa(s) de la crisis (Portes, 1998)¹¹. La gestión y la resolución de las crisis financieras dependerán a su vez, como se analizará más adelante, de las instituciones que posean las organizaciones.

Si se observa la lista inicial, Argentina es un caso único. En palabras del historiador Peter Temin, Argentina es un país eternamente fascinante. Es un contraejemplo para todas las teorías de industrialización y crecimiento (Temin, 2002)¹², por lo que sería enormemente interesante preguntarse si una de las razones del subdesarrollo que padece Argentina es **el papel que “han jugado” las instituciones del SMI propiamente dichas y las que afectan directamente al mismo, en la resolución y gestión de sus crisis financieras de origen cambiario (*currency crises*)**.

Las reflexiones del punto anterior indican que los analistas han dedicado poco tiempo a analizar la vertiente de la economía política de los regímenes de los tipos de cambio. No obstante, para ser fieles a la verdad, existen toneladas de papel, mares de tinta y un enorme dispendio de capacidad intelectual sobre la economía de los tipos de cambio y de las crisis financieras. También es numerosa la literatura normativa sobre la elección

¹¹ “because crises will always recur and because their causation is so complex, we shall never arrive at an international financial system –whatever its “architecture”- that can dispense with mechanisms for the resolution of financial crises. “Better information”, “early warnings” and “preventive measures” will not remove the need for orderly workouts, whatever the source(s) of the crisis” (Portes, 1998:1)

¹² “Argentina is endlessly fascinating. It is a counter-example to all theories of industrialization and growth” (Temin, 2002)

del régimen del tipo de cambio. Sin embargo, la que intenta explicar las políticas cambiarias gubernamentales es mas bien escasa (Blomberg, Frieden & Stein, 2003)¹³, no existiendo además, ni un desarrollo conceptual sobre el por qué se llevan a cabo ciertas políticas ni qué las determina (Frieden & Stein, 2000)¹⁴. Además, seguramente hasta que no entendamos porqué la sociedad adopta ciertas políticas, estaremos muy pobremente preparados para dar consejos útiles sobre cómo cambiar dichas políticas (Stigler, 1975)¹⁵.

1.4. Metodología

Una perfecta descripción de la metodología empleada requiere dos distinciones previas (Ferrater Mora, 1984). La primera distinción hace referencia al objeto y al método. La segunda enfatiza los distintos objetos.

La filosofía distingue entre el *objeto material* y el *objeto formal* de una actividad cognitiva¹⁶. Según Ferrater Mora (1984), el objeto material es la realidad que se quiere conocer, y el objeto formal es el punto de vista desde el cual se aborda el conocimiento del objeto material. Así, el objeto material sería el manejo y la resolución de las crisis financieras; mientras el objeto formal sería las instituciones, según la definición acuñada por Douglass C. North.

Finalmente, el método sería el camino utilizado para conocer el objeto material desde el punto de vista que se ha adoptado (objeto formal)¹⁷. En la presente tesis, para el camino¹⁸ que se ha elegido, se elaborarán tres casos con las siguientes premisas: tres momentos históricos distintos, y por tanto unas instituciones distintas, tanto a nivel mundial (existencia de tres órdenes distintos) como a nivel interno; tres regímenes de tipo de cambio distintos, aunque compartan como característica principal un grado de fijación considerable; sacudido por tres crisis financieras diferentes y un territorio. El área del país era América Latina porque la política cambiaria ha sido central para el desarrollo económico de la región durante décadas (Frieden & Stein, 2000)¹⁹. Sin embargo, el territorio objeto del estudio tenía que ser único para poder seguir la evolución gradual y constatar el *path dependence*. Seguramente, lo más fácil de la elección ha sido el país. Éste tenía que ser “eternamente fascinante”, como diría Temin, y no podría ser otro que Argentina.

¹³ “The literature attempting to *explain* government exchange policies is much sparser” (Blomberg, Frieden & Stein, 2003:4).

¹⁴ “There are no generally accepted theories that explain why certain currency policies, and no developed body of factors in the determination of currency policy” (Frieden & Stein, 2000:1).

¹⁵ Stigler. “The citizen and the State. Essays on regulation”, página x de la Introducción.

¹⁶ Ferrater Mora, 1984. Objeto.

¹⁷ Ferrater Mora, 1984. Método

¹⁸ Del griego μετά οδοσ, de donde surgiría la palabra metodología.

¹⁹ “Exchange rates have been central to the course of economic development in Latin America for decades” (Frieden & Stein, 2000: 3)

1.5. Esquema de la Investigación

El camino o método que se acaba de describir se utilizará para la exploración del siguiente tema:

La incidencia de las instituciones en la resolución y gestión de las crisis financieras

En el capítulo 2 inicia el análisis a partir de una revisión bibliográfica. El objetivo es construir un fundamento teórico en el que se base la investigación a través de las cuestiones planteadas por estudios anteriores. En el capítulo se repasarán las principales aportaciones tanto de disciplinas relacionadas como de la disciplina inmediata.

El capítulo 3 hace referencia a los aspectos metodológicos. En él, se elabora un marco conceptual sobre la incidencia de las instituciones en la resolución y gestión de las crisis financieras. Además, se describe y justifica la metodología utilizada para abordar la cuestión principal.

Los capítulos 4, 5 y 6 presentan el análisis institucional en tres épocas distintas. Los tres momentos históricos en que se enmarcará el presente análisis son el patrón oro (*Gold Standard*) (Capítulo 4), el sistema de Bretton Woods (Capítulo 5) y el actual no sistema (Capítulo 6).

El Gold Standard fue el sistema vigente entre 1870 y 1933. Se caracterizaba por ser un sistema en el que Gran Bretaña y el Banco de Inglaterra tenían un papel fundamental. Los resultados fueron buenos en los países del centro y desiguales en la periferia. En cuanto a los objetivos, si bien se consiguió el equilibrio externo²⁰, el interno²¹ fue más difícil. El inicio de la Primera Guerra Mundial en 1914 provocó la suspensión del Patrón Oro. Los intentos para volver al sistema después de 1918 no fueron del todo satisfactorios, de forma que el eje del mismo (Gran Bretaña) no se reintegró hasta 1925. El crack de 1929 puso punto final al sistema aunque algún país (Estados Unidos) lo mantuvo hasta 1933.

La Gran Depresión (1929-1939) y la Segunda Guerra Mundial (1939-1945) no permitieron el establecimiento de ningún sistema. En el primer caso, porque en el turbulento periodo posterior al crash, los gobiernos hicieron del equilibrio interno su principal objetivo. Durante la guerra, los motivos son obvios. Sin embargo, la añoranza de la estabilidad de la época del Patrón Oro hizo que incluso antes de finalizar la contienda (1944), más de cuarenta (40) países se reunieran en un pueblecito de la costa de New Hampshire (USA) para intentar ordenar la economía mundial. Allí nació el Sistema de Bretton Woods (1944-1973), que vio el auge de los Estados Unidos y la Reserva Federal y la decadencia de Gran Bretaña y el Banco de Inglaterra.

La política fiscal expansiva de los Estados Unidos al principio de los 70 contribuyó a la necesidad de devaluación del dólar y los miedos de que esto ocurriera provocaron flujos de salida de dólares por parte de agentes especuladores. Una serie de sucesivas crisis

²⁰ Se entiende por equilibrio externo un nivel de cuenta corriente que ni es tan negativo que un país sea incapaz de pagar sus deudas externas ni tan positivo que los extranjeros sean colocados en tal posición.

²¹ Se entiende por equilibrio interno cuando se consigue el pleno empleo y la estabilidad de precios.

internacionales que empezaron en la primavera de 1971, forzaron el abandono de la convertibilidad del dólar con el oro y finalmente, la fijación de los tipos de cambio de los países industrializados con el dólar. El colapso final se produjo en 1973.

Desde 1973 no parece haber un sistema definido como hubo en las dos épocas anteriores. En esta situación no existe ningún país que ejerza la función de líder económico, aunque se han dado situaciones de cooperación entre las naciones como los acuerdos del Plaza (1985) y del Louvre (1987).

Los regímenes de tipo de cambio en Argentina durante estos tres períodos también han sido bien distintos. En el primer caso, las instituciones informales del Patrón Oro establecieron un **tipo de cambio fijo automático** (Capítulo 4); automático en el sentido de que las organizaciones no tenían que intervenir porque el sistema se ajustaba solo y en el que todos los países fijaban el precio de sus monedas en relación al oro. El Patrón Oro por tanto, contenía un poderoso y automático mecanismo que aseguraba a las naciones integrantes el equilibrio externo: el mecanismo del flujo de la especie (*the price-spice-flow mechanism*). Los flujos de salida o entrada de oro, que deberían acompañar a los déficits y a los superávits por cuenta corriente, causaban cambios en los precios y en los términos de intercambio de forma que se reducían los desajustes de la cuenta corriente y por tanto, se tendería a volver al equilibrio externo.

Las instituciones formales de Bretton Woods se acordaron que todos los países fijarían sus monedas en relación al oro o al dólar norteamericano. Los Estados Unidos establecerían un precio fijo del oro en dólares y se comprometían a cambiar oro por dólares con el resto de bancos centrales a un precio de 35 dólares la onza de oro troy. No obstante, se permitía el ajuste (modificación de la paridad) si se producía un “desequilibrio fundamental”²². Por tanto, se trataría de un **tipo de cambio fijo pero ajustable** (Capítulo 5).

Finalmente, en el último período es destacable el subperíodo (1991-2002) en que Argentina adoptó un **currency board**²³ (Capítulo 6). En éste, el Banco Central de Argentina se comprometía a actuar en el mercado cambiario siempre y cuando la paridad del tipo de cambio entre el peso argentino y el dólar norteamericano difiriera de la establecida (1 dólar era igual a 1 peso), corrigiendo los movimientos del mercado. Por tanto, era esencial la capacidad de hacer cumplir las instituciones (*enforcement*) bajo el No-Sistema.

Además, en cada capítulo hay un breve análisis económico y político de la coyuntura internacional. La historia de Argentina, como la del resto de naciones, está insertada en la del mundo y es imposible de comprender, por ejemplo, procesos económicos o políticos como el de la intervención del Estado en los años 30, el de los golpes militares en los 60 y 70, o el de las privatizaciones en los años 90's, sin comprender lo que ocurrió en el contexto mundial en esas épocas.

El Capítulo 7 es el que recoge las Conclusiones finales. A partir de esas tres exposiciones, se estructurará la investigación sobre la base de las definiciones e intentará dar cierta coherencia a las ideas que han ido surgiendo a lo largo de la

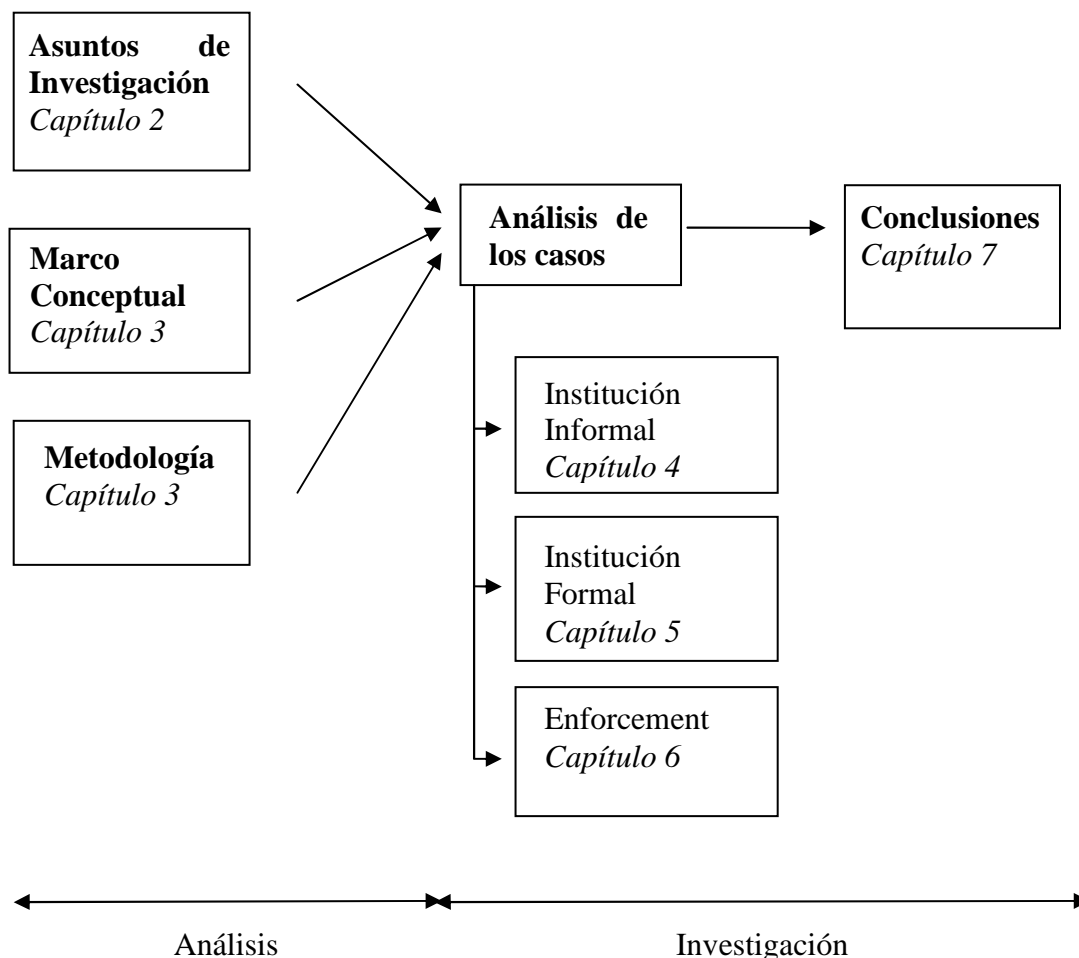
²² Importantísimo concepto enunciado en el Tratado Constitutivo y nunca desarrollado.

²³ Se entiende por “Currency Board” un acuerdo por el cual un país fija su tipo de cambio y mantiene un cien por cien de su oferta monetaria respaldado por divisas.

confección del caso, tomando el “buen sentido de la razón” como haría el insigne reportero-detective Rouletabille de Jack London, para reflexionar sobre la cuestión principal.

El siguiente esquema (Véase Figura 2) resume el recorrido que se realizará en las próximas páginas.

Figura 2: Esquema de la Tesis



Fuente: Elaboración Propia

1.6. Definiciones

Las definiciones adoptadas por los investigadores no son a menudo uniformes, así que los términos principales y polémicos se definen para establecer las posiciones asumidas en la investigación del doctorado.

(Enforcement). Es la capacidad para hacer cumplir las instituciones y por tanto, la de observar y castigar la desviación de ciertos comportamientos.

Ideología (*Ideology*). Son el marco de referencia compartido de los modelos mentales que poseen las organizaciones y que les proporcionan una interpretación del entorno y una percepción de cómo debería ser estructurado.

Institución (*Institution*). Son las reglas del juego o más formalmente, limitaciones (humanamente construidas) que estructuran las relaciones humanas.

Institución formal (*Formal Institution*). Son limitaciones formales, jurídicas, como serían las leyes, el Estatuto, la Constitución.

Institución informal (*Informal Institution*). Son restricciones informales de una sociedad, como serían las normas de comportamiento, las convenciones o los códigos auto-impuestos de conducta.

Modelos Mentales (*Mental Models*). Son mecanismos internos que los sistemas cognitivos crean para interpretar el entorno.

Organización (*Organization*). Son grupos de individuos unidos por algún propósito común para conseguir objetivos. Las organizaciones incluyen organismos políticos (partidos políticos, Senado, Congreso, Ayuntamientos, Agencias Reguladoras), económicos (empresas, sindicatos, cooperativas), sociales (iglesias, clubes, asociaciones atléticas) y educativos (escuelas, universidades).

1.7. Delimitaciones de los alcances y asunciones importantes

La investigación presenta dos grupos de limitaciones. El primero hace referencia al objeto, mientras el segundo al método seleccionado para la investigación. Evidentemente el preguntarse sobre la incidencia de las instituciones en la gestión y resolución de las crisis financieras en la Argentina conduce a una limitación sobre el objeto, dado que se circunscribe a una respuesta específica y no a una conclusión más general.

Además, el método seleccionado para el estudio, si bien es el pertinente, tiene unas limitaciones propias, independientes de la cuestión de análisis.

1.8. Conclusión

Este capítulo estableció las bases para la tesis. En primer lugar, se introdujeron el problema de investigación y las preguntas de investigación e hipótesis. Posteriormente, se describió brevemente la metodología y se justificó. Después, se justificó la investigación y se presentaron las definiciones. Luego, se esquematizó la tesis. Finalmente, se fijaron las limitaciones. Con estas bases, la tesis puede proceder con una detallada descripción de la investigación.

Capítulo 2: Revisión de la Literatura

“¡Confiamos demasiado en los sistemas, y muy poco en los hombres!”
BENJAMIN DISRAELI

2.1. Introducción

Desde los albores de la Historia Moderna e incluso antes del nacimiento de ésta, la gran cantidad de monedas existentes dificultaban la relación entre los pueblos en general y su comercio en particular, ante el problema de fijar un valor a sus monedas (Copernicus, 1522). El tipo de cambio es, precisamente, el valor de una moneda en términos de otra. Además, aquél permitía la integración de unas economías con otras, cuestión que no ha sido baladí para los estudiosos de la economía internacional. Éste fenómeno ha sido analizado teóricamente desde tres vertientes. Éstas han sido, la elección de un régimen óptimo de tipo de cambio; los ataques especulativos y la duración de un tipo de cambio (Klein & Marion, 1997).

En consecuencia, la pregunta de investigación se puede aproximar desde esos tres puntos de vista. Los dos primeros constituirían unas **áreas de estudio relacionadas** con el objeto de estudio; es decir, la elección del régimen óptimo de tipo de cambio y los ataques especulativos, mientras el tercero; la duración del tipo de cambio, sería una **área de estudio** más **inmediata** a los objetivos de esta investigación.

2.2. Áreas de estudio relacionadas: La elección del régimen de tipo de cambio óptimo y los ataques especulativos

2.2.1. La elección del régimen de tipo de cambio óptimo

¿Cuál es el régimen de tipo de cambio adecuado para nuestro país? ¿Cuál debe ser el valor de nuestra moneda? Estas son las preguntas distintas, aunque conexas a la que debe enfrentarse todo gobierno al intentar integrar su economía con la del resto del mundo. *Grosso modo*, diríamos que existen dos sistemas de tipo de cambio: fijo y variable. Con el tipo de cambio fijo, una unidad de moneda extranjera valdrá siempre lo mismo en términos de la moneda nacional; mientras que el tipo de cambio variable permite que el precio fluctúe según el mercado. No obstante, esa fluctuación puede ser de varios tipos al igual que la fijación, por lo que la tipología de tipos de cambio se extiende, teóricamente, hasta nueve (9). Según, el conocido libro de texto de Krugman & Obstfeld, *International Economics. Theory and Policy*, encontraríamos los posibles regímenes de tipos de cambio: acuerdos cambiarios sin oferta monetaria autónoma, dolarización, *currency board*, otros sistemas de tipos de cambio fijo, tipos de cambio fijo dentro de bandas horizontales, tipo de cambio fijo deslizante, tipo de cambio fijo deslizante dentro de bandas, flotación sucia sin ningún valor preanunciado y flotación

limpia (Krugman & Obstfeld, 2003). Para Frankel (1999) encontraríamos también 9 tipologías pero con diferentes matices y por tanto, ligeramente distintas de las anteriores.

Además, esta decisión debe tomarse a dos niveles distintos, puesto que una vez dilucidada la estructura del tipo de cambio en sí, debe definirse el nivel dentro del régimen establecido (Frieden, 1994). La elección en este segundo caso, estaría dentro de los límites de “depreciado” o “apreciado” en relación a un tipo de cambio de equilibrio; es decir, por encima o por debajo (en cotización directa o número de unidades de moneda nacional por una unidad de moneda extranjera) de un *supuesto* valor a partir del cual los agentes (compradores o vendedores) no tendrían incentivos a variar sus decisiones. Se ha escrito “supuesto” ante la dificultad de expresar pragmáticamente con mayor claridad ese concepto. En este sentido, merece la pena incluir una reflexión de George Soros (práctico donde los haya) que manifestó su inquietud al respecto al escribir que “los fundamentalistas del mercado tiene una concepción radicalmente viciada del funcionamiento de los mercados financieros. Creen que los mercados financieros tienden al equilibrio” (Soros, 1999: 25).

No obstante, en los últimos tiempos esa última decisión ha caído en el olvido teórico toda vez que ha sido gradualmente menos relevante, puesto que la eficacia del tipo de cambio como instrumento se ha visto reducida en los últimos años (Hefeker, 1996)²⁴ en los países desarrollados.

Sin embargo, otra problemática ha hecho su aparición, puesto que si bien en el aspecto teórico de la tipología se había conseguido cierto consenso (véase Krugman & Obstfeld, 2003), no sucede lo mismo en el aspecto práctico de la misma, al no estar siempre claro qué régimen se da en la realidad, dado que por diferentes razones, los regímenes *de iure* a menudo difieren de los regímenes *de facto* (Asici & Wyplosz, 2003). En ese mismo sentido, se manifiestan Calvo & Reinhart al explicar que la teoría económica provee de distinciones muy definidas entre estructuras de tipos de cambio fijos y variables, pero en la realidad es muy complejo discernir entre un tipo de cambio en flotación bruta de un tipo de cambio fijo pero deslizante (Calvo & Reinhart, 2002)²⁵.

Una de esas razones que posibilita la distinción entre teoría y realidad es el miedo: el miedo a la flotación (*fear of floating*) por un lado, y el miedo a la fijación (o miedo a la especulación) (*fear of pegging*), por el otro. El miedo a la flotación se produciría cuando las autoridades pueden desear evitar exponer su tipo de cambio a una ataque especulativo y no anuncian ninguna ligazón; pero quieren evitar una excesiva volatilidad e intervienen fuertemente en los mercados (Calvo & Reinhart, 2002); mientras que el miedo a la fijación se daría cuando las autoridades pueden querer garantizar un tipo de cambio fijo pero lo encuentran difícil o imposible, y tratan de mantener la ficción de que es así (Asici & Wyplosz, 2003).

La mayoría de los análisis sobre factores determinantes de los regímenes de los tipos de cambio utilizan la clasificación de las estructuras de tipos de cambio de la publicación del Fondo Monetario Internacional (FMI), *Exchange Arrangements and Exchange*

²⁴ “The efficacy of the exchange rate instrument has been considerably reduced in recent years” (Hefeker, 1996: 364)

²⁵ “... but we are not aware of any criteria that allow us to discriminate as to when a managed float starts to look like a soft peg” (Calvo & Reinhart, 2002: 405)

Restrictions (Frieden, Ghezzi & Stein, 1999). Por ejemplo, Collins (1996) y Edwards (1996) la utilizan para crear su variable dependiente, es decir, el tipo de cambio; aunque en el caso de Edwards (1996), utiliza una tipología más reducida que la de la publicación del FMI, al clasificar los países en base a su sistema de tipos de cambio en tres grandes grupos: (a) países cuya moneda está ligada a otra o a una cesta de monedas; (b) países cuyo sistema de tipos de cambio tiene limitada la flexibilidad en términos de otra moneda o de una cesta; y (c) países con sistema de tipos de cambio más flexibles (Edwards, 1996). No obstante, el estudio de Edwards sigue siendo sobre una clasificación *de iure*.

En sentido contrario aparecen dos publicaciones recientes, Reinhart & Rogoff (2002) y Levy-Yeyati & Sturzenegger (2002), que ofrecen unas clasificaciones *de facto* basadas en comportamientos demostrados, para evitar los miedos mencionados anteriormente.

Pero, ¿por qué es tan importante la elección del régimen de tipo de cambio? En las propias palabras de Klein & Marion, porque va a ser un factor fundamental para poder entender mejor los factores que incidirán en su duración (Klein & Marion, 1997)²⁶. Sin embargo, el número y clasificación de los mismos varía substancialmente con la literatura.

Por ejemplo, según Levy-Yeyati, Sturzenegger & Reggio () se habrían identificado cinco aproximaciones teóricas para determinar la elección de un régimen de tipo de cambio óptimo, que serían i) la teoría de las áreas de moneda óptima; ii) la política de tipo de cambio y la absorción de choques nominales y reales; iii) las reglas del tipo de cambio como “soporte político” (*policy crutch*) en economías con poca credibilidad; iv) la “trinidad imposible” (*unholy trinity*)²⁷ debido a una creciente globalización financiera; y v) la exposición de un “efecto balance” (*balance sheet effect*)²⁸ a las variaciones del tipo de cambio en economías financieramente dolarizadas; siendo considerados tradicionales los dos primeros y modernos los demás (Levy-Yeyati, Sturzenegger & Reggio,). En cambio, para Blomberg, Frieden & Stein (2003), los factores macroeconómicos afectarían claramente a la habilidad de los gobiernos para determinar la elección de un régimen de tipo de cambio, pero se debería además parar mientes a los factores políticos. A nuestro parecer y con ánimo de integración de otras clasificaciones (como Frieden, Ghezzi & Stein (1999) o Edison & Melvin (1990), entre otros), se hallan seis (6) factores. A saber: de estructura económica, condiciones macroeconómicas, políticos, organizacionales, históricos e institucionales.

²⁶ “... more attention needs to be given to what occurs in the early months of a peg in order to understand better the factors that influence its duration” (Klein & Marion, 1997: 403)

²⁷ Se entiende por “trinidad imposible” la imposibilidad por parte de un autoridad financiera de conseguir a la vez un tipo de cambio fijo, una política orientada hacia objetivos domésticos y una movilidad perfecta de capitales internacionales.

²⁸ Se entiende por “efecto balance” la incidencia negativa que se produce sobre la inversión privada al practicarse una devaluación debido a la quiebra de empresas o de aumentos en el endeudamiento de las mismas.

2.2.1.1. Estructura Económica

2.2.1.1.1. Áreas Monetarias Óptimas (Optimum Currency Area)

Existe un cierto consenso en la literatura de la elección de sistemas de tipos de cambio que la teoría de las áreas monetarias óptimas (*Optimum Currency Area*; OCA) ofrece la primera referencia importante, al dar una serie de criterios objetivos para responder a la cuestión de si el régimen de tipo de cambio debe ser fijo o flexible (Edison & Melvin, 1990; Frieden & Stein, 2000; Klein & Marion, 1997; Setzer, 2004; entre otros).

Por esa razón, el primer grupo de factores que potencialmente inciden en la elección del régimen del tipo de cambio estarían relacionados con las características geográficas, de comercio y de movilidad de los factores (capital y trabajo) identificadas por las OCA. Esta aproximación al dilema fijo *versus* variable ponderaría las ganancias de comercio y bienestar de una posible estabilidad del tipo de cambio contra los beneficios de una flexibilidad de los tipos de cambio como mecanismo de ajuste ante shocks asimétricos en la presencia de rigideces nominales. Los beneficios de un régimen de tipo de cambio fijo aumentarían con la integración económica, puesto que la eliminación de la volatilidad del tipo de cambio permitiría una elevada reducción de los costes de transacción y de la incertidumbre (McKinnon, 1962). Por otro lado, los costes de un tipo de cambio fijo estarían basados en la pérdida de una herramienta (el tipo de cambio precisamente) como mecanismo de ajuste. Por tanto, si la posibilidad de este tipo de choques es baja o el daño que causaría es pequeño o existen mecanismos alternativos, como la movilidad de los factores (sean de capital o de trabajo) (Mundell, 1968), estos costes serán bajos y la economía puede permitirse renunciar el tipo de cambio como mecanismo de ajuste.

De acuerdo con este argumento, las características de un país que favorecería un tipo de cambio más estable (fijo) serían la apertura, su pequeño tamaño y su concentración geográfica del comercio (Levy-Yeyati, Sturzenegger & Reggio,). Sin embargo, estudios posteriores (Krugman, 1995) no consideran la teoría de OCA como la más adecuada para explicar la decisión de la estructura del tipo de cambio. Éstos se fijarían mucho más en una visión microeconómica, de la que prácticamente se desconoce todo (Krugman, 1995)²⁹.

2.2.1.1.2. Estabilización de choques macroeconómicos

Otro posible grupo de factores que explicarían la decisión de la elección del régimen de tipo de cambio, sería la utilización del mismo como mecanismo de estabilización de la economía ante shocks que ésta podría recibir. En estas teorías la pregunta que se realizaría el gobierno en el caso teórico que se produjera esa situación sería ¿qué sistema nos proveerá de una mejor asignación de recursos y cuál protegerá mejor a nuestra economía de los shocks, sean domésticos o extranjeros? (Edison & Melvin, 1990).

²⁹ “We know almost nothing about the microeconomic side of the comparison. What we say about the microeconomics is a matter of metaphor and slogans rather than worked-out models” (Krugman, 1995:20).

En ese sentido, del modelo tradicional Mundell-Fleming-Dornbusch, se obtiene el familiar argumento de que, para minimizar las fluctuaciones de la producción, los tipos de cambio fijos serían los preferidos si los shocks nominales fueran la principal fuente de la distorsión en la economía, mientras los tipos de cambio flexibles serían los elegidos si los shocks fueran reales (Levy-Yeyati, Sturzenegger & Reggιο, ;Ghosh, Goulde & Wolf, 2002) o que grandes shocks monetarios domésticos y pequeños shocks de precios externos harían más proclive a la fijación mientras que pequeños shocks monetarios domésticos y grandes de precios externos harían decantar la balanza hacia la flotación (Edison & Melvin, 1990).

2.2.1.1.3. El Efecto Balance y el Pecado Original

Cierta literatura reciente, sobretodo aquella relacionada con algunos aspectos de los ataques especulativos de tercera generación (analizada posteriormente en esta misma memoria) ha recalcado que el “efecto balance” (*balance sheet effect*) en economías fuertemente dolarizadas, podía ser un elemento crítico para la elección de los regímenes de los tipos de cambio.

En particular, economías con importantes pasivos extranjeros (públicos o privados) podrían ser más proclives a fijar el tipo de cambio (*de iure o de facto*) debido al desajuste de moneda inherente (*currency mismatch*) y al impacto de una depreciación nominal de la moneda sobre la solvencia de las instituciones financieras (Levy-Yeyati, Sturzenegger & Reggιο,). Es decir, aquellos países fuertemente dolarizados fruto del “pecado original” (*Original Sin*)³⁰ (Eichengreen, Hausmann & Panizza, 2003) deberían ser más propensos a un tipo de cambio fijo debido al efecto negativo de las fluctuaciones del tipo de cambio en la carga de la deuda de empresas públicas y privadas y, por extensión a la solvencia de sus bancos (Krugman, 1999). Por ejemplo, si una empresa argentina contrata un préstamo en dólares porque el mercado de capitales interno no tiene liquidez en moneda nacional y el mercado externo solamente le ofrece esa posibilidad, una posible devaluación del peso frente al dólar incrementaría fuertemente su nivel de endeudamiento, llegando incluso a la posición de suspensión de pagos o quiebra. La quiebra o suspensión de pagos de la empresa, si es un fenómeno generalizado, afectaría negativamente a la inversión privada y actividad económica en general, y en última instancia, a los bancos nacionales dado que indirectamente se produciría un incremento del volumen de impagados, llegando en el último extremo a la quiebra bancaria.

2.2.1.2. Condiciones macroeconómicas

2.2.1.2.1. Credibilidad Anti-inflacionaria

Otra larga lista de literatura ha enfatizado las ganancias de credibilidad de adoptar un tipo de cambio fijo. Un argumento de los utilizados ha sido que los gobiernos que en sus economías tienen una baja inflación pero con una pobre credibilidad institucional y que tienen que encarar la tarea de convencer al público de su compromiso con la estabilidad

³⁰ Se entiende por “pecado original” la imposibilidad de endeudamiento por parte de los agentes públicos o privados en su propia moneda.

nominal, pueden adoptar el tipo de cambio fijo como “soporte político” para contener las expectativas inflacionarias (Levy-Yeyati, Sturzenegger & Reggio,).

Otro argumento esgrimido ha sido el del anclaje nominal (*nominal anchor*). Esas situaciones serían opuestas a las anteriores; es decir, países con largos historiales de elevada inflación podían estar tentados de utilizar un tipo de cambio fijo como anclaje nominal para bajar la inflación (Frieden & Stein, 2000).

Esto daría lugar a que la relación entre la inflación y la elección del tipo de cambio tuviera forma de U, con tipos de cambio fijos más probables de ser adoptados en condiciones de muy baja o muy elevada inflación (Frieden & Stein, 2000).

Sin embargo, Hefeker (1996) no parece estar de acuerdo con esas consideraciones al manifestar sus dudas acerca de por qué debería una política de anclaje a una moneda de baja inflación ser más confiable que una política cuyo objetivo fuera el mantener una baja tasa de crecimiento monetario bajo un régimen de cambio flexible (Hefeker, 1996)³¹.

2.2.1.2.2. Flexibilidad *versus* Estabilidad

Un supuesto fundamental en el modelo teórico de economía abierta, tipo Mundell-Fleming-Dornbusch, es la movilidad perfecta del capital, lo que implica necesariamente un arbitraje de los tipos de interés internacionales (*uncovered parity interest*). Esta implicación ha dado lugar a la trinidad imposible (*unholy trinity*), consistente en que un país sólo puede conseguir a la vez dos de los tres objetivos de la lista siguiente: tipo de cambio fijo, política monetaria orientada hacia objetivos domésticos y movilidad perfecta de capitales internacionales (Krugman & Obstfeld, 2000; entre otros).

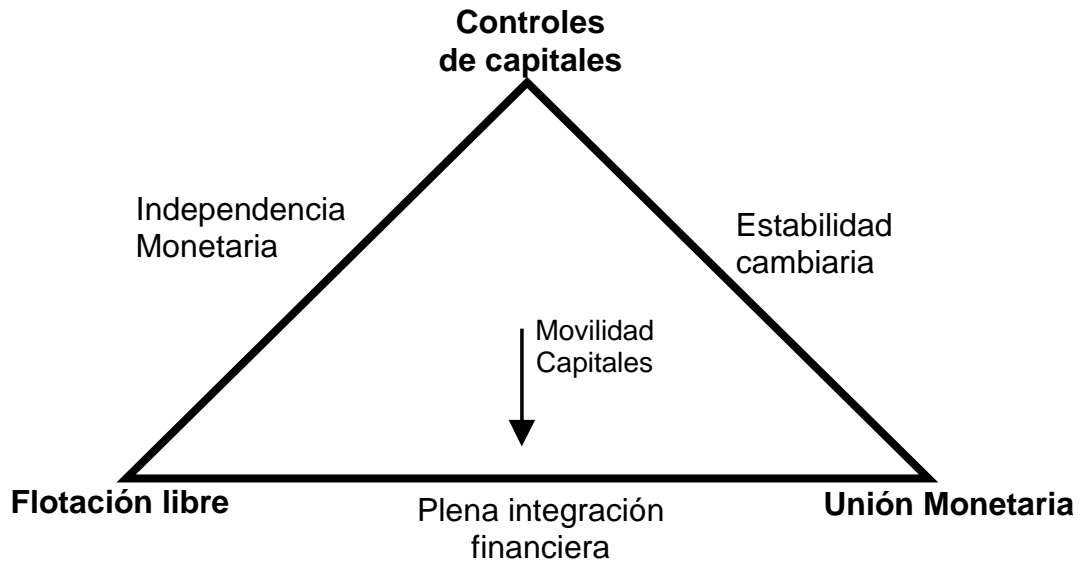
Si en los últimos tiempos, la globalización financiera ha conseguido una mayor movilidad del capital internacional (Levy-Yeyati, Sturzenegger & Reggio,), de ello se derivaría que la elección se produciría entre una política monetaria autónoma o un tipo de cambio fijo (Eichengreen, Tobin & Wyplosz, 1995; Ghosh, Gulde & Wolf, 2002). Esta argumentación reforzaría la llamada visión bipolar (*bipolar view*), por la que en los países emergentes serían menos viables los regímenes intermedios (Summers, 2000; Fisher, 2001). En ese mismo sentido, Sebastian Edwards (1996) plantea el dilema en términos de “flexibilidad” (*flexibility*) *versus* “credibilidad” (*credibility*), respectivamente; mientras Frieden & Stein (2000) hablan de flexibilidad y “estabilidad” (*stability*). Frieden, Ghezzi & Stein (1996) hablarían de tres valores entre los cuales los políticos deberían elegir y valorar las interrelaciones en la elección de su sistema de tipo de cambio: credibilidad, flexibilidad y estabilidad (Frieden, Ghezzi & Stein, 1996)³². Un paso más darían Blomberg, Frieden & Stein (2003), cuando al explicitar los dos niveles de decisión (régimen y nivel), establecieron también dos conjuntos de *tradeoffs*: estabilidad y flexibilidad, por un lado (régimen) y competitividad (*competitiveness*) y paridad del poder adquisitivo (*power purchasing parity*), por el otro (nivel); llegando

³¹ “Why should a policy of pegging to a low-inflation currency be more reliable than a policy of maintaining a low growth rate for the domestic money stock under a regime of floating rates?” (Hefeker, 1996: 361)

³² “... three values among which policy makers must make tradeoffs in choosing their exchange rate arrangement: credibility, flexibility and stability” (Frieden, Ghezzi & Stein, 1996:4)

incluso a una síntesis: competitividad *versus* credibilidad antiinflacionaria (*anti-inflationary credibility*).

Figura 3: La Trinidad Imposible (de J. Frankel)



Fuente: J. Frankel, *El eterno Triángulo*

No obstante, en lo referente a la elección del régimen del tipo de cambio, Calvo & Reinhart (2002)³³ y Frankel (1999) mantendrían que los sistemas intermedios no han desaparecido.

2.2.1.3. Políticos

Llegados a este punto podríamos considerar finalizado el repaso a la aproximación económica neoclásica de la elección del tipo de cambio. El supuesto que subyace a toda esta nueva aproximación es la consideración que la política cambiaria es realizada por gobiernos, y éstos operan en un contexto político determinado, por lo que sería enormemente interesante considerar la política económica de la elección del régimen de tipo de cambio, puesto que los modelos tradicionales no incorporaban esas consideraciones (Collins, 1996).

2.2.1.3.1 Motivos Partidistas (condicionantes de adscripción política)

Esta aproximación iniciada por Hibbs (1977) parte de la base que los partidos ideológicamente de derechas tienen fuertes lazos con los sectores financieros y por tanto, con objetivos cercanos al mantenimiento (estabilidad) de los precios, mientras partidos más de izquierdas estarían con los trabajadores y sindicatos y más propensos a

³³ “The middle has not disappeared” (Calvo & Reinhart, 2002: 404).

objetivos de pleno empleo y distribucionales. Por tanto, los gobiernos de partidos considerados de “izquierda” serían más propensos al establecimiento de un régimen de tipo de cambio variable, mientras los de derecha serían más proclives a un tipo de cambio fijo. Esto es debido a la elección entre flexibilidad y estabilidad que se ilustró en un punto anterior en esta misma memoria.

Interesante en este campo es la aportación de Alesina (1987), quien manifiesta que aunque inicialmente los partidos no actúen como se espera de ellos, el mercado acabará ajustado sus expectativas, dando lugar a una profecía autocumplida (*self-fulfilling prophecy*). Eso se produce a través de la menor credibilidad que suelen tener los partidos de “izquierda” para evitar la inflación.

En su publicación, Alesina muestra cómo los agentes dan una mayor probabilidad a una política monetaria laxa a un gobierno izquierdista que a uno de derechas, y esa presunción es incompatible con el mantenimiento de un tipo de cambio fijo. Esa política monetaria lleva aparejada la inflación y con ella una presión sobre el tipo de cambio real. Ese mismo mecanismo hace que los agentes, dada la inconsistencia, empiecen a querer cambiar sus activos nacionales por activos extranjeros generando presión sobre el tipo de cambio, por lo que finalmente, el gobierno es incapaz de seguir manteniendo ese sistema de tipo de cambio.

Sin embargo, se hace preciso puntualizar que la premisa inicial de estas aproximaciones (la mayor probabilidad de persecución de ciertos objetivos por parte de distintos grupos políticos) ha perdido vigencia en los últimos tiempos. Un claro ejemplo es la política que Lula (candidato del Partido de los Trabajadores) implantó en Brasil.

2.2.1.3.2. El período electoral (Timing Elections)

Algunos autores destacan que los ciclos presupuestarios son consecuencia de acciones oportunistas dirigidas a maximizar las posibilidades de reelección de un determinado gobierno (Nordhaus, 1975). La base de dicha afirmación se encuentra en que la probabilidad de reelección es mayor si la economía se encuentra en una época de “vacas gordas” (como en el sueño del faraón), es decir próspera, que si está en una época de “vacas flacas”. Esta situación se produce porque los ciudadanos con derecho a voto tienden a expresar insatisfacción cuando la economía se halla en recesión responsabilizando al gobierno de ello y por tanto, no votándole en las elecciones; y viceversa. Por tanto, la influencia de los tipos de cambio en los indicadores clave de nivel de precios, empleo y renta real, el régimen de tipo de cambio puede ser un valor estratégico para los políticos al maximizar sus preferencias de reelección.

2.2.1.3.3. Número de jugadores con derecho a veto

El número de jugadores con derecho a veto se refiere a el número de organizaciones (instituciones en el original) o partidos cuyo acuerdo es necesario para un cambio de política (Tsebelis, 1995)³⁴. Inicialmente a más número de jugadores con derecho a veto, mayor es la probabilidad de que se establezca un tipo de cambio flexible (Frieden,

³⁴ “A number of institutional or partisan actors whose agreement is necessary for a change of policy” (Tsebelis, 1995: 88)

Ghezzi & Stein, 1999), debido a que las políticas que deben ser adoptadas para el mantenimiento de un tipo de cambio fijo son poco rentables políticamente por lo que siempre existe un grupo dispuesto a abandonar esa posición.

Los análisis de Bernhard & Leblang (1999) planteaban la cuestión de forma contraria, es decir, que un mayor número de organizaciones con derecho a veto incrementaba la probabilidad del establecimiento de un tipo de cambio fijo. Ese enfoque era debido a la idea que un pequeño cambio en los votos podía tener un enorme reflejo en la composición de la cámara, los gobiernos querían mantener un control sobre el tipo de cambio, y por esa razón, se inclinarían más hacia un sistema de tipo de cambio fijo. No obstante, hallazgos empíricos soportarían la teoría de Frieden, Ghezzi & Stein (Clark, 2002).

2.2.1.3.4. Tipo de sistema político

Esta aproximación está muy ligada a la anterior sólo que en lugar de hacer hincapié en las organizaciones, se basa en la forma de gobierno. Las organizaciones que aquí se especifican deben ser entendidas bajo los parámetros de Douglass C. North; es decir como jugadores, mientras las instituciones serían las reglas de ese juego. Las instituciones en ese sentido, serían fronteras humanamente construidas para estructurar la interacción entre las personas (North, 1993)³⁵.

En este enfoque, Bernhard & Leblang (1999) y Setzer (2004) sugieren que los países con formas de gobierno autocráticas es más probable que establezcan estructuras de tipo de cambio fijo que los países democráticos, con razones parecidas a las que se esgrimieron en epígrafes precedentes.

2.2.1.4. Organizacionales

Por organizacionales, como se ha especificado, se entienden aquellos factores que hacen referencia a las organizaciones en el sentido de Douglass C. North, es decir, factores derivados de jugadores que actúan guiados por instituciones. Ello es debido a que las instituciones (tal y como se entienden en la presente memoria) serían fronteras construidas por la mente humana para estructurar la interacción entre individuos. Ellas están compuestas por fronteras formales (reglamentos, leyes, constituciones) e informales (normas de conducta, convenciones y códigos de conducta autoimpuestos), y sus “características pulsoras”. Todas juntas, definen la estructura de incentivos de las sociedades y específicamente de las economías (North, 1993)³⁶.

³⁵ “Institutions are the humanly devised constraints that structure human interaction” (North, 1993).

³⁶ “Institutions are the humanly devised constraints that structure human interaction. They are made up of formal constraints (rules, laws, constitutions), informal constraints (norms of behavior, conventions and self-imposed code of conduct), and their enforcement characteristics. Together they define the incentive structure of societies and specifically of economies” (North, 1993).

2.2.1.4.1. Grado de independencia del Banco Central

El Banco Central de un país es una organización clave en el establecimiento de un régimen de tipo de cambio, y por tanto, su independencia o no, es un factor fundamental para la toma de decisiones. En ese sentido, uno podría pensar que en los países en los que el banco central es el encargado de fijar la política cambiaria y tiene como objetivo prioritario la estabilidad de precios, serían más propensos a adoptar un tipo de cambio fijo (Frieden, Ghezzi & Stein, 1999). La justificación se realiza a través de la renuncia por parte de los políticos a una parte de su poder y, en consecuencia de la delegación de la tarea política a una agencia independiente. Sin embargo, la autonomía de un banco central puede ser visto como un medio para proveer credibilidad, por lo que, una vez conseguida la credibilidad, podría más fácilmente adoptarse un tipo de cambio variable (Frieden, Ghezzi & Stein, 1999; Hefeker, 1996).

En resumen, parece no haber acuerdo en la literatura acerca de la influencia de la autonomía del banco central en el establecimiento de un determinado régimen de tipo de cambio (Setzer, 2004).

2.2.1.4.2. Grupos de Interés

El tipo de cambio tiene poderosos efectos sobre los precios relativos, y consecuentemente tiene cierta repercusión en la redistribución de la renta de un país. Por esa razón, afecta a los intereses de distintos grupos. Por ejemplo, dado que la volatilidad del tipo de cambio puede ser elevada, su inestabilidad puede influenciar al comportamiento empresarial, y grupos de interés que prefieran un tipo de cambio fijo pueden ser encontrados en aquellos sectores expuestos al comercio internacional (Frieden & Stein, 2000; Hefeker, 1996).

No obstante, aquellos sectores financieros, comerciales y endeudados en moneda extranjera seguramente preferirían un tipo de cambio fijo (Frieden & Stein, 2000)³⁷. Por ejemplo, parece razonable pensar que los productores de bienes exportables deberían estar a favor de un sistema de tipo de cambio que evitara la apreciación real; sin embargo, existen potenciales complicaciones que son más complejas que estas expectativas simplistas, como por ejemplo, sería la incidencia de una política comercial fuerte, más allá de los términos relativos de intercambio (Frieden, Ghezzi & Stein, 1999). Otro ejemplo sería un país cuyas exportaciones principales son de productos primarios, puesto que el precio de los mismos suele fijarse internacionalmente y en términos de una “moneda fuerte” (*hard money*), como el dólar o la libra. Por tanto, una devaluación no implicaría un aumento del volumen de exportaciones sino únicamente un aumento de su valor en moneda nacional.

2.2.1.5. Agonía³⁸ de las instituciones

En otras ocasiones, el “peso de la Historia” es el que tiene una influencia decisiva para la adopción de una determinada política cambiaria. Por ejemplo, existe un amplio consenso en que la precipitada vuelta al patrón oro, después de la primera guerra

³⁷ Para un listado exhaustivo de sectores ver Frieden, 1994.

³⁸ Agonía en el sentido griego de ἀγωνία, es decir, lucha, contienda, disputa ἀγωνία.

mundial se debió a la añoranza que sentían las gentes a pasadas épocas mejores (Eichengreen, 1996; Tortella, 2000), es decir, añoranza de instituciones sólidas y seguras.

2.2.1.5.1. Externalidades de red (*Network Externalities*)

Las acciones de un determinado país no son independientes de las tomadas por el resto de países (Eichengreen, 1996). La fuente de esta interdependencia son las externalidades de red³⁹ que caracterizan los acuerdos monetarios internacionales (Eichengreen, 1996)⁴⁰. Además, la decisión de un país en un momento concreto del tiempo depende de las decisiones tomadas por él mismo y el resto de países en momentos precedentes, por lo que la Historia tendrá un papel decisivo en la formación de dichas decisiones; de ahí, que sean “dependientes de la guía” (*path dependence*) (Eichengreen, 1996). Por tanto, la adopción del patrón oro por parte de Inglaterra (aunque fuera por azar) ha determinado toda la evolución posterior del sistema monetario internacional. O sin ir más lejos, para citar otro ejemplo, mientras se escriben estas líneas, se está planteando la entrada a la UE de Turquía, seguramente algo impensable hace cincuenta años.

2.2.1.6. Institucionales

Todos los determinantes de la estructura de tipo de cambio que se han analizado hasta ahora en el presente trabajo tendrían una característica en común: la racionalidad de los agentes que tomarían las decisiones; es decir, serían capaces de realizar correctamente el análisis coste-beneficio de cada una de las alternativas o lo que es lo mismo, valorarían los pros y los contras de cada una de las opciones, las ordenarían de mayor a menor, y escogerían aquella que les produjese una mayor satisfacción, felicidad o utilidad.

Si se tiene en cuenta que cada país tiene unas circunstancias diferentes, no existiría ningún régimen de tipo de cambio que fuera apropiado para todos los países, ni para siempre (Frankel, 1999)⁴¹.

No obstante, el proceso de toma de decisiones y los determinantes que deberían tenerse en cuenta en el mismo, serían los mencionados anteriormente, por lo que en definitiva, se podría sistematizar y/o modelizar, y por tanto, teniendo toda la información relevante se podría anticipar el sistema de tipo de cambio que adoptaría un determinado país.

Luego, ¿por qué no sucede así? Una más que probable respuesta sería que seguramente los agentes que deben tomar ese tipo de decisiones se mueven entre distintas instituciones (sean formales o informales), lo que implicaría que determinadas alternativas no fueran contempladas o que variase el peso relativo del análisis coste-

³⁹ Se entiende por externalidad de red en sentido amplio, cuando las acciones de un agente depende de las de otros.

⁴⁰ “The source of their interdependence was the network externalities that characterize international monetary arrangements” (Eichengreen, 1996:5)

⁴¹ “... no single exchange rate regime is appropriate for all countries at all times” (Frankel, 1999: 35)

beneficio de alguna de ellas, lo que conllevaría que, dependiendo del agente, algunas de las opciones que se contemplasen fueran sobrevaloradas y otras infravaloradas.

2.2.2. Ataques especulativos

Lógicamente, uno de los objetivos del establecimiento de un régimen óptimo de tipo de cambio es intentar prevenir las crisis financieras y obviamente, éstas, son un factor fundamental para poder hablar de la duración de la estructura del tipo de cambio.

Las crisis financieras (*financial crises*) serían, según Antczak (2000), disfunciones de los mercados financieros que les impediría funcionar de forma efectiva y que pueden tener grandes efectos perversos sobre la economía real. En la misma línea apuntaría Portes (1998) cuando define una crisis financiera como una perturbación de los mercados financieros que rompe la capacidad de los mercados para asignar el capital y realizar funciones de intermediación financiera, lo que conduce a un descenso de la inversión. Sin embargo, DeLong (2002) matizaría esas definiciones al determinar la existencia o no de la crisis, dependiendo del número de bancos y empresas que fueran insolventes.

Según Antczak (2000), existirían una amplia tipología de crisis, no mutuamente excluyentes que serían las crisis cambiaria (*currency crisis*), bancaria (*banking crisis*), de deuda (*debt crisis*) y de balanza de pagos (*balance of payment crisis*).

Si no se ha encontrado una definición formal de una crisis financiera (Krugman, 2000), lo mismo ocurre con sus posibles tipos. Una crisis cambiaria, siempre en palabras de Antczak, se produce al sufrir la moneda doméstica un ataque especulativo. El FMI puntualizaría un poco más al decidir que se produce una crisis cambiaria cuando de resultas de un ataque especulativo sobre el tipo de cambio se produce una devaluación (o fuerte depreciación) de la moneda o se fuerza a las autoridades a mantener la misma gastando grandes volúmenes de divisas o incrementando fuertemente los tipos de interés (FMI, 1998). La crisis bancaria se refiere a la actual o potencial retirada masiva de depósitos (*bank runs*) o quiebras que induce a los bancos a suspender la convertibilidad interna de sus pasivos o que compele a las autoridades monetarias a intervenir para prevenir un colapso dando asistencia a gran escala (para más información, Daniel, 2003; Daniel & Jones, 2003; Kaminsky & Reinhart, 1996). La crisis de la deuda es una situación en la cual un país no puede hacer frente a sus obligaciones domésticas o extranjeras, o ambas, sean públicas o privadas. Una crisis de balanza de pagos es un desajuste estructural entre el déficit por cuenta corriente (absorción) y la cuenta financiera y de capital (fuentes de financiación) que después de acabar con las reservas internacionales, conduce a una crisis cambiaria. Ésta (*currency crisis*) por tanto, puede ser la consecuencia o la causa de perturbaciones en los mercados financieros. Por esa razón, es la llave para cada categorización de crisis financieras.

En esa misma línea, el FMI puntualiza que una crisis financiera puede conllevar una crisis cambiaria, pero que una crisis cambiaria no tiene por qué conducir necesariamente a una crisis financiera del sistema (IMF, 1998)⁴².

Luego, ¿cómo se puede determinar cuando se ha producido una crisis cambiaria? Según la aproximación de Frankel & Rose (1996) el indicador sería una depreciación nominal de la moneda de como mínimo un veinticinco por ciento (25%) en el año posterior a la devaluación, junto con un aumento del diez por ciento (10%) durante ese mismo año. En esa misma línea, Portes (1998) y Esquivel & Larraín (1998) consideran la existencia de una crisis sólo cuando se ha producido una variación abrupta en el tipo de cambio nominal. En ese sentido, serían crisis de éxito (por parte de los especuladores). Sin embargo, no todo cambio de régimen o del tipo de cambio nominal puede señalar una crisis. Por ejemplo, no todos los ataques especulativos (*latu sensu*) son exitosos, de ahí la aproximación a un índice de presión del mercado de cambio (*index of exchange rate pressure*) (Eichengreen, Rose & Wyplosz, 1996). Esta segunda postura tendría el apoyo del FMI (1998)⁴³ y algunos autores ya habrían realizado los primeros estudios empíricos como serían el caso de Kaminsky & Reinhart (1996).

Otra problemática haría referencia a la predicción; es decir, ¿son las crisis predecibles? La posibilidad de la predicción de crisis permanece como un gran desafío que debería suscitar mejor cooperación entre los inversores privados y los agentes responsables de política económica (Babic & Zigman, 2001). Naturalmente, la importancia del tema es muy grande (Dooley, 2000). Lestano, Jacobs & Kuper, 2003, por ejemplo, han desarrollado un sistema de advertencia temprana (*early warning system*) para la ocasión. Sin embargo, los resultados no invitan al optimismo puesto que, según parece, la única forma de predecir y por tanto evitar un ataque especulativo sería no tener una moneda independiente (el ataque no se produce porque no se tiene a qué atacar) o tenerla muy independiente (el ataque no se produce porque no hay quien la defienda) (Krugman)⁴⁴.

Finalmente, el último gran bloque de controversia, es el que está relacionado con el tema de la resolución y gestión de las crisis. Un primer aspecto sería establecer quién debe participar, es decir, qué organizaciones deberían hacerse cargo de la situación, ¿gobiernos? ¿organizaciones internacionales? ¿bancos comerciales? ¿agentes privados? ... Otro aspecto es distinguir entre la insolvencia y la iliquidez (Portes, 1998). Siguiendo un paralelismo con la nomenclatura empresarial, un deudor insolvente sería aquel que carece de patrimonio para pagar, mientras un deudor falto de liquidez, sería aquel que no tiene efectivo de forma inmediata, aunque tiene patrimonio para pagar sus

⁴² "A systemic crisis may involve a currency crisis, but a currency crisis does not necessarily involve serious disruption of the domestic payments system and thus may not amount to a systemic financial crisis" (IMF, 1998).

⁴³ "An alternative approach is to construct an index of speculative pressure that takes into account not only exchange rate changes, but also movements in international reserves or interest rates that absorb pressure thus moderate the exchange rate changes" (IMF, 1998).

⁴⁴ "How can a country ensure that it will not give in to speculative attack? It can attempt to raise the stakes, by placing the prestige of the government on the line; it can sign solemn treaties; and so on. The only absolutely sure-fire way not to have one's currency speculated against, however, is not to have an independent currency. (...) The other answer is simply not offer speculators an easy target, by refusing to defend any particular exchange rate in the first place". (Krugman, currency crises:14)

deudas en un futuro (Radelet & Sachs, 1998)⁴⁵. Sin embargo, aun cuando la falta de liquidez de un país es un concepto fácilmente medible, la insolvencia plantea numerosos problemas de orden práctico, al entrar en conflicto cuestiones no sólo de soberanía nacional, sino de la valoración de riqueza de un país.

Por todas estas cuestiones, una taxonomía de las crisis financieras sería útil (Radelet & Sachs, 1998), puesto que seguramente, distintos tipos tendrían una distinta causación, y por tanto un distinto tratamiento. No obstante, no es fácil; dado que diferentes autores han realizado distintas clasificaciones. Por ejemplo, Tugores (1997) habla de “formulación clásica” y de “formulación moderna”, o Bandt & Hartmann (2000) incluyen el análisis de Obstfeld (1986) dentro de los modelos de primera generación y los estudios de Diamond & Dybvig (1983) en los modelos de segunda; mientras Krugman, los incluye en los de segunda y tercera generación, respectivamente (Krugman, 2001). Sin embargo, actualmente empieza a existir un cierto consenso en los modelos de las distintas generaciones y sus pautas. En el presente trabajo, se seguirá la clasificación de Krugman (2001), en la que distingue los modelos de primera, segunda y tercera generación y se pregunta sobre la posibilidad de una cuarta, describiendo que lo que sugiere la tendencia seguida hasta ahora implicaría que el modelo de cuarta generación no tendría nada que ver con una crisis al uso; sino que sería un modelo de crisis financiera más general (Krugman, 2001)⁴⁶.

2.2.2.1. Modelos de primera generación

Los orígenes de los modelos de primera generación se encuentran en la *regla de Hotelling*. En 1931, Harold Hotelling, en su artículo *The Economics of Exhaustible Resources*, derivó un modelo de precios de recursos agotables bajo el supuesto que el precio del recurso se incrementaría con el tiempo hasta un punto en que no hubiera demanda. En él, se especificaba que la regla de decisión de producción sería: mantener todo el recurso si se esperaba que su precio menos su coste de extracción subiera más deprisa que la tasa de retorno de otros activos equivalentes; o extraerlo y venderlo todo si se esperaba que el precio menos el coste subiera menos que la tasa de retorno. En la misma publicación, Hotelling sugirió el establecimiento de unos comités o agencias oficiales (*commodity boards*) que regularan el precio de las *commodities* (Hotelling, 1931).

Posteriormente, Salant y Henderson (1978) analizaron el precio del oro y la problemática derivada de la anticipación del mercado a las acciones del gobierno. Concretamente, explicaron que el establecimiento de un precio de estabilización oficial que anunciara la disposición a comprar o vender el oro por parte del gobierno a un precio fijo cambiaría el comportamiento de los especuladores puesto que, mientras el precio estuviera por encima del que prevalecería en ausencia del mismo – es decir, sobre el *Hotelling path*- los especuladores venderían sus tenencias al darse cuenta que no podrían esperar realizar sus ganancias. Entonces, el comité se encontraría

⁴⁵ “An insolvent borrower lacks the net worth to repay outstanding debts out of future earnings. An illiquid borrower lacks the ready cash to repay current debt servicing obligations, even though it has the net worth to repay the debts in the long term” (Radelet & Sachs, 1998: 5)

⁴⁶ “...what this suggest is that a fourth generation crisis model may not be a currency crisis model at all; it may be more general financial crisis model in which other asset prices play the starring role” (Krugman, 2001:2)

adquiriendo una gran cantidad del recurso (stock). Sin embargo, al incrementar el precio por encima del precio oficial y en ausencia de un mecanismo de estabilización, los especuladores empezarían a comprarlo y si el comité continuase tratando de estabilizar el precio, pronto se encontraría –instantáneamente en el modelo teórico- con sus stocks agotados (Salant & Henderson, 1978).

Finalmente, Krugman (1979) propuso aplicar el modelo de Salant & Henderson al análisis de los ataques especulativos, no con agencias oficiales que trataran de estabilizar el precio de las *commodities*, sino con bancos centrales que trataran de estabilizar los tipos de cambio. En palabras del propio Krugman, los modelos de primera generación eran vistos esencialmente como modelización de los esfuerzos del banco central para mantener el tipo de cambio fijo utilizando sus reservas de divisas (Krugman, 2001).

Los llamados modelos de primera generación colocan el énfasis en el papel de un gobierno excesivamente endeudado, donde las autoridades están defendiendo un tipo de cambio fijo con un stock limitado de reservas. De esta manera, se pone de manifiesto que la capacidad de un banco central para evitar la depreciación de la moneda nacional está condicionada por su dotación de reservas internacionales. Políticas fiscales y monetarias laxas generan inflación, y con un tipo de cambio nominal fijo, la competitividad se ve mermada al aumentar el tipo de cambio real. Esto conlleva una ampliación del déficit comercial y un eventual reconocimiento en los mercados financieros de que las autoridades no poseen suficientes reservas para mantener el tipo de cambio fijo. Cuando el stock de reservas cae por debajo de cierto nivel crítico, los intentos de los inversores para anticipar la inevitable devaluación generan un exitoso ataque especulativo en forma de salida de capitales. Por tanto, el factor explicativo de la pérdida de reservas que conduce a la crisis es la aceleración en la expansión del crédito interno derivado de la monetización recurrente de déficits fiscales.

Uno de los aspectos más destacados de este enfoque de los ataques especulativos es postular que la defensa del tipo de cambio sucumbirá no tanto cuando la dotación de reservas sea nula, sino en un momento anterior, cuando los inversores pierden la confianza. Sin embargo, la no linealidad del modelo hacía imposible la predicción del tiempo del colapso para el sistema de tipo de cambio fijo.

El trabajo de Krugman fue posteriormente extendido y simplificado por varios autores. Flood & Garber (1984) construyeron un modelo lineal simplificado e introdujeron una componente estocástica, a partir de la definición del *shadow exchange rate*. Connolly & Taylor (1984) analizaron un régimen de “crawling peg” y pusieron de manifiesto el comportamiento de los precios relativos de los bienes comerciables que precede al colapso del régimen de tipo de cambio.

El modelo de Krugman y sus extensiones representan lo que se ha venido en conocer como modelos de primera generación de las crisis de balanza de pagos y se caracterizan por utilizar la incompatibilidad de la política cambiaria con las políticas fiscales y monetarias llevadas a cabo por un gobierno como principal causa de la crisis⁴⁷. Aunque Krugman se pregunta por la existencia de una cuarta generación, merece la pena

⁴⁷ Ver Agenor, Bhandari & Flood (1992) para una discusión de los modelos de primera generación de las crisis de balanza de pagos y Antzacak (2000) y Dooley (2000) para extensiones de esos modelos.

destacar ciertas características de estos primeros modelos (Krugman, currency crises; Krugman, 2001). En primer lugar, la causa principal de la crisis es la mala política gubernamental. En segundo, la duración del régimen cambiario depende de la capacidad del Banco Central para defenderlo y ésta a su vez, de la dotación de reservas. Luego, la crisis es determinista; es decir, es inevitable dadas ciertas políticas y su evolución temporal (*timing*) es, en principio predecible. Además, los movimientos de capitales no son fruto de la irracionalidad de los inversores o de la manipulación de los mercados. Finalmente, no causaría ningún daño al sector real de la economía, puesto que la crisis se debe a una corrección de los factores estructurales de la economía.

Sin embargo, en el plano teórico, los modelos de primera generación eran bastante rígidos al contemplar el funcionamiento del Banco Central de forma mecánica, mientras en el plano práctico, no pudieron explicar el colapso de facto del *European Exchange Rate Mechanism* en 1992 (Chote, 1998). Por esta razón, los economistas diseñaron los modelos de segunda generación.

2.2.2.2. Modelos de segunda generación

Los modelos de segunda generación, por tanto, fueron desarrolladas después de los ataques especulativos de los 90 en Europa (1992) y en México (1994). En éstos se hace especial hincapié en la interrelación entre el comportamiento del sector privado y las decisiones que toma el sector público. Dos características difieren de los modelos previos: las crisis ya no son el resultado de una mala política gubernamental y desaparece su carácter determinístico. No obstante, un punto permanece: si el ataque especulativo consigue modificar el régimen del tipo de cambio, éste no implica necesariamente un shock ni en el empleo ni en la producción (Krugman, 2001). Por tanto, desde este punto de vista los ataques especulativos parecen estar menos ligados a los fundamentos económicos. Es decir, en estos modelos no son los fundamentos los que originan las crisis, sin embargo, son los que permiten hacerlas posibles (Herrarte, Medina & Otero, 2000).

En estos análisis se parte de un papel fundamental de las expectativas de los operadores en los mercados financieros. En una amplia variedad de escenarios, una economía no estaría en condiciones suficientemente sólidas para ser invulnerable, ni tan paupérrimas como para que el ataque fuera inevitable, sino que existiría una amplia “zona gris” en la que si las expectativas de los operadores son de, por ejemplo, una devaluación, las ventas masivas de la moneda provocarían la misma; mientras que si las expectativas fueran en sentido contrario, no existiría el ataque y la moneda se mantendría. En ambos casos, los operadores verían confirmadas sus expectativas, de ahí el epíteto de *self-fulfilling* (autocumplidas). El modelo de segunda generación que propone Obstfeld (1994) asume que la especulación contra la moneda crea condiciones económicas objetivas que hacen la devaluación más probable.

El modelo, para reflejar este análisis, utiliza la teoría de juegos, definiendo un juego no cooperativo y en forma normal, con tres jugadores: las autoridades que posee un stock finito de reservas para defender el régimen de tipo de cambio y dos operadores-especuladores. Además, requiere tres condiciones: una razón para que las autoridades abandonen el tipo de cambio “fijo”, una razón para defenderlo, y un aumento de los

costes de defender el régimen de tipo de cambio cuando el colapso es anticipado o auto-provocado (Krugman, currency crises).

Con estos requerimientos, Obstfeld (1996) plantea tres posibilidades: i) Un juego con reservas altas, es decir, la dinámica del ataque especulativo cuando la paridad es creíble; ii) un juego con reservas bajas, y por tanto, la dinámica del ataque especulativo cuando la paridad no es creíble; y iii) un juego de reservas intermedias (híbrida entre las dos situaciones anteriores) en la que se da una multiplicidad de equilibrios, o sea, una dinámica del ataque especulativo en un contexto de equilibrios múltiples. Imagínese la siguiente situación: los dos jugadores tienen activos financieros en moneda nacional por valor de 6, mientras las reservas internacionales del banco central son de 10. Con esos datos, se dan las siguientes posibilidades:

Figura 4: Juego formal de un ataque especulativo

		AGENTE II	
		Mantener activos (No atacar)	Vender Activos (Atacar)
AGENTE I	Mantener activos (No atacar)	0,0	0, -1
	Vender Activos (Atacar)	-1,0	3/2, 3/2

En este juego se producirían dos equilibrios de Nash; que los dos agentes mantengan los activos, luego no ataquen y se mantenga la paridad del tipo de cambio o que los dos vendan los activos, por tanto ataquen y que el banco central ante la imposibilidad de mantener el tipo de cambio tenga que devaluar.... pero en la medida en que la información es perfecta y se trata de un juego de una sola vez no es posible conocer *a priori* cuál será la pauta de comportamiento del otro agente y por tanto, el resultado final del juego.

En estos planteamientos, los gobiernos se enfrentan continuamente a un *trade-off* entre continuar cumpliendo con el régimen de tipo de cambio o no. Por ejemplo, se asume que si la dura política monetaria requerida para mantener un tipo de cambio provoca un aumento del paro, el mercado deducirá que el coste político de un mayor paro sobrepasará los beneficios políticos y económicos de mantener la paridad (Chote, 1998).

Las características de estos modelos serían que el señoreaje⁴⁸ ya no es un aspecto relevante, que las crisis dejan de ser un fenómeno necesario, que la responsabilidad del ataque especulativo se desplaza hacia los agentes financieros que operan en el mercado de divisas y que las crisis no comportan un shock real negativo (Krugman, 2001).

⁴⁸ Se entiende por "señoreaje" al beneficio que resulta de la diferencia entre el coste de imprimir dinero y el importe nominal (*face value*) de ese dinero.

Paul Krugman, entre otros, ha defendido que ni los modelos de primera ni los de segunda generación explican razonablemente bien las crisis asiáticas de 1997-1998. Además, ese autor opina que aunque los detalles de los modelos de segunda generación pueden ser muy diferentes de los modelos originales (primera generación), sus resultados en términos generales son muy parecidos: una crisis cambiaria es esencialmente el resultado de unas políticas inconsistentes con el mantenimiento en el largo plazo de un tipo de cambio fijo. Según su parecer, los mercados financieros simplemente fuerzan esa situación y en realidad deben hacerlo, en tanto en cuanto los inversores observen el mercado y sean consecuentes. Sin embargo, reconoce que hay cierto número de circunstancias en que los mercados financieros no están exentos de culpa. De entre ellos destaca, las profecías autocumplidas, el efecto “rebaño” (*herding*), el contagio y la manipulación del mercado (Krugman, currency crises)⁴⁹.

Todas ellas tienen en común el comportamiento de los agentes, en que una oleada de órdenes de venta de las monedas nacionales, cualquiera que sea la causa inicial, puede ser magnificada a través de la imitación o de la generación de expectativas hasta conseguir una auténtica estampida. A esta idea se suma Hefeker (1996) cuando dice que las expectativas pueden provocar una crisis, a pesar de los fundamentos de una economía⁵⁰.

2.2.2.3. Modelos de tercera generación

Las crisis asiáticas fueron bastante diferentes de las crisis latinoamericanas de los ochenta o de la de Rusia en 1998. Su diferencia principal radica en que en esas situaciones, las políticas gubernamentales no podían considerarse inadecuadas; sino más bien todo lo contrario, eran utilizadas por analistas y organizaciones por los organismos internacionales como ejemplo a seguir para el resto de economías emergentes.

Los modelos de tercera generación se concentran en debilidades microeconómicas exageradas por la elevada movilidad del capital, que lleva a ataques especulativos contra los regímenes de tipo de cambio existentes. Además, resaltan el hecho de que existen causas reales las cuales, debido a las pobres garantías estatales y al pobre sistema bancario, se contagian al sistema financiero y por tanto al tipo de cambio también. Tanto es este énfasis sobre las causas reales que algunos autores se han planteado hablar propiamente de crisis financieras. Sin ir más lejos, el propio Krugman argumentaba que la principal crítica, si es que existe alguna, es que los modelos de tercera generación no son en realidad específicos para las crisis cambiarias (Krugman, 2001).

⁴⁹ “I have just argued that although the detailed workings of a “second generation” currency crisis model may be very different from those of the original models, their general result can be much the same: a currency crisis is essentially the result of policies inconsistent with the long-run maintenance of a fixed exchange rate. Financial markets simply force the issue, and indeed must do as long as investors are forward-looking. However, it is possible to conceive of a number of circumstances under which the financial markets are not as blameless as all that” (Krugman, currency crises).

⁵⁰ “Market participants, when expecting a future devaluation, will speculate against currency and thereby cause the devaluation immediately shows that indeed expectations can trigger such a crisis, regardless of the underlying fundamentals of the economy” (Hefeker, 1996: 363).

No obstante, si entendemos que esta tercera generación tiene identidad propia, se distinguiría de los esquemas anteriores en dos aspectos esenciales. La primera singularidad es que las crisis cambiarias y financieras se analizan como fenómenos interrelacionados. La segunda característica distintiva es que la vulnerabilidad de las economías a este tipo de pánico está estrechamente relacionada con la “hipótesis del pecado original” (*Original Sin Hypothesis*) (Eichengreen, Hausmann & Panizza, 2003) consistente en la imposibilidad de éstas economías en endeudarse a largo plazo y en su propia moneda, con lo que la probabilidad de conflicto es mayor (Ripoll, 2003).

A partir de estas consideraciones, surgen tres variantes principales de esta tercera generación. La primera hace referencia a las inversiones realizadas en un contexto determinado con la presencia de riesgo moral (*moral hazard*)⁵¹. El resultado es una excesiva deuda externa y posteriormente el colapso. Los principales exponentes de esta variante los encontramos en McKinnon & Phil (1997), en Corsetti, Pesenti & Roubini (1998) y en Krugman (1998,1999) aunque éste último hace más hincapié en el excesivo endeudamiento (*over borrowing*). En estos escenarios, los inversores presentan una tendencia a infravalorar los riesgos asociados a cualquier inversión en activos financieros y tenderán a asumir posiciones mucho más arriesgadas de lo que lo harían en otras circunstancias. Ello es debido a una hipótesis subyacente consistente en un compromiso del gobierno de compensar las inversiones que resulten fallidas⁵². De esta forma, la compensación acaba condicionando los presupuestos públicos presentes y futuros, creando un clima de incertidumbre tal que en último extremo acabará precipitando el colapso del sistema de tipo de cambio y la devaluación de la moneda nacional.

Una segunda versión, la encontramos en Chang & Velasco (1998) sobre un modelo de pánico bancario de Diamond & Dybvig (1983), que analiza la inestabilidad de los bancos con reservas fraccionarias, pero enfatizando los problemas de maduración (*maturity mismatch*); o lo que es lo mismo, una asincronía entre el período de maduración de las inversiones y el período de vencimiento de las deudas. Así, las crisis se generan por la propia dinámica de funcionamiento del sistema crediticio. Dada una situación de pánico financiero, la bancarrota del sistema crediticio y, por extensión el colapso del sistema financiero resulta de una acusada restricción de liquidez. Ello aparece cuando los bancos comerciales financian proyectos de largo plazo con préstamos a corto. Naturalmente, esa asincronía no es voluntaria sino fruto de mercados de capitales inexistentes o poco desarrollados.

Finalmente, la tercera variante hace referencia a los problemas del balance (*currency mismatch*), siendo los principales exponentes Krugman (1999) y Schneider & Tornell (2000). En este caso, la asincronía se produce entre la moneda en la que están denominadas las deudas y la moneda en la que se realizan las inversiones. Esa tendencia al endeudamiento excesivo en moneda extranjera está asociada muy a menudo, con la presencia de sistemas de tipo de cambio fijo. Este sesgo se produce al no comparar adecuadamente los beneficios de endeudarse en el exterior a unos tipos de interés más bajos con los costes que supondría una eventual devaluación de la moneda nacional.

⁵¹ Se entiende por “riesgo moral” cuando la parte asegurada cuyas acciones no se observan puede influir en la probabilidad o en la magnitud de un pago relacionado con un acontecimiento.

⁵² Debido por ejemplo a “especiales relaciones” entre las autoridades monetarias gubernamentales y directores de la banca. En la crisis asiática de 1997 se habló de *crony capitalism* en referencia a esta circunstancia.

Naturalmente, en una economía sin controles a las entradas de capitales y con un sistema de tipo de cambio fijo, el nivel de endeudamiento exterior aumentará precipitadamente durante un período de expansión económica. Sin embargo, ese mayor flujo de capitales aumentará el riesgo derivado de la devaluación, circunstancia que irá aumentando al mismo ritmo que el nivel de endeudamiento externo. En esa situación cualquier información o detalle puede precipitar una salida masiva de capitales y por tanto, una devaluación de la moneda nacional.

Las principales características de estos modelos serían que las crisis cambiarias y financieras se presentan como fenómenos interrelacionados; que las opciones de política económica son muy limitadas (si es que hay alguna); que en economías emergentes, el tipo de cambio pierde su papel de instrumento de ajuste macroeconómico para convertirse en una fuente de desestabilización muy significativa; y, finalmente, la introducción de un doble patrón de medida en los mercados financieros internacionales.

2.2.2.4. Institucionales

El mejor resumen es, quizá, recordar las palabras de Krugman (2001: 8) cuando explica que en los modelos originales de crisis, una crisis cambiaria era algo merecido, predecible y dañino; en los modelos de segunda generación es mucho menos claro que la crisis sea merecida y es impredecible; mientras que con los modelos de tercera generación, las crisis son definitivamente una mala cosa – en gran medida porque no son principalmente sobre la política monetaria.

Llegados a este punto del análisis, ¿se podría puntualizar sobre la adopción o sobre el proceso de toma de decisiones con los mismos matices que salieron a colación al hablar de la elección de un sistema de tipo de cambio? Es decir, ¿se sigue confiando en la racionalidad de los agentes económicos como una premisa básica en la construcción de los modelos? ¿se sigue entendiendo o equiparando la racionalidad a la capacidad para realizar correctamente un análisis coste-beneficio? La respuesta es, en los tres casos, afirmativa.

Luego, ¿por qué se habla de especulación estabilizadora⁵³ o desestabilizadora⁵⁴? En el primero de los casos, el especulador realiza una acción contraria al segundo caso, aunque la situación objetiva sea la misma, basándose no estrictamente en una racionalidad económica, sino en una creencia determinada (institución informal) sobre el funcionamiento del sistema.

Otra situación ejemplificadora, sería la que se produjo en la crisis asiática en 1997. En la crisis asiática, parecían existir ciertas reglas no escritas (instituciones informales) sobre la forma en que se establecía la cobertura de las inversiones (*crony capitalism*)⁵⁵

⁵³ En el sistema del Patrón Oro, como se verá más adelante, ello era debido a una creencia en la autoregulación del sistema.

⁵⁴ En el sistema de Bretton Woods, ello era debido a la creencia en que el Banco Central no podría intervenir suficientemente, produjéndose una pérdida de credibilidad.

⁵⁵ Se entiende por “crony capitalism” (expresión peyorativa) que denota un tipo de capitalismo en el que el éxito en los negocios está fuertemente correlacionado con las conexiones personales de uno.

de manera que se percibía un riesgo menor al real, con la consecuencia lógica de una sobreinversión respecto al volumen óptimo, con el resultado de todos conocido.

2.3. Área de estudio inmediata: La duración del sistema de tipo de cambio fijo

Un buen tipo de cambio es un antiguo tipo de cambio
ROBERT A. MUNDELL

En los últimos tiempos se suscitó cierto debate sobre cuál debería ser el sistema óptimo de tipo de cambio y sin llegar a ningún consenso, sí que se estableció cierta radicalización de las opciones, en el sentido de que se tendería hacia un tipo de cambio fijo o flexible, pero que irían desapareciendo de la realidad los regímenes intermedios (Fisher, 2001)⁵⁶.

Paradójicamente, una importante característica de los sistemas de tipos de cambio fijo es que contienen elementos en su interior que acortan su duración⁵⁷, por lo que se hace necesario realzar y reflexionar sobre el papel de ajuste (modificación o abandono de la paridad) del sistema. No obstante, a pesar de esa circunstancia y de su cada vez mayor importancia política, esta área de estudio está poco desarrollada (Asici & Wyplosz, 2003; Blomberg, Frieden & Stein, 2003).

Esa provisionalidad es debida rara vez a shocks macroeconómicos y en mucha mayor medida a un proceso gradual, como sería el derivado de persistentes diferenciales entre las tasas de inflación de los países que tuvieran el acuerdo cambiario. Sin embargo, la decisión de abandonar una estructura de tipo de cambio fijo es costosa políticamente (Klein & Marion, 1996; Frieden, Ghezzi & Stein, 1999) y por tanto, los gobiernos son reacios a tomar esa medida, dado que podría ser recibido por parte de sus electores como un síntoma de incompetencia.

En esa tesitura, los políticos deberán evaluar los costes y los beneficios de cada alternativa: mantener un tipo de cambio real distinto al que sería de equilibrio o modificarlo en el sentido necesario. El beneficio de abandonar la paridad es que permite un ajuste en el tipo de cambio real (en ausencia de precios perfectamente flexibles) y reduce el problema asociado con los persistentes diferenciales de inflación entre las dos monedas que tenían el tipo de cambio fijo. Por otro lado, los costes de ese abandono incluyen no sólo los costes económicos asociados a un cambio y repentino cambio en los precios relativos sino también los costes políticos y sociales relacionados con el abandono de una política tan visible (Klein & Marion, 1997)⁵⁸. Lógicamente, el criterio de valoración que se utilizará para medir los costes y los beneficios no será único. *Latu sensu*, se podrían traer a colación los mismos que se utilizaron para decidir *a priori* la elección de la estructura de los tipos de cambio; es decir, estructura económica,

⁵⁶ Ver apartado 2.1.2.2. Flexibility vs Stability.

⁵⁷ “An importance characteristic of exchange rate pegs is their impermanence” (Klein & Marion: 1996: 387).

⁵⁸ “The costs of ending a peg include the economic costs associated with a large sudden change in a set or relative prices as well as the political and social costs involved in abandoning a highly visible policy that has distributional consequences” (Klein & Marion, 1997: 389).

condiciones macroeconómicas, políticos, organizacionales, históricos e instituciones. Naturalmente, muchas de las relaciones y conclusiones que se observaron en ese apartado se podrían repetir dada la enorme interrelación que se produce entre los dos fenómenos. Por este motivo, en los siguientes apartados se hará referencia sólo a aquellos aspectos distintivos en relación a los anteriores y por tanto, mucho más específicos.

2.3.1. Estructura Económica y Condiciones Macroeconómicas

Los costes del ajuste son motivados, en buena parte por las características estructurales y coyunturales de la economía. Por el lado estructural se podría recuperar las consideraciones que hace la teoría de las OCA al respecto; mientras por el lado coyuntural, la decisión sobre cuánto tiempo debe permanecer la paridad será influenciada por el grado de desajuste del tipo de cambio real (*degree of real exchange real rate misalignment*), también denominado atraso cambiario, y por el volumen de divisas que posea el banco central como desincentivo a un posible ataque especulativo.

El atraso cambiario se define como la diferencia entre el nivel de equilibrio del tipo de cambio real y su valor actual. El problema principal de su cálculo es la imposibilidad de conocer con certeza cuál es el tipo de cambio real de equilibrio (Klein & Marion, 1997).

El volumen de divisas que posea el banco central es una medida más objetiva, aunque desde el punto de vista práctico (Portes, 1998)⁵⁹ como desde el punto de vista teórico (Rebelo & Végh, 2002)⁶⁰, la recomendación ante un posible ataque es conservar las divisas y abandonar la fijación del tipo de cambio. Sin embargo, la realidad siempre supera a las entelequias como sucede en el relato que realiza Paul Blustein (2001) de las crisis asiáticas en su libro *The Chastening* y muestra cómo la resistencia que realizaron los tigres de sus monedas fue casi numantina.

2.3.2 Políticos

La vertiente política de la duración de los regímenes de tipo de cambio fijo ha sido un aspecto tratado sólo recientemente por parte de la literatura económica, aunque se ha demostrado que el impacto de los factores políticos y organizacionales no es nada negligible (Setzer, 2004).

Ello es así porque las devaluaciones son políticamente costosas (Frieden, Ghezzi & Stein, 1999), en el sentido mencionado anteriormente, es decir, que los electores lo perciben como un signo de incompetencia. Ello es debido a que con esa medida, incrementarán el precio de los bienes importados generando inflación y por tanto, una pérdida de competitividad⁶¹. Además, si los agentes nacionales están endeudados en

⁵⁹ “Thus if attacked, it is almost always best to save the reserves and let the exchange rate go” (Portes, 1998:3).

⁶⁰ “They find that it is often optimal to abandon the peg as soon as the shock occurs” (Rebelo & Végh, 2002)

⁶¹ Este modelo supone que los precios de las exportaciones están fijados en moneda extranjera.

moneda extranjera (*balance sheet effect*), la devaluación les perjudicará gravemente. Por si fuera poco, es una política mucho más visible (Collins, 1996) que, por ejemplo, realizar un ajuste nominal parecido en un tipo de cambio que es manejado con una estructura de flotación sucia.

Por estas razones, las devaluaciones son más probables después de las elecciones que antes, dado que siempre se puede echar la culpa al gobierno anterior y consecuentemente, en los períodos electorales la probabilidad de ajuste del tipo de cambio se reduce (Frieden, Ghezzi & Stein, 1999; Blomberg, Frieden & Stein, 2003). Un buen ejemplo de esta afirmación fue México en 1994 cuando el presidente Zedillo devaluó el peso pocos días después de su toma de posesión.

2.3.3. Organizacionales

Obviamente, los grupos de interés que componen una economía tienen un peso específico enorme al tratar este tipo de cuestiones, dado que la decisión (en un sentido u otro) tiene importantes repercusiones económicas en los distintos grupos. Por ejemplo, Blomberg, Frieden & Stein (2003) explican como un incremento de la influencia política de un grupo de productores que se dedican al comerciar con el exterior provocará una disminución de la probabilidad de mantener el tipo de cambio fijo. Ello es normal dado que el desajuste en el tipo de cambio real, les dificulta las exportaciones y por tanto, conlleva una pérdida de márgenes, de mercado y, consecuentemente, de rentabilidad. De ahí la principal deducción de que países con grandes sectores manufactureros exportadores tenderán a tener sistemas de tipo de cambio fijo de una duración considerablemente menor (Blomberg, Frieden & Stein, 2003).

2.3.4. Históricos

Las acciones de un determinado país no son independientes de las tomadas por el resto de países (Eichengreen, 1996). Si la anterior afirmación era cierta en la adopción del sistema de tipo de cambio, también lo es en el momento de la ruptura. Si se analiza detalladamente el Patrón Oro y el Sistema de Bretton Woods, en 1929 y en 1973, respectivamente, se observa como el SMI va desintegrándose gradualmente a medida que los países van abandonando sus paridades, exactamente de la misma forma como lo harían las fichas de un dominó.

2.3.5. Institucionales

Este es el principal objeto del presente proyecto de investigación, por lo que se desarrollará ampliamente en los apartados posteriores. Ahora podemos comentar sin embargo, que en numerosas ocasiones ante la posibilidad de un ajuste en el tipo de cambio, sea un cambio en la paridad o un abandono del régimen de tipo de cambio fijo, la persona encargada de tomar la decisión que se presupone que es racional (en el

sentido económico del término) suele postergar el ajuste más de lo económico y socialmente deseable. La aceptación del “viejo” sistema de tipo de cambio viene normalmente por la misma razón humana de siempre: porque quería creer en el sistema y, por tanto, en las instituciones.

2.4. Conclusión

En este Capítulo se han identificado y revisado las dimensiones conceptuales y teóricas de la literatura, tanto de las áreas de estudio relacionadas, como de la más inmediata. En ambos casos se puso de manifiesto las reflexiones enumeradas en el apartado 1.3. de la presente memoria. En él se observaba que si bien la literatura sobre tipos de cambio y sobre crisis cambiarias era extensa, la que intentaba explicar las políticas cambiarias gubernamentales era más bien escasa. Además, tampoco existía un desarrollo conceptual sobre el por qué se llevaban a cabo ciertas políticas ni qué las determinaba.

Capítulo 3: Marco Conceptual y Metodología del estudio

“La locura es hacer lo mismo y esperar resultados distintos”
ALBERT EINSTEIN

3.1. Introducción

En el Capítulo anterior, después de realizar la revisión bibliográfica, se concluyó que la literatura había prestado poca atención a la explicación de la modificación de las políticas gubernamentales del régimen de tipo de cambio, así como al desarrollo conceptual sobre el por qué se llevan a cabo. En ese sentido, la memoria de tesis doctoral tiene dos propósitos: (1) proponer un marco conceptual sobre la incidencia de las instituciones en la resolución y gestión de las crisis financieras y (2) conocer, a través de un trabajo empírico exploratorio, las condiciones y los procesos a través de los que se ha llevado a cabo.

Estos objetivos han conducido a dos fases de investigación, la conceptual y la empírica que utilizan fuentes de información y métodos distintos.

3.2. Marco Conceptual

El propósito de este apartado es el diseño de un marco teórico sobre la incidencia de las instituciones en la gestión y resolución de las crisis financieras. Por esta razón, se propone un análisis que parte de una concepción general (*Teoría Cognitiva*) y termina en un contexto más concreto (*Ciencia Económica*). En primer lugar, se planteará la toma de decisiones desde la perspectiva de la ciencia cognitiva; es decir desde un punto de vista general y abstracto. Allí se observarán los tipos de problemas que existen así como los elementos característicos que los definen. Posteriormente, se describirá el mismo proceso desde la ciencia económica. Finalmente, se destacarán las principales similitudes y diferencias, y se confeccionará un marco teórico (3.2.3. El marco teórico de la investigación) sobre el que se sustentará la investigación empírica.

El filósofo Bertrand Russell explica que decayó su interés por la Economía, después de medio año de quemarse las cejas con ella, porque pensó que era demasiado simple. Paradójicamente, Max Plank desistió del estudio de esa materia debido a lo contrario, es decir, creyó que era demasiado difícil.

Probablemente, que se defina a la Ciencia Económica como algo inherentemente fácil o difícil, depende de cómo se formulen las cuestiones económicas. Si se especifica un problema y se asume la racionalidad del agente que lo tiene, normalmente se sigue una solución claramente definida. La Economía por tanto, es simple, dando la razón a

Bertrand Russell: del problema se deduce la solución. Sin embargo, y para no dejar en mal lugar a Max Plank, cómo consiguen los agentes realizar ese paso, es una caja negra (*Black Box*). Además, que los individuos puedan llegar a “esa” solución no puede ser garantizado a menos que se observe en el interior de esa caja. Pero, si tratamos de abrirla, el estudio de la Economía se vuelve extraordinariamente difícil (Arthur, 2000).

La palabra “problema” suele provocar malestar entre la especie humana, seguramente porque lo asocia a dificultad. Sin embargo, hablar de “situación” no causa tal ansiedad, aunque en ocasiones se haga referencia en ambos casos a lo mismo. Por esta razón, uno aprende que en consultoría de empresas no existen los “problemas”, sino las “situaciones con riesgo de conflictividad latente” o simple y vulgarmente, “situaciones color jarrita de Glen Miller”⁶².

Pero ¿qué es un problema? ¿qué relación existe entre la toma de decisiones y la resolución de un problema?

3.2.1. La toma de decisiones desde la perspectiva de la ciencia cognitiva

Naturalmente la resolución de un problema es un área mucho más amplia que la de toma de decisiones. Sin embargo desde la perspectiva cognitiva Simon, a partir de los trabajos desarrollados en la década de los 70 (Newell & Simon, 1972), plantea que la solución satisfactoria y eficaz de problemas desde el más elemental al más complejo e independientemente de su naturaleza (políticos, sociales, geométricos..), requiere esencialmente el uso de las mismas destrezas que la toma de decisiones. Ello es debido a que en ambos casos se implican dos momentos básicos en los que se aplican distintas habilidades tanto cognitivas como conceptuales (Robertson, 2001). En primer lugar la *comprensión*, que supone la creación de la representación mental del problema (i.e. espacio del problema), y en la que entran en juego las habilidades necesarias para la definición y formulación del problema; y en un segundo momento, la *búsqueda de soluciones* a través de ese espacio, la cual implica, secuencialmente, un proceso de *producción*, basado en la aplicación de las habilidades para la generación de posibles alternativas de solución, y un proceso de *enjuiciamiento*, que implica la actuación de las habilidades de valoración y toma de decisiones acerca de la solución a adoptar.

Eventualmente una vez alcanzada la solución esta puede ponerse en práctica, en lo que se denomina ejecución de la solución y que es preciso diferenciar de ésta. La ejecución implica, obviamente, poner a prueba la solución elegida (esto es, emprender acciones concretas para llevarla a cabo) pero también observar sus consecuencias y evaluar su eficacia, teniendo en cuenta que para que una solución se considere eficaz ha de conseguir maximizar las consecuencias positivas (beneficios) y minimizar las negativas (costes).

Con todo, la existencia de un problema necesita como *conditio sine qua non*: el reconocimiento por parte del sujeto. Es decir, un componente motivacional y actitudinal. En otras palabras, la persona que presuntamente tiene un problema es porque lo ha reconocido, ha aceptado su existencia y, además, está dispuesta a hacer el

⁶² Del clásico de Glenn Miller, “*Little Brown Jug*” dedicado a su esposa.

esfuerzo necesario para resolverlo. Por tanto, si no se da cuenta, no existe para él. Por ejemplo, la demostración del Teorema de Fermat es posible que no sea un problema para muchas personas, en tanto no conocen ni la existencia del mismo.

Un **problema**, según el Diccionari de la Llengua Catalana, sería “toda cuestión en qué partiendo de unos datos conocidos es necesario llegar a unos resultados”⁶³; mientras que acorde con el International Dictionary of English, se definiría como “una situación, persona o cosa que merece atención y es necesario tratar con ella o resolverla”⁶⁴ o según el Diccionario de la Real Academia Española, sería “una cuestión que se trata de aclarar, proposición dudosa”⁶⁵.

En estas definiciones se observa ya la divergencia de aproximaciones al concepto. Mientras el Diccionari estaría en una línea de pensamiento paralela a Russell hablando de la necesidad de llegar a una solución partiendo de unas premisas, el Dictionary al igual que el Diccionario, es más impreciso sin llegar a imponer la consecución de resultado alguno, llegando incluso éste último a ser más difuso con la inclusión del término “dudosa”. La definición que utilizará esta investigación es la del Diccionari de la Llengua Catalana. No obstante, independientemente de la definición del término problema, éste debe tener unos elementos que se detallan a continuación.

3.2.1.1. Elementos del Problema

Desde la teoría cognitiva, las situaciones problemáticas o problemas aparecen cuando la persona no sabe de antemano qué respuesta dar a una situación de la vida o tarea, ya sea presente o anticipada; o lo que es lo mismo, cuando se requiere una respuesta, o hay un objetivo a alcanzar, sin que sea obvio cómo lograrlo, o cuando existen obstáculos que lo dificultan y que la persona no sabe, al menos de manera inmediata, cómo sortear. Cuando se tiene claro qué hacer ante una situación dada y no hay ninguna dificultad para hacerlo o estas se pueden sortear con facilidad, en realidad no existe un problema.

Por consiguiente, y de una manera muy esquemática, se puede decir que en todo problema tenemos los siguientes elementos:

- El *Estado Inicial*: se trata de una demanda inicial, una situación de partida que constituye el planteamiento del problema. Suele ser la respuesta a preguntas como “¿de dónde se viene?” y “¿dónde se está?”. Así, por ejemplo, cuando se acude a unos establecimientos en que se puede comprar una mesa más barata porque tiene que montarla uno mismo; el estado inicial, sería un montón de piezas esparcidas por el suelo, esperando a ser colocadas en una determinada posición.
- Una meta, fin u *objetivo* que se quiere alcanzar, que continuar con la analogía de las preguntas, sería la respuesta de “¿hacia dónde se va?”. En el ejemplo de la mesa, el objetivo sería montar el presunto mueble que se esconde bajo ese

⁶³ “Tota qüestió en què partint d’unes dades conegudes cal arribar a uns resultats” (Diccionari de la Llengua Catalana, Enciclopèdia Catalana, 1982: 1961).

⁶⁴ “A situation, person or thing that needs attention and needs to be dealt with or solved” (International Dictionary of English, Oxford University Press, 1984: 1125)

⁶⁵ R.A.E. Diccionario de la Lengua Española, Madrid, 1992: 680.

montón de piezas metálicas, tornillos, maderas, cristales... de acuerdo con un dibujo o plano que las acompaña (o debería acompañarlas).

- La presencia de un problema requiere además algún tipo de *bloqueo* de la respuesta a dar para conseguir pasar del estado inicial a la meta final que la persona, al menos inicialmente, no sabe cómo eliminar, superar o sortear. Esa piedra en el camino puede tomar diversas formas y producirse por distintas razones. Naturalmente, la tipología (Crespo, en prensa) no implica que sean excluyentes pudiéndose encontrar uno o todos, como elementos constitutivos de la situación.
- Desde este punto de vista, *resolución del problema* sería el proceso de búsqueda por el que la persona intenta identificar o descubrir soluciones efectivas para un problema concreto. Se trata de encontrar el o los caminos para llegar desde la situación inicial al objetivo final, eliminando o sorteando los obstáculos interpuestos entre ambos. Se trata de una actividad dirigida a un fin (encontrar la solución), que se realiza a nivel consciente y que requiere un esfuerzo, en ocasiones considerable.
- El producto de ese proceso, su resultado, es la *solución* al problema, esto es, la respuesta específica que la persona da a la situación concreta. Esa solución será efectiva cuando logre el objetivo, maximizando además las consecuencias positivas o beneficios y minimizando las negativas o costes.

3.2.1.2. Tipos de Problemas

Partiendo de esta base común, los problemas difieren considerablemente en la claridad y especificidad de estas condiciones, de modo que en algunos resulta evidente cuál es el planteamiento y los objetivos, mientras que en otros no lo es tanto.

Si bien existen múltiples y variadas tipologías, se describirán los problemas bien y mal definidos por su directa aplicación al objeto del análisis. Naturalmente, esta decisión no excluye las otras clasificaciones.

3.2.1.2.1. Problemas bien definidos y mal definidos

Una forma sencilla de clasificar los problemas consiste en determinar si está bien o mal definido. En los *problemas bien definidos* toda información y las condiciones suelen estar claramente especificadas. Así, en el problema de los misioneros y los caníbales se parte de una situación en la que los seis se encuentran en una orilla del río (estado inicial) y se trata de conseguir que los seis pasen a la orilla opuesta (objetivo), utilizando para ello una barca con capacidad para dos personas (condiciones) y teniendo en cuenta que nunca puede haber en ninguna de las orillas más caníbales que misioneros, puesto que se los comerían (restricciones). De esta situación se puede establecer si la respuesta, la solución dada, es correcta o no.

Frente a éstos, en los *problemas mal definidos* el objetivo, el punto de partida, o tanto uno como otro, están sólo parcialmente identificados. En la vida se presentan infinidad de problemas de esta clase. De hecho, la mayoría de nuestros problemas vitales, como tener éxito, están mal definidos. Son problemas que suelen tener un número infinito de soluciones las cuales además son difíciles de evaluar, y pueden variar de una persona a otra e incluso en una misma persona en distintos momentos. Por lo general, especificar qué tipo de acciones se requieren para resolver un problema mal definido es bastante más complejo que en el caso de los bien definidos.

De ahí la importancia de esa distinción, reflejada en las palabras de Friedrich Oetinger cuando dice:

“Señor, dame Serenidad
para aceptar las cosas que no puedo cambiar...
Coraje para cambiar las cosas que puedo,
Y Sabiduría para saber distinguir entre ambas”⁶⁶.

3.2.2. La toma de decisiones desde la perspectiva de la ciencia económica

“Me pregunto quién definió al hombre como animal Racional. Ha sido la más prematura definición que nunca se ha dado. El hombre puede ser muchas cosas, pero seguro que no es racional.”

OSCAR WILDE

La Economía, como ciencia social, se ha encumbrado en distintas ocasiones como una verdadera “teoría de decisiones”, en tanto que su objeto se define como la asignación óptima de recursos (limitados) a necesidades (ilimitadas). Dada la escasez de los recursos y los distintos usos (alternativos), es esencial el determinar las prioridades en la utilización de los primeros. En este paradigma surge la idea que, si existiera un cielo (con mayúsculas para los católicos), la ciencia económica no tendría sentido, puesto que ni los recursos serían limitados ni sería importante la asignación, ni por tanto, su priorización; por lo que no existiría el objeto de la ciencia y se perdería su razón de ser.

La teoría de decisiones puede tener tres aproximaciones complementarias: individual, grupal y entorno. En un primer lugar, se puede analizar la elección desde la óptica del decisor (el que toma de la decisión) en tanto último sujeto responsable de la elección. Es el “planificador” y consecuentemente centrado en una posición egoísta. Ese individuo puede estar bajo el supuesto de racionalidad o no. En este nivel **individual**, el análisis a este nivel considera la validación del rol del agente decisor y la toma de decisiones con incertidumbre.

⁶⁶ “God, grant me the Serenity
to accept the things I cannot change...
Courage to change the things I can
and the Wisdom to know the difference” (Friedrich Oetinger, fragmento *The Serenity Prayer*)

Sin embargo, en el mundo real sería absurdo plantear sólo esa dirección/aproximación dado que el individuo está sujeto a todo tipo de presiones, siendo materialmente imposible el plantearse la decisión desde la atalaya técnico-egoísta. Por esta razón en un segundo nivel se incluirían elementos de la organización; es decir, sería un nivel **grupal** u **organizacional**, siendo los elementos relevantes las relaciones de poder, quiénes son los *stakeholders* y la relación que se establece entre ellos, cómo se genera la tensión suficiente para el cambio y cómo se maneja la discrepancia entre los valedores del *statu quo* y los paladines del cambio.

Finalmente, se podría ampliar el análisis a un nivel de **entorno**, siendo el tiempo y las instituciones los elementos principales. Asimismo, se podría observar una visión no sólo de corto o largo plazo, sino una determinada concepción del tiempo en cuanto podría ser circular, en forma de u (*u-shaped*) o lineal.

Naturalmente, los tres niveles no son excluyentes sino que se complementan al formar parte de una única realidad. Ello es así porque el individuo responsable último de la elección se ve, quiera o no, inmerso en un entorno y con un determinado espacio de tiempo para tomar la decisión y, además, no vive, quiera o no, en una burbuja de cristal aislado del grupo, por lo que la presión de las distintas organizaciones, sea generando tensión para el cambio o elementos de resistencia al mismo, influenciarán de forma decisiva en la elección final (Véase Tabla 2).

Tabla 2: Relación Aceptabilidad - Tiempo

		Tiempo	
		Poco	Mucho
Aceptabilidad	Poca	<p>Autocracia Decisión top-down El decisor decide el qué y el cómo.</p>	Hacer campaña para pasar a que la aceptabilidad sea mayor.
	Mucha	Decisor qué, los stakeholders el cómo.	Decisión Bottom-up

Fuente: Adaptado por Dr. Sam Husenman.

Nota: Se entiende por “Poca Aceptabilidad”, que el grado aceptación de la medida que tomará el decisor por parte del grupo es pequeña. Se entiende por “Mucha Aceptabilidad” la situación contraria.

Por todo ello, el agente que tome la decisión puede verse enfrentado a un cuadro como la Tabla 2, en el que las aproximaciones organizacional (Aceptabilidad del grupo) y entorno (Tiempo) sean integradas a su visión egoísta. Naturalmente, ello dará lugar a cuatro (4) situaciones distintas frente a la resolución de problemas y por tanto, cuatro formas teóricas de desarrollo de cada una de ellas.

En el primer cuadrante, se da una situación en que el agente tiene poco tiempo y la aceptabilidad por parte del grupo es poca. Con ese marco de referencia, se impone una decisión de arriba hacia abajo (*top-down*) y que el decisor intente eliminar cualquier resistencia por parte de la organización; es decir, el agente decide el qué y el cómo se llevará a cabo.

En el segundo cuadrante hay poco tiempo pero mucha aceptabilidad. El agente la aprovechará para pasar la responsabilidad del cómo implementar la solución a los afectados. De esa forma, disminuye los posibles obstáculos; es decir, el decisor decidirá el qué y los *stakeholders* el cómo.

En el tercer cuadrante, existe poca aceptabilidad pero mucho tiempo, por lo que no es necesario forzar la situación y se intentará pasar al cuarto cuadrante. Finalmente, en este existe mucho tiempo y mucha aceptabilidad, por lo que el tomador de la decisión trabajará para que ésta surja de abajo hacia arriba (*bottom-up*), de forma completamente opuesta a la que se encuentra en el primer cuadrante.

En el análisis anterior la toma de decisiones es individual pero integra ciertas concepciones de los otros niveles. Sin embargo, falta la **introducción de las instituciones en el proceso de toma de decisiones**. Éstas son un constructo humano, aunque externo al decisor, por lo que no alcanzan su pleno sentido en el aspecto individual debido a su definición, pero se hacen imprescindibles en los planos organizacional y de entorno. En esa dirección, este modelo, intenta empezando por el aspecto individual, ampliar su base teniendo en cuenta al grupo o tribu y las instituciones que manejan unos y otros. Éstas representarán uno de los elementos transversales, fundamentales en el momento de tomar una decisión. O lo que es lo mismo, dar respuesta al problema. Por esta razón, a continuación se describirán los distintos enfoques que la ciencia económica ha elaborado para dicha cuestión: la teoría neoclásica, las externalidades y las instituciones. Son modelos superpuestos y complementarios, en el sentido de que el segundo y el tercer son aportaciones al primero que parten de él y lo complementan.

3.2.2.1. El enfoque neoclásico (*The Public Choice Theory*)

La teoría de la elección pública (*Public Choice Theory*) de la toma de decisiones se basa en los supuestos de escasez y en el de la teoría de la utilidad prevista, incorporado en el postulado de la racionalidad (North, 1993); es decir, que los individuos son capaces de realizar correctamente el análisis coste-beneficio (*cost-benefit analysis*) ante cualquier situación.

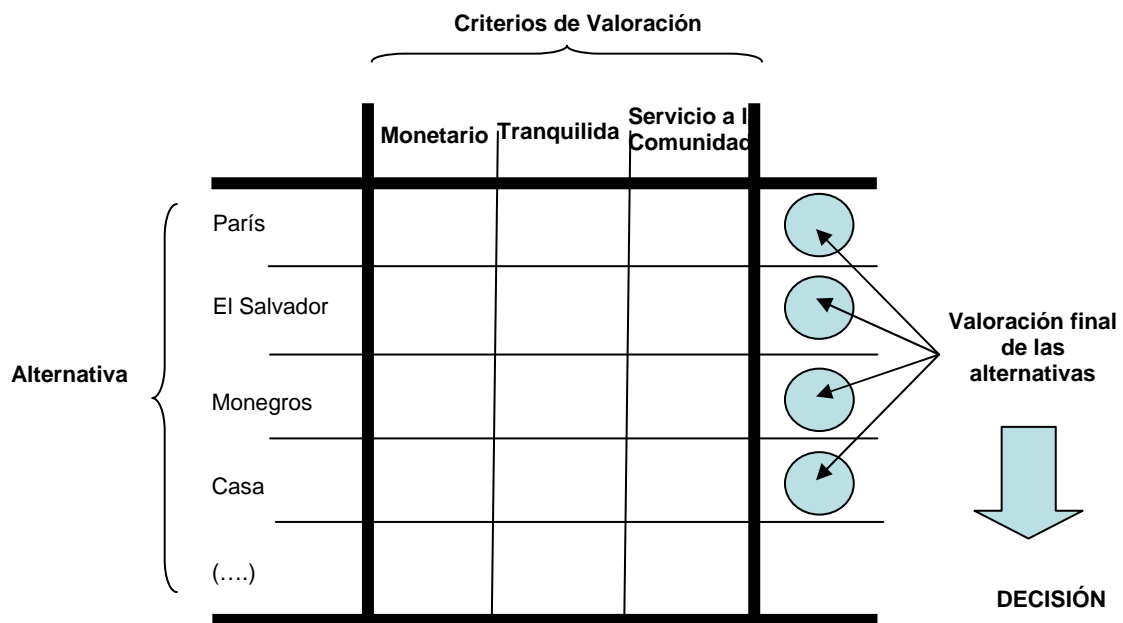
Además, la literatura de la Escuela del “Public Choice” se caracteriza por su rechazo a la concepción orgánica del Estado, que sería la propia de la Ciencia Política. Contrariamente, la premisa inicial es que los legisladores, reguladores y burócratas no persiguen el bien común y el interés general, sino que maximizan su propia función de utilidad (Mena, 2001). Para ello, el individuo decisor debería tener presente los siguientes elementos (Véase Figura 5):

- Alternativas,
- Criterios de Valoración,
- Valoración Final de las alternativas, y

- Decisión.

Obviamente, ante una situación concreta, hay que determinar en primer lugar cuáles son las **alternativas**. Éstas no tienen porqué ser dicotómicas (una acción o la contraria; A o B...) sino que pueden existir multitud de ellas. Por ejemplo, ante la pregunta de qué haremos el próximo verano, las alternativas no tienen por qué ser sólo viajar a París o no, aunque eso recogería todas las posibilidades, pero seguramente el abanico será más amplio, como viajar a París, ir a El Salvador, visitar los Monegros o quedarse en casa trabajando en la tesis doctoral, entre otras.

Figura 5: Resolución de Problemas



Fuente: Elaboración propia

Posteriormente, una vez dilucidadas las alternativas en un contexto específico, se tiene que juzgar cada una de ellas. Para ello, son necesarios los **criterios de valoración**; es decir, las claves que se utilizarán para determinar la mejor alternativa⁶⁷. La principal característica de los mismos es su subjetividad, es decir, que aparentemente cada uno de los posibles decisores tendría los suyos. Sin embargo, en un mundo donde los costes de transacción y de transformación son cero, todos los individuos tendrían el modelo correcto, puesto que de no ser así, el proceso de retroalimentación los corregiría, de lo que se deduce que un sólo modelo mental guiará la toma de decisiones (North, 1990).

Una vez establecidos los criterios de valoración, el decisor evaluará cada alternativa por cada uno de ellos, ponderando cada uno según crea conveniente; dado que no todos tienen porqué tener el mismo peso específico. Al final de este complejo proceso se encontrará la **Valoración Final de las alternativas**.

⁶⁷ Se entiende por "mejor", la que aporte una maximización de la utilidad del individuo.

Finalmente, se tomará la **Decisión** consistente en elegir la alternativa que de una mayor valoración final, desestimando las otras.

Más allá de cuestiones metodológicas generales y heurísticas concretas, como la elección de los criterios de valoración, la ponderación de cada uno de ellos en cada situación concreta, las unidades de medida de cada alternativa para cada criterio, la suma de distintas valoraciones parciales en unidades de medida distintas o las unidades de medida de la valoración final ... en definitiva, al abrir la caja negra a que se hacía referencia en el principio del capítulo, existe un elemento que no se ha tenido en cuenta en este proceso de toma de decisiones, y es que las consecuencias de los actos del agente decisor no tiene porqué recaer enteramente sobre él, con lo que se interferirá en el mismo, impidiendo realizarlo de forma correcta. Por ello, es necesaria la **introducción de las externalidades al modelo neoclásico**.

No obstante, esa matización no invalida completamente el modelo de elección racional puesto que éste ofrece una perspectiva útil si la complejidad del problema es baja, la información es completa, se toma frecuentemente esa decisión y existe una motivación fuerte por parte de los agentes (North, 1993).

3.2.2.2. La incorporación de las externalidades

Las **externalidades** son acciones de un productor, consumidor o agente económico que afecta a otros productores, consumidores o agentes económicos, pero no se tienen en cuenta en el precio de mercado. Las externalidades son *negativas* cuando la acción de una de las partes impone costes a la otra, o *positivas* cuando la acción de una de las partes beneficia a la otra (Pindyck & Rubinfeld, 2001)⁶⁸.

La principal implicación de la presencia de externalidades es que los individuos no son capaces de realizar correctamente el análisis coste-beneficio, puesto que la valoración de cada una de las alternativas no puede ser evaluada de forma precisa, al producirse una serie de efectos que no son tenidos en cuenta por el agente decisor en su totalidad. Ello es así porque los costes o los beneficios los causa a terceros agentes. Por ello, el precio de los bienes no tiene por qué reflejar su valor social, rompiéndose así el supuesto de racionalidad de la teoría neoclásica, visto en el apartado anterior.

Por ejemplo, en el proceso de toma de decisión de un fumador al cuestionarse la idea de encender o no un cigarrillo, las alternativas serán fumar o no. Los criterios pueden ser de los más variados, como el placer, la salud, el dinero ... sin embargo, en la evaluación pormenorizada de cada alternativa para cada criterio habrá una situación que no podrá ser tenida en consideración: el daño causado a otro agente (fumador pasivo). Es cierto que puede realizarse una estimación o incluso preguntar (“Perdone, ¿le molesta?”), pero no existe ninguna duda que no se podrá recoger en el análisis el cien por cien de ese efecto, al no recaer enteramente sobre el individuo que toma la decisión.

La forma “general” de corregir las externalidades es *internalizarlas*; es decir, tomar medidas para que el agente decisor tenga en cuenta esos costes/beneficios de sus

⁶⁸ Citado en Pindyck & Rubinfeld, 2001: 650.

acciones que, por no sufrir completamente las consecuencias, han sido difuminados en la valoración final de sus alternativas. Las medidas más usuales son la colocación de un standard (limitación de la cantidad), fijación de un impuesto (limitación vía precios) o la creación de un mercado secundario. Aplicándolo al ejemplo anterior, sería determinar una cantidad máxima de cigarrillos que se pueda fumar por período de tiempo, fijar una tasa por cigarrillo fumado o dar unos bonos a los individuos para que puedan fumar, de manera que los fumadores y los no fumadores los intercambien a través de un mercado creado para ese fin y que determinará el precio de la posibilidad de fumar.

Llegados a este punto podría parecer que se ha configurado un fuerte esquema metodológico para abordar el problema, puesto que hemos considerado las alternativas a una situación, los criterios de valoración subjetivos para establecer un orden en las mismas y la corrección de esa subjetividad, gracias a la recogida de elementos externos como era las externalidades. Sin embargo, nos falta un elemento esencial y transversal a todos los anteriores. Por esta razón, en el apartado siguiente se procede a la **introducción de las instituciones** en el modelo.

3.2.2.3. Las instituciones según Douglass C. North

La Economía es hoy una ciencia cuyo objeto parece alejado de la actual filosofía, pero no siempre fue así. En sus inicios, Smith, Hume, Malthus, Mill... cultivaban de forma indisociable la ciencia económica y la filosofía moral. Tanto es así, que Adam Smith tenía en mente un proyecto sistemático de filosofía social que inició con la “Teoría de los Sentimientos Morales” (*Theory of Moral Sentiments* (1759)), aunque la fama de “La Riqueza de las Naciones” (*The Wealth of Nations* (1776))⁶⁹ y la no finalización del mismo, han diluido a los ojos de la opinión pública ese objetivo; puesto que “La Riqueza de las Naciones” era parte de ese ambicioso proyecto sobre “los principios generales del derecho y del gobierno”.

La obra es un gran monumento a la libertad del individuo con pasajes sumamente ilustrativos como “todo hombre, con tal que no viole las leyes de la justicia, debe quedar perfectamente libre para abrazar el medio que mejor le parezca para buscar su modo de vivir, y sus intereses; y que puedan salir sus producciones a competir con las de cualquier otro individuo” (Smith, 2000)⁷⁰; o el archiconocido de “no es la bondad del carnicero, del cervecero o del panadero la que nos procura el alimento, sino su egoísmo; (...) ni les hablamos de nuestras necesidades, sino de sus ventajas” (Smith, 2000)⁷¹.

Esa libertad individual junto con la sabiduría, inscrita en la condición humana, es la que espontáneamente decide lo justo o lo injusto, contribuyendo de esta forma no sólo al bienestar del individuo sino a la armonía de toda la sociedad. Ello se hace patente en las célebres palabras donde manifiesta que “[el individuo] es conducido como por una

⁶⁹ Cuyo verdadero título es Una Investigación sobre la Naturaleza y Causas de la Riqueza de las Naciones (*An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*).

⁷⁰ “Every man, as long as he does not violate the laws of justice, is left perfectly free to pursue his own interest his own way, and to bring both his industry and capital into competition with those of any other man, or order of men” (Smith, 2000: 745).

⁷¹ “It is not from the benevolence of the butcher, the brewer, or the baker, that we expect our dinner, but from their regard to their own interest. We address ourselves, not to their humanity but to their self-love, and never talk to them of our own necessities but of their advantages” (Smith, 2000: 15).

mano invisible a promover un fin que nunca tuvo parte en su intención. Ni es contra la sociedad el que este loable fin no sea por todos premeditado, porque siguiendo el individuo por un camino justo y bien dirigido hacia las miras de su interés propio, promueve el del común con más eficacia a veces, que cuando piensa en fomentarlo directamente” (Smith, 2000)⁷². Sin embargo, esa búsqueda de la felicidad a través de un cálculo racional (que recoge posteriormente la Teoría de la Elección Pública vista en apartados anteriores), tras la valoración, tras la representación imaginaria de consecuencias positivas y negativas es coherente sólo por un principio optimista de que todos los impulsos del individuo, aunque espontánea y directamente estén destinados a la anarquía, acabarán interaccionando globalmente de tal forma que el resultado sea un orden armonioso.

Naturalmente, esta teoría y sus versiones han chocado frontalmente ante la evidencia de la interacción humana que rodea el desempeño económico y social. Es por esta razón que en los últimos 70 años, economistas y científicos sociales han tratado de modificar y refinar la teoría neoclásica para analizar exactamente qué es lo que le ha faltado. Según Douglass C. North, **la teoría de la elección pública ha adolecido de comprensión sobre lo que es la coordinación y la cooperación humana** (North, 1990)⁷³. No obstante, debería analizarse hasta qué punto esa coordinación y cooperación son fruto de una imposición externa (por parte del Estado, por ejemplo) o de la voluntariedad de los agentes que componen esa sociedad.

En el primer caso, cuando la coordinación es por coacción, se parte de una concepción de la condición humana esencialmente negativa, partiendo de la idea hobbsiana que el deseo natural del hombre es acrecentar poderes con lo que cada uno tiene que vérselas con otro. Y esa competencia por la adquisición de riquezas, honores, dignidades, o cualquier otro signo de poder, lleva a una situación de “guerra de todos contra todos” en la que “hombre es un lobo para el hombre” (Hobbes, 2002)⁷⁴. Pero la maldad de la persona no implica su estupidez, por lo que se ve en la necesidad de llegar a un armisticio y un contrato con los demás, cediendo todas sus libertades y derechos a una autoridad de gran fuerza, que evite la lucha general. Es el poder soberano, cuya energía se simboliza en el enorme monstruo bíblico llamado Leviatán⁷⁵.

“En efecto, gracias al arte se crea ese gran *Leviatán* que llamamos república o Estado (en latín, *civitas*), que no es sino un hombre artificial, aunque de mayor estatura y robustez que el natural para cuya protección y defensa fue instaurado” (Hobbes, 2002: 13).

⁷² “[he] intends only his own gain, and he is in this, as in many other cases, led by an invisible hand to promote an end which was no part of his intention. Nor is it always the worse for the society that it was no part of it. By pursuing his own interest he frequently promotes that of the society more effectually than when he really intends to promote it” (Smith, 2000: 485).

⁷³ “What has been missing is an understanding of the nature of human coordination and cooperation” (North, 1990:11)

⁷⁴ “Homo homini lupus” (Hobbes, 2002: 115). El título completo de la obra es *Leviathan, or the Matter, Form and Power of a Commonwealth, Ecclesiastical and Civil*.

⁷⁵ En la Biblia la figura del Leviatán es mencionada en Job 41:1; (“¿Sacarás tu al Leviatán con anzuelo o con cuerda que le echas en su lengua?”) Salmo 74:14 (“Aplastaste las cabezas del Leviatán y lo diste por comida a los habitantes del desierto”); Salmo 104:26 (“Allí andan las naves. Allí este Leviatán que hiciste para que jugase en él”) e Isaías 27:1 (“En aquel día Jehová castigará con su espada dura, grande y fuerte al Leviatán serpiente veloz y al Leviatán serpiente tortuosa; y matará al dragón que está en el mar”)

Por el contrario, en la segunda situación se estaría frente a la cooperación voluntaria en estado puro en la que los individuos se darían cuenta de las ventajas de la coordinación y la practicarían sin ningún tipo de imposición, libremente. Los modelos de la Teoría de Juegos, iniciada por Von Neumann y Morgenstern, analizan los problemas de cooperación y exploran las estrategias específicas que alteran los resultados obtenidos por los jugadores o lo que es lo mismo, estudian problemas de decisión multipersonal, aunque también se ha definido como la ciencia que analiza la toma de decisiones estratégicas. Sin embargo, la forma en la que se estructuran las relaciones humanas es mucho más compleja, imprecisa y difusa que la manera en que son simplificadas por el mundo simple y preciso de la teoría de juegos. Además, se hace complejo imaginar esta segunda situación (de cooperación voluntaria entre unidades económicas) sin una tercera parte que vele por los acuerdos entre los agentes (North, 1990)⁷⁶.

La coordinación y cooperación humanas no son los únicos contratiempos para la aplicación de la teoría neoclásica. Independientemente que aquéllas sean impuestas o voluntarias, existen **dos aspectos particulares de la conducta humana que colocan en series dudas la utilización práctica sin más de la teoría de la elección pública** como válida para reflejar el comportamiento humano: la **motivación** y la **decodificación del entorno**. En el primer aspecto, los modelos tanto de la Teoría de Juegos como los neoclásicos, dan por sentado que los jugadores maximizan la riqueza. Sin embargo, como demuestra la literatura de la economía experimental, la conducta humana y por tanto, la toma de decisiones es claramente más compleja de la que puede ser incluida en esa simple premisa actitudinal (North, 1990). Por ejemplo, la inclusión de otros valores como sería el altruismo o el sacrificio de los padres a favor de los hijos, constituiría situaciones en las que la persecución de la riqueza (en sentido monetario) seguramente tendría un peso reducido en la toma de decisiones dándose un mayor valor a otras motivaciones.

El segundo aspecto hace referencia a la necesidad de recogida y elaboración de información en cualquier elección de los agentes decidores. Si en las vidas de los individuos todo fuera rutina y por tanto, las elecciones fueran repetitivas y regulares, las acciones no tendrían mucha reflexión. Sin embargo, en la medida en que las decisiones no son de ese tipo, aparece y aumenta la incertidumbre por lo que la forma cartesiana de toma de decisiones se hace más compleja. Además, las limitaciones de computación de los individuos están determinadas por la capacidad de la mente para procesar, organizar y utilizar la información. Teniendo en cuenta esta capacidad como dada, y junto con la incertidumbre a que se ha hecho referencia, las normas y procedimientos han de evolucionar para simplificar este proceso.

Otro “pero” en la utilización de la teoría neoclásica sería hasta qué punto el individuo usa el modelo correcto para decodificar la realidad, puesto que toda toma de decisiones suele apoyarse en la toma de decisiones pasadas o de la interpretación que el agente hace de las decisiones, propias o ajenas. Por ejemplo, es posible que piense que sus éxitos o fracasos han sido debidos a unas razones cuando no es así según el parecer de otro observador.

Sin embargo, en el mundo neoclásico, presidido por el supuesto de racionalidad, aunque los agentes partan de modelos erróneos, el proceso de retroalimentación corregirá esa

⁷⁶ “But it is difficult to sustain complex exchange without a third party to enforce agreements” (North, 1990: 14).

situación, castigando las conductas y dirigiendo a los jugadores sobrevivientes hacia los modelos correctos (North, 1990)⁷⁷. Además, los individuos adquirirán la información esencial para conseguir los resultados eficientes y que les conducirá necesariamente hacia esa dirección, asumiendo que la información más fácilmente accesible es la más pertinente para la heurística (Loren)⁷⁸. Pero, los individuos realizan elecciones basadas en modelos derivados subjetivamente que diverge entre individuos y la información que los agentes reciben es tan incompleta que en la mayoría de los casos, esos modelos subjetivos y divergentes no muestran ninguna tendencia a la convergencia (North, 1990).

Una de **innovación** que ayuda a la simplificación y mejora del proceso es la presencia de **instituciones** en el marco de referencia, que limita las alternativas y con ello economiza la búsqueda de información y reduce la incertidumbre (North, 1990).

La corriente de pensamiento que considera que las instituciones determinan el comportamiento individual y los procesos de elección social, en un marco multidimensional con aristas políticas, jurídicas y económicas se denomina **neoinstitucionalismo**.

La base del neoinstitucionalismo es un individuo maximizador de su utilidad, igual que en la teoría neoclásica, pero sujeto a mayores restricciones, debido fundamentalmente a la racionalidad limitada (*Bounded Rationality*)⁷⁹ y a la existencia de los costes de transacción. Así definida, dicha teoría se convierte en complementaria de la neoclásica.

Habiendo llegado a este punto, es necesario especificar detalladamente en primer lugar, qué se entiende por **instituciones**, dado que dicha palabra tiene numerosas acepciones y puede dar lugar a cierto equívoco. Según el diccionario de la R.A.E. puede ser: **1.** Establecimiento o fundación de una cosa, **2.** Cosa establecida o fundada, **3.** Organismo que desempeña una función de interés público, especialmente benéfico o docente, **4.** Cada una de las organizaciones fundamentales de un Estado, nación o sociedad, **5.** desus. Instrucción, educación, enseñanza, **6.** Colección Metódica de los principios o elementos de una ciencia, arte, etc. **7.** Órganos constitucionales del poder soberano en la nación⁸⁰. Pues bien, teniendo presente todas esas acepciones, sólo la seis (6) en tanto que hace referencia a una serie de principios, podría asemejarse. Con todo, tampoco se ajusta al cien por cien (100%) a la que se pretende utilizar en esta memoria.

Las instituciones a las que hace referencia la tesis, y que constituyen su objeto formal, son las definidas por Douglass C. North como “las limitaciones (humanamente construidas) que estructuran las relaciones humanas. Aquéllas están constituidas por **limitaciones formales** (normas, leyes y constituciones), **limitaciones informales** (normas de comportamiento, convenciones y códigos auto-impuestos de conducta) y la

⁷⁷ “The neoclassical answer embodied in substantive (or instrumental) rationality models, is that even though the actors may initially have diverse and erroneous models, the informational feedback process (and arbitrating actors) will correct initially incorrect models, punish deviant behavior, and lead surviving players to correct models” (North, 1990:16).

⁷⁸ “Assuming that the most readily available information is the most pertinent information is an example of the availability heuristic” (Loren: 4)

⁷⁹ Concepto elaborado por Herbert A. Simon en *A Behavioral Model of Rational Choice* (1955).

⁸⁰ R.A.E. Diccionario de la Lengua Española, Madrid, 1992: 829.

capacidad para hacerlas cumplir” (North, 1994)⁸¹. Es por ello que las instituciones configuran el sistema de incentivos en las relaciones económicas, sociales y políticas. Además, estos incentivos constituyen las reglas del juego de la sociedad.

La analogía con el juego es un buen punto de partida. En el fútbol, existe un reglamento escrito (institución formal) y una serie de códigos de conducta (institución informal), así como una figura con capacidad para imponer cierto comportamiento o sancionar la desviación del mismo (árbitros y comités de competición). Por ejemplo, si Roberto Carlos (jugador del Real Madrid) obstaculiza a Ronaldinho (jugador del F.C. Barcelona), se considera falta (institución formal) y es señalada por el árbitro. Si Ronaldinho cae pero el juez no lo sanciona (porque considera que no ha sucedido nada punible) y no se interrumpe el juego, éste puede ser parado lanzando la pelota fuera del rectángulo de juego, incluso por el Real Madrid (que se ha beneficiado de la no sanción), para que entren las asistencias a atenderlo. No figura en ningún lado esta práctica, así como la devolución de la pelota al Madrid por parte del Barça, si aquél es el que ha echado la pelota fuera, aunque suele ser habitual (institución informal), por aquello de “entre bomberos no se pisa la manguera”. De no realizarse, el árbitro no tiene por que sancionarlo puesto que es una conducta que no está descrita en ningún reglamento, aunque pueda serlo socialmente⁸².

Naturalmente es mucho más fácil precisar y describir una institución formal que una informal, aunque la importancia de éstas últimas es vital en tanto que recoge el sustrato de la humanidad y por tanto la razón última de ciertas instituciones formales. Las **instituciones informales** son una parte de la herencia denominada cultura, definida como la transmisión de una generación a la otra, sea vía enseñanza o imitación, de conocimiento, valores y otros factores que influyen el comportamiento (Boyd & Richerson: 1985)⁸³. La cultura, así entendida, proporciona un marco conceptual basado en el lenguaje para cifrar e interpretar la información que los sentidos están proporcionando al cerebro. Las instituciones informales son (i) extensiones, elaboraciones y modificaciones de las reglas formales, (ii) normas de comportamiento socialmente sancionadas, y (iii) standards de conducta internos (North, 1990)⁸⁴.

Por otra parte, las **instituciones formales** pueden complementar e incrementar la efectividad de las informales. Aquéllas incluyen normas políticas y judiciales, económicas y contratos (North, 1990)⁸⁵. Naturalmente, se produce un proceso de

⁸¹ “Institutions are the humanly devised constraints that structure human interaction. They are made up of formal constraints (rules, laws, constitutions), informal constraints (norms of behavior, conventions and self-imposed code of conduct), and their enforcement characteristics. Together they define the incentive structure of societies and specifically of economies” (North, 1994:1)

⁸² Los jugadores ingleses que simulaban una falta y por tanto, interrumpían el juego o intentaban hacer equivocar al árbitro eran recriminados ... ¡por sus propios compañeros de equipo!, dando a entender que cuando uno estaba en el suelo era porque tenía daño y por tanto, se debía lanzar la pelota fuera.

⁸³ “The transmission from one generation to the next, via teaching and imitation, of knowledge, values, and other factors that influence behavior” (Boyd & Richerson, 1985: 2).

⁸⁴ [Informal constraints] are (1) extensions, elaborations and modifications of formal rules, (2) socially sanctioned norms of behavior, and (3) internally enforced standards of conduct” (North, 1990: 40),

⁸⁵ “Formal rules include political (and judicial) rules, economic rules and contracts. (...) Political rules broadly define the hierarchical structure of the polity, its basic decision structure, and the explicit characteristics of agenda control. Economics rules define property rights, that is the bundle of rights over the use and the income to be derived from property and the ability to alienate an

interacción entre todas ellas, puesto que los contratos se harán cumplir (*enforcement*) a través de la estructura política, y los intereses económicos también influenciarán en la estructura política.

La tercera limitación es la capacidad para hacer cumplir las instituciones y por tanto, la de observar y castigar la desviación de ciertos comportamientos (*Enforcement*). Ésta implicaría una parte neutral con la habilidad, sin costes en el marco ideal, de ser capaz de medir los atributos de un contrato y hacer cumplir los acuerdos de forma que la parte ofendida siempre tuviera que compensar a la parte injuriada de forma que no le fuera rentable violar el contrato (North, 1990).

La función principal de las instituciones en la sociedad es, como se ha visto anteriormente, reducir la incertidumbre, estableciendo una estructura estable (pero no necesariamente eficiente) para la interacción humana. Lo bien que funcionen, dependerá de la motivación de los jugadores, la complejidad del entorno y la habilidad de los jugadores para descifrar y ordenar ese entorno (North, 1990).

Esa estabilidad que se supone dan las instituciones podría implicar el inmovilismo de las mismas. Es decir, si una de sus funciones básicas es la reducir la incertidumbre, se podría deducir la no modificación de las instituciones en el tiempo. No obstante, nada más lejos de la realidad. Aquéllas están en cambio permanente. Luego, ¿cómo evolucionan? Alchian (1950) ofreció una teoría por medio de la cual la competencia entre las instituciones descartaría a las inferiores y premiaría con la supervivencia a las que resolvieran mejor las situaciones conflictivas. La explicación de la no convergencia de todas las sociedades en “esas instituciones” conduce a la elaboración de otro concepto: las organizaciones.

La habitual confusión en el lenguaje común entre ambos conceptos; por ejemplo, se habla indistintamente de organizaciones o de instituciones financieras internacionales, hace que sea necesario distinguir claramente entre **instituciones** y **organizaciones**. Si bien, ambas proveen una estructura para la interacción, las reglas (instituciones) son conceptualmente distintas de los jugadores (organizaciones). Las **organizaciones** son grupos de individuos unidos por algún propósito común para conseguir objetivos (North, 1994a)⁸⁶. Las organizaciones incluyen cuerpos políticos (partidos políticos, Senado, Congreso, Consejo del Ayuntamiento, agencias reguladoras), económicos (empresas, sindicatos, cooperativas) sociales (iglesias, clubes, asociaciones deportivas) y educativos (escuelas, universidades).

Las organizaciones y las instituciones se prestan a una mayor confusión que la lingüística en cuanto se retroalimentan e interactúan recíprocamente. El surgimiento y evolución de las organizaciones están fundamentalmente influenciados por el marco de referencia de las instituciones. A su vez, aquéllas influyen en la evolución de las instituciones (North, 1990)⁸⁷. Además, las instituciones son una creación humana, por lo

asset or a resource. Contracts contain the provisions specific to a particular agreement in exchange” (North, 1990: 47).

⁸⁶ “[Organizations] are groups of individuals bound by some common purpose to achieve objectives” (North, 1994a: 1)

⁸⁷ “Both what organizations come into existence and how they evolve are fundamentally influenced by institutions framework. In turn they influence how institutional framework evolves” (North, 1990:5).

que evolucionan y son alteradas por las personas, que a su vez, están en las organizaciones que también son modificadas....y así, hasta el infinito.

En el primer caso (surgimiento y evolución de las organizaciones), el modelo institucional especifica el proceso por el que la acción de un grupo (individual o colectivo) percibe que una nueva forma de organización dará más beneficios y hace rentable realizar los costes de innovación necesarios para crearla (North, 1971)⁸⁸. Por ejemplo, el tipo y la estructura organizativa que requirieron las huestes de Marco Polo en sus viajes a la China del emperador son completamente distintas a las necesitadas por los ejecutivos de las empresas textiles italianas en sus relaciones con el gobierno chino en la actualidad, aunque el objetivo siga siendo el mismo: utilizar unas instituciones que disminuyan los costes de transacción y transformación.

En el segundo caso (surgimiento y evolución de las instituciones), se argumenta que en el proceso de perseguir sus objetivos, las organizaciones o juegan dentro de los límites o alteran incrementalmente la estructura institucional para su provecho. Por tanto, la figura fundamental del cambio es el aprendizaje por los “emprendedores”⁸⁹ de las organizaciones, es decir, éstos son los iniciadores del cambio institucional (North, 1994b; North, 1994c). Por ejemplo, cuando el comercio se realizaba mediante trueque o cara a cara el vendedor con el comprador, la forma de vender era una transacción directa en la que el vendedor recibía una suma en metálico y el comprador un bien o servicio en contraprestación. Sin embargo, con los inicios del comercio impersonal varía la institución “forma de hacer negocios” y surgen instrumentos nuevos como la letra de cambio, que a su vez, necesitará otras instituciones tanto formales, como informales, como capacidades para hacerlas cumplir.

Además, la tasa de aprendizaje determina la velocidad del cambio económico, mientras el tipo de aprendizaje su dirección. Ello es así puesto que la rapidez con que los agentes adquieran nuevos conocimientos será determinante para realizar distintas actividades y por tanto, surgirá la necesidad de nuevas instituciones. De la misma forma, el tipo de habilidades que adquieran determinará su trayectoria. Por ejemplo, “el retraso tecnológico de la región andina se debe sobre todo, a la ausencia de una tradición científica y genuina que sirviera de premisa a una tecnología endógena (...) puesto que, los ideales aristocráticos de una cultura ibérica tradicional crearon prejuicios contra el trabajo manual. Las personas que reivindicaron una condición “aristocrática” en la sociedad colonial y postcolonial querían distinguirse por un *modus vivendi* que se diferenciara explícitamente de las capas sociales más bajas, intentando incluir un Estado dentro de otro Estado” (Sayeras, 1996)⁹⁰.

⁸⁸ “ [the process] by which an action group (an individual or group) perceives that some new form of organization (institutional arrangement) will yield a stream of benefits which makes it profitable to undergo the costs of innovating this new organizational form” (North, 1971: 119).

⁸⁹ “Entrepreneur” en el original, aunque hace referencia al líder de la organización, que no necesariamente ha de coincidir con la figura del emprendedor.

⁹⁰ “El retard tecnològic de la regió andina es deu sobretot a l’absència d’una tradició científica i genuïna que servis de premisa a una tecnologia endògena (...) donat que els ideals aristocràtics d’una cultura ibèrica tradicional crearen prejudicis contra el treball manual. Les persones que reivindicaren una condició “aristocràtica” en la societat colonial i postcolonial volien distingir-se per un *modus vivendi* que es diferenciés explícitament de les capes socials més baixes, intentant incloure un Estat dintre un altre Estat” (Sayeras, 1996: 217).

La evolución de las instituciones, como se analizó en el apartado 1.2., presenta dos características: es gradual y muestra una tendencia (*path dependence*). Éstas son las mismas que definen la evolución de los sistemas monetarios, como pudo observarse en el mismo apartado. Por tanto, el desarrollo de las instituciones/sistemas no se produce a través de grandes cambios sino que es progresivo y, atiende a un proceso histórico (Eichengreen, 2002; North, 1994c).

El cambio institucional y del Sistema Monetario Internacional (SMI), es un proceso complicado al poder ser una consecuencia de variación en las normas, en las instituciones informales o en la tipología y efectividad de los mecanismos para su cumplimiento. Además, las instituciones cambian de forma incremental más que de forma discontinua. Aunque las normas formales pueden cambiar de la noche a la mañana como resultado de decisiones políticas o judiciales, las limitaciones informales incorporadas a las tradiciones, códigos de conducta son menos susceptibles de esa rapidez (North, 1994b).

Esta trayectoria de la senda (*path dependence*) no sólo implica que las instituciones y el SMI de hoy están influenciados por el pasado, sino que también condicionarán las del futuro (Eichengreen, 1996; North, 1994a).

Las instituciones, junto con las limitaciones de la teoría económica clásica, determinan las oportunidades, y como las organizaciones evolucionan, ellas alteran las instituciones. La tendencia (*path dependence*) resultante del cambio institucional está marcada por: (1) el entrelazamiento (*lock-in*) que viene de la relación simbiótica entre instituciones y las organizaciones que han evolucionado como consecuencia de la estructura de incentivos que las instituciones proveen; y (2) el proceso de retroalimentación por medio del que las personas perciben y reaccionan a los cambios que se dan en el conjunto de oportunidades (North, 1990).

Por tanto y como conclusión, **la estructura institucional, en su referencia temporal y espacial, es una variable explicativa del comportamiento del SMI tan relevante como las consideradas por otras aproximaciones metodológicas convencionales.**

3.2.3. El marco teórico de la investigación

Este apartado tiene el propósito de sintetizar y adecuar el marco conceptual teórico, diseñado en el punto anterior, al objeto de la tesis. Esta memoria tiene como objetivo analizar la incidencia de las instituciones en la toma de decisiones por parte del Banco Central (en el caso que sea independiente) o de la organización competente para la modificación de la estructura de tipo de cambio (en el caso que el Banco Central reciba influencias por parte del Ministerio de Economía o del Gobierno en general) cuando la moneda de su país está sufriendo un ataque especulativo y por tanto, se enfrenta a la posibilidad de una crisis financiera *latu sensu* (*currency crisis*). En consecuencia, se adecuaran los enfoques de la teoría cognitiva, de la neoclásica y las aportaciones de las externalidades y de las instituciones a dicho propósito.

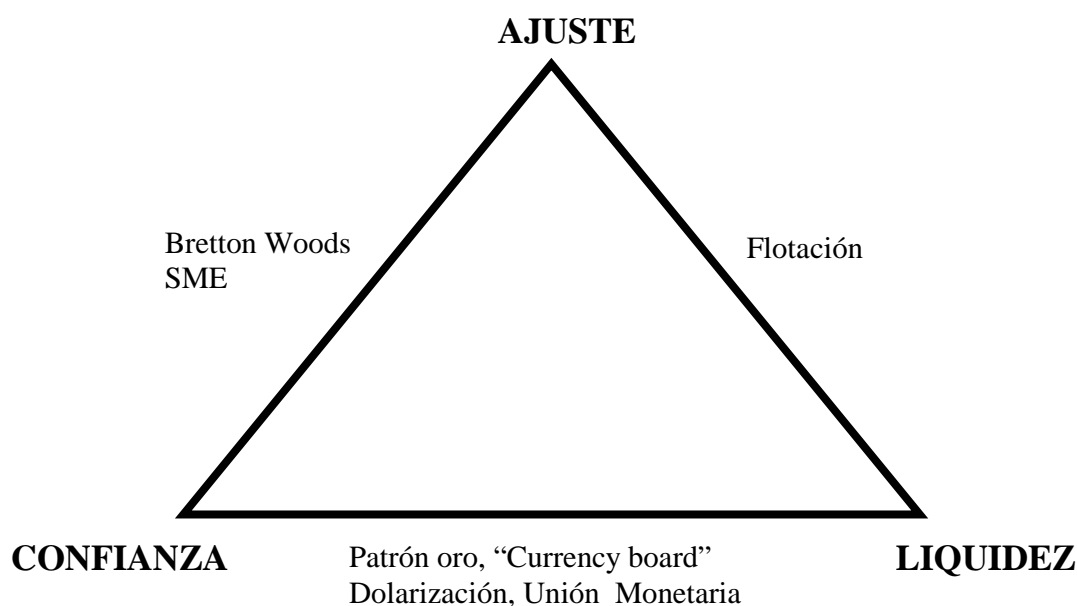
La **TEORÍA COGNITIVA** había establecido como elementos de la situación el Estado Inicial, los Objetivos y la Resolución del Problema. En ese contexto, el **Estado Inicial**

será la existencia de una estructura de tipo de cambio fijo o cuasi-fijo que padece un ataque especulativo, con todas las consideraciones que se analizaron en el capítulo 2. La estructura además vendrá condicionada, como se observó anteriormente, por las razones de su elección en un tiempo pretérito⁹¹.

La presencia de un **objetivo**, no es una cuestión baladí en este caso, dado que en el modelo teórico se asume no sólo la existencia de uno, sino que los individuos escogen el modo apropiado para alcanzarlo. Sin embargo, ¿cuál sería el objetivo de esa organización (Banco Central) al que tendría que obedecer el agente decisor último y responsable? ¿puede tener éste objetivos distintos? En caso de ser así, ¿Cuáles prevalecerán? ¿Cómo se juzgará la labor del agente? Lógicamente, pesará mucho la existencia de un “estatuto” del Banco Central en el que figuren los objetivos de la organización, así como una práctica de independencia. Aun así, existen objetivos que en la realidad al conjunto de la economía le son imposibles de obtener simultáneamente.

Por ejemplo, la denominada “trinidad imposible” (*unholy trinity*), que se analizó en el apartado 2.2.1.2.2. Flexibilidad *versus* Estabilidad, consiste en que un país sólo puede conseguir a la vez dos de los tres objetivos de la lista siguiente: tipo de cambio fijo (confianza), política monetaria orientada hacia objetivos domésticos (ajuste) y movilidad perfecta de capitales internacionales (liquidez), aun cuando los tres sean objetivos deseables de un sistema de tipo de cambio (véase Figura 6).

Figura 6: La Trinidad Imposible (de P. Krugman)



Fuente: Krugman, P. *The Eternal Triangle*.

El razonamiento es el siguiente. Si el capital tiene movilidad perfecta (se sitúa en el vértice en el que figura “liquidez”), es decir, no existe ningún tipo de obstáculo a su

⁹¹ Ver punto 2.2.1. La Elección del régimen de tipo de cambio óptimo.

circulación, el tipo de interés será el mismo en los distintos países, debido al arbitraje⁹². O sea, supóngase que existiesen dos unidades económicas y que en una, el tipo de interés fuera mayor que en la otra. Por ejemplo, el tipo de interés en la zona A es mayor que en la B. Si no hubiera ninguna restricción a la movilidad de capitales, éstos fluirían hacia el país A. Ello implicaría que ante la afluencia de dinero el precio del mismo debería disminuir, es decir, el tipo de interés de A. A su vez, el país B que se está quedando sin dinero si quiere retenerlo ha de aumentar el precio que se paga por él, es decir el tipo de interés de B. Este proceso seguiría hasta la igualación de los precios del dinero en ambos países; o sea, de los tipos de interés.

Dada la movilidad del capital, la política monetaria afecta rápidamente al tipo de cambio. Por ejemplo, el crecimiento de la masa monetaria más rápido en un determinado país que en el resto del mundo, conllevaría una depreciación de su moneda, que (generalmente) provoca una expansión económica⁹³. En el caso que el tipo de cambio fuera fijo (lo que se observa en el vértice de “confianza”), el uso de la política monetaria sería irrelevante puesto que la movilidad de capitales anularía (teóricamente de forma instantánea) ese crecimiento inicial (con lo que nos situaríamos en el lado “liquidez – confianza”). Por otra parte, si el sistema de tipo de cambio fuera flexible (que nos permitiría colocarnos en el vértice “ajuste” de la figura) se produciría ese incremento de la producción interna, a costa de los demás países (estando colocados en el “lado liquidez – ajuste”). Es decir, la devaluación implicaría una variación de los precios relativos. Los precios del país serían más baratos que los del resto de países, por lo que aumentaría su producción (expansión económica) en detrimento de los demás territorios.

Si el capital no tiene movilidad perfecta y por tanto, existen obstáculos en su circulación, el tipo de interés no tiene por qué ser el mismo en los distintos países; dando cierto margen a la aparición de sistemas de tipo de cambio fijo (vértice “confianza”) pero ajustables (vértice “ajuste”) como fueron el de Bretton Woods y el Sistema Monetario Europeo (situándose en el lado “confianza – ajuste”).

Naturalmente, la explicación que se ha realizado a través de observar cómo dado un objetivo (beneficiarse de la liquidez, o sea colocándose inicialmente en el vértice “liquidez”) es imposible conseguir los otros dos simultáneamente, puede conseguirse empezando por cualquiera de los otros dos (o sea, iniciando el razonamiento en el vértice “confianza” o en el vértice “ajuste”).

Por tanto, la movilidad de capital, en un mundo cada vez más integrado a nivel de mercados financieros (es decir, fijando el vértice liquidez), implica un *trade-off* entre la estabilidad del tipo de cambio y la independencia monetaria⁹⁴: un gobierno puede sólo asegurar la estabilidad cambiaria renunciando a su principal instrumento de política monetaria. O sea, el Banco Central opta entre la capacidad de ajuste y la estabilidad del sistema (confianza).

Una vez especificado el Estado Inicial y el Objetivo (fase de comprensión del problema), el proceso se centraría en la resolución del problema (fase de producción y

⁹² Según el presupuesto de los tipos de interés reales cubiertos (*covered real interest rates*); la moneda, el país y el riesgo de inflación afectará a los tipos de interés por igual.

⁹³ Un *Survey* útil es el de W.M. Corden: *Inflation, Exchange Rates, and the World Economy*.

⁹⁴ Véase el apartado 2.2.1.2.2. Flexibilidad *versus* Estabilidad.

enjuiciamiento). Para éste se descarta la teoría cognitiva y se utilizará la perspectiva de la **TEORÍA NEOCLÁSICA**. Ésta postulaba la generación de alternativas, la selección de criterios de valoración y la valoración final como elementos esenciales.

En el caso objeto de análisis⁹⁵, se podrían establecer como **alternativas** sólo dos: la “devaluación de la moneda local” o “no devaluación”. Otra posibilidad sería definir múltiples alternativas: “no devaluación”, “devaluación de un cinco por ciento (5%)”, “devaluación de un diez por ciento (10%)”....y así sucesivamente. De todas maneras, esas distintas posibilidades de devaluación podrían equipararse todas a la “devaluación de la moneda local” de la dicotomía inicial. Para que esa simplificación tenga sentido, dado que es obvio que no es lo mismo devaluar un uno por ciento (1%) que un quince por ciento (15%), es necesario analizar si la “no fijación” de la estructura del tipo de cambio, es decir, la pérdida de valor de la moneda local, puede equipararse a la “no duración” del sistema. Para ello es necesario realzar y reflexionar el papel del ajuste del tipo de cambio, en el sentido de si éste implica sólo una modificación de la paridad (valor de la moneda) manteniéndose el sistema o forzosamente cualquier modificación implica un abandono del sistema.

Inicialmente, uno podría pensar que ante un “desequilibrio fundamental” (expresión acuñada en el Tratado Constitutivo de Bretton Woods como elemento necesario y esencial para justificar una devaluación), el Banco Central podría simplemente modificar la paridad y mantener el sistema. No obstante, la realidad parece ir en contra de ese pronunciamiento y ante una inicial modificación, las fuerzas del mercado acaban provocando un abandono de la paridad debido a la falta de credibilidad del sistema. Véanse tres ejemplos: el Sistema de Bretton Woods, el Sistema Monetario Europeo y la Crisis Mejicana de 1994.

El Sistema de Bretton Woods que se concibió como una estructura de tipos de cambio fijos pero ajustables, acabó convirtiéndose en un sistema ajustable pero fijo de hecho, por miedo a la devaluación y evitando los ataques especulativos en un mundo donde cada vez más los capitales tenían una mayor libertad de movimientos, gracias a la eliminación de controles de cambio.

El cierre de “la ventana del oro” (*Gold Window*) de Bretton Woods y el posterior acuerdo del Smithsonian propició el Acuerdo de Basilea del 10 de abril de 1972. Esta institución formal prescribía un margen (serpiente) dentro del cual los tipos de cambio de los países, de la entonces Comunidad Económica Europea, podían fluctuar menor que el establecido en el acuerdo del Smithsonian (túnel). Esta flotación conjunta se conoció como “serpiente dentro del túnel” (*Snake in the tunnel*). La “serpiente” fue el prólogo de un sistema más completo: el Sistema Monetario Europeo. Éste se estableció en 1979 como un sistema de cambio fijo, comprometiéndose los países a mantener sus monedas dentro de una banda estrecha (dos veinticinco o seis por ciento, según el país) alrededor de una paridad central. No obstante, durante la crisis de 1992 tuvieron que modificarse las paridades de los países afectados por los ataques especulativos; así que mientras unos países salieron del sistema, otros ampliaron las bandas hasta un quince por ciento (15%)⁹⁶.

⁹⁵ Este es la duración del tipo de cambio en una estructura de tipos de cambio fijos.

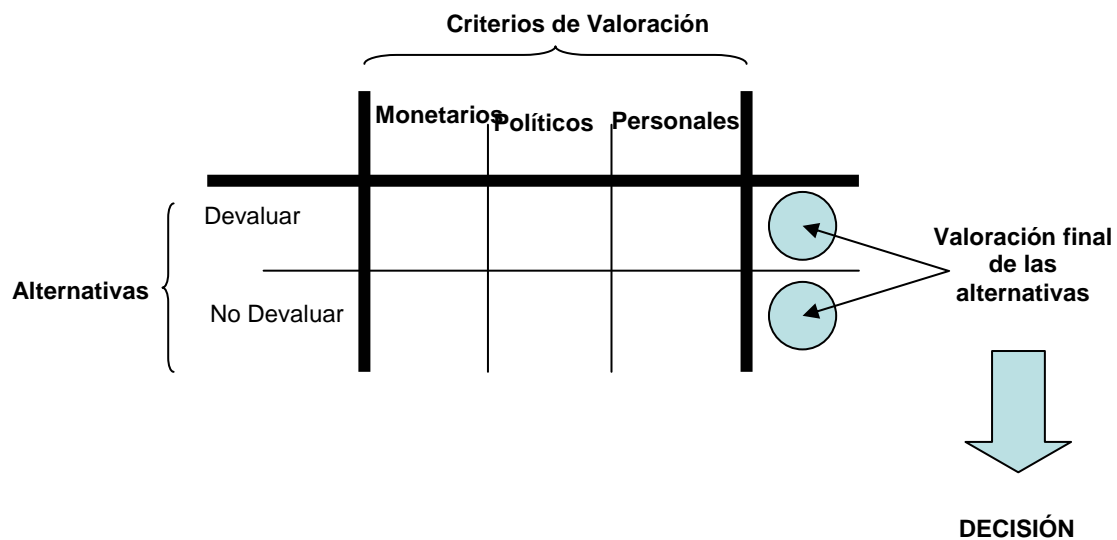
⁹⁶ ¿Puede considerarse una banda de un 15% una estructura de tipo de cambio fijo o es un abandono del sistema?

Finalmente, en 1987 México fijó el peso con el dólar americano; pero durante la crisis de 1994, el país intentó una devaluación inicial el 20 de diciembre que se reveló como insuficiente, evitándose el desastre sólo con la ayuda de un préstamo de 50 billones de dólares orquestado por el Tesoro de los EEUU y el FMI.

Por todo ello, la disyuntiva será devaluar o no, entendido como mantener el sistema o abandonarlo. Evidentemente se podría, como se ha mencionado, elaborar una serie de alternativas más amplia; con todo, ello no añadiría más que complejidad y no profundidad al análisis, motivo por el que se decidió mantener la dicotomía inicial.

En ese contexto, habrá tres grandes grupos de **criterios de valoración**: los financieros (monetarios), los políticos y los personales. En el primer grupo figurarán variables como el atraso cambiario (*degree of real exchange rate misalignment*), el volumen de reservas del Banco Central y los aspectos fiscales (que incidirían en la inflación y por tanto, a través del tipo de cambio real en la primera variable). Se podrían considerar otros indicadores como los índices bursátiles o el crecimiento de la masa monetaria.

Figura 7: Resolución de Problemas



Fuente: Elaboración propia

En el segundo grupo, se utilizarán como variables el período electoral, el tipo de régimen político y el número de organizaciones con derecho a veto que puedan bloquear la decisión. Finalmente, en los criterios personales, habrá variables como el reconocimiento al que decide por parte del resto de agentes decisores (como serían otros gobernadores de los Bancos Centrales o funcionarios de organizaciones internacionales).

El *trade-off* entre la estabilidad del tipo de cambio *versus* la independencia de la política monetaria visto anteriormente, no sólo presenta limitaciones en el terreno estrictamente económico, sino que tiene impacto en la política económica al afectar claramente la

actividad y los intereses de grupos socioeconómicos distintos y por tanto, se sitúa en la arena política.

En el marco conceptual esta consideración aparecía con la inclusión del fenómeno de las **EXTERNALIDADES**. Éstas eran así denominadas porque son externas al sistema de precios (mercado), entendiendo en nuestro caso la determinación del nivel de tipo de cambio, como un precio unitario: de cantidad de la moneda extranjera en términos de una moneda local

En la situación que nos ocupa, la presión que se ejercerá desde los distintos grupos de interés (*stakeholders*) podría representar la visualización de la importancia de ese coste difuso y una forma de que el agente decisor “internalice”. Para la situación que se ha planteado, se han identificado cuatro grupos de interés:

- Comerciantes e inversores internacionales.
- Productores de bienes no-comercializables.
- Productores de bienes que compiten con los exportadores.
- Productores de bienes que compiten con importadores.

Obviamente, esos grupos tendrán intereses distintos y por tanto, las consecuencias de la acción tomada por el agente decisor serán a su vez distintas; por lo que la tensión que generarán vendrá de direcciones diferentes, como se analiza a continuación (Véase Tabla 3).

Tabla 3: Preferencias sobre la política del tipo de cambio, dada la movilidad de capital

		Preferencia del nivel del tipo de cambio	
		Alta	Baja
Preferencia sobre el Grado de flexibilidad del tipo de cambio	Baja	Comerciantes e inversores internacionales. <i>(International traders and investors)</i>	Productores de bienes que compiten con exportadores <i>(Export-competing traded goods producers)</i>
	Alta	Productores de bienes no comerciables. <i>(Non-tradables producers)</i>	Productores de bienes que compiten con importadores <i>(Import-competing traded goods producers)</i>

Nota: En relación al nivel del tipo de cambio “Alta” se refiere a un tipo de cambio más apreciado y “Baja” a uno más depreciado. En relación al grado de flexibilidad del tipo de cambio, “Baja” implica un tipo de cambio fijo como el patrón oro, mientras “Alta” implica tipos de cambio puramente flexibles. Dada la movilidad de capital, esta variación implica también un cambio de una política monetaria

nacional y autónoma y efectiva a la inexistencia de la misma. Son, por supuesto sólo una aproximación y la variación es un proceso continuo más que una dicotomía⁹⁷.

Fuente: Frieden, J. (1994). *Exchange rate politics: contemporary lessons from American History*.

En una economía cerrada, la colocación de más dinero en circulación incrementa el nivel de precios nominal, reduce los tipos de interés reales, por lo que los costes de los préstamos son menores y teóricamente, aumenta la inversión y el consumo doméstico financiado vía créditos. En consecuencia, tanto pequeños (construcción o sector financiero) como grandes grupos (masas de prestadores y prestatarios, así como trabajadores y consumidores) se verán afectados por esta tendencia general de la macroeconomía.

Sin embargo, en una economía abierta, en la que la política monetaria afecta rápidamente al tipo de cambio, el mayor crecimiento de la masa monetaria impacta más a los precios relativos de los productos y servicios comercializables o no comercializables (*tradable and non-tradable goods and services*) que al nivel de precios nominal, por lo que los grupos más afectados serán ahora aquellos dedicados al comercio internacional y a inversiones en el exterior.

Asimismo, la política monetaria también se ve afectada por la apertura comercial. Mientras la integración de los mercados financieros cambia los *trade-offs* de la política monetaria, la apertura comercial incrementa la intensidad con la que éstos son sentidos por los agentes económicos.

Todo ello sirve para explicar que el **aumento de atención política al tipo de cambio es un resultado predecible de la integración de los mercados de bienes y servicios y capitales**. Cuanto más intensamente relacionados y próximos estén los mercados financieros, más se verán forzadas las políticas monetarias nacionales a operar con el tipo de cambio. Cuanto más intensamente relacionados estén los mercados de bienes y capitales, más atentos estarán los agentes económicos a las variaciones del tipo de cambio (Frieden, 1994).

La política económica de la estructura de los tipo de cambio, tal y como se analizó anteriormente en el presente texto, entraña dos niveles de decisión. En primer lugar, el Banco Central ha de decidir si quiere una política monetaria independiente, que requiere un tipo de cambio flexible, o abandonar la autonomía de la política monetaria en favor de tener un tipo de cambio estable y predecible. En segundo lugar y asumiendo que tiene intención de intervenir en la política cambiaria, el Banco Central debe decidir el nivel de la moneda; es decir, el valor exacto de la moneda (tipo de cambio o *par value*).

⁹⁷ “As regards the level of the exchange rate, “high” refers to a more appreciated exchange rate and “low” to a more depreciated exchange rate. As regards the degree of exchange rate flexibility, “low” implies a fixed rate such as the gold standard, while, “high” implies freely floating rates. Give capital mobility, this variation also implies variation from the absence of national monetary independence to effective and nationally autonomous monetary policy. These are, of course, only rough approximations, and variation is along a continuum rather than dichotomous” (Frieden, 1994:85).

En este momento, aquellas organizaciones cuyos negocios sean totalmente dentro del ámbito doméstico, para las que el comercio internacional y sus pagos (es decir, el tipo de cambio) son irrelevantes⁹⁸, preferirán la independencia de la política nacional a la estabilidad de los tipos de cambio. Estos grupos incluyen productores de bienes y servicios no comercializables, y productores de bienes comercializables pero que tienen su mercado básicamente nacional. Su riqueza es dependiente de las condiciones de negocio domésticas, y en la habilidad del gobierno para intervenir en la política monetaria nacional por lo que *a priori* estarían a favor de una estructura de tipo de cambio flexible.

Por otra parte, aquellos implicados en el comercio e inversiones internacionales tienen, por la cuenta que les trae, un gran interés en la estabilidad del tipo de cambio dado que tiene un impacto muy importante en su desempeño económico y en su rentabilidad financiera. De hecho, en tanto que su ámbito de negocio es cambiante y pueden más fácilmente (que los grupos del párrafo anterior) desplazar producción y facturación del mercado doméstico al internacional, están menos interesados en las condiciones domésticas y más en la predicibilidad del tipo de cambio.

Sin embargo, los agentes económicos también tienen presente el nivel de una moneda. Normalmente, los productores de bienes comerciables prefieren un valor relativamente bajo (tipo de cambio devaluado), puesto que ello hace sus productos más baratos en comparación a los productos extranjeros; mientras que los productores de productos y servicios no comercializables prefieren un valor relativamente elevado (tipo de cambio sobrevaluado), que eleva el precio de sus productos en comparación a los bienes comercializables en el mercado nacional. Los inversores internacionales tienen una tendencia a preferir una moneda fuerte, que les permite comprar activos extranjeros de forma más barata (Edwards, 1989).

Con todo, existen tres consideraciones a valorar antes de cerrar las externalidades aplicadas a este caso concreto: la intensidad de las preferencias sobre el nivel de tipo de cambio, su diferente influencia sobre los bienes comercializables o no comercializables y la relación entre las dos decisiones a las que se enfrenta el Banco Central.

En primer lugar, la intensidad de las preferencias sobre el nivel de tipo de cambio puede ser distinta según los agentes; por ejemplo, los productores de *commodities* pueden tener una sensibilidad mayor a los movimientos de tipo de cambio. Una forma de visualizar la sensibilidad de los productores de bienes comercializables es una función de la elasticidad precio de la demanda de sus productos. Otra posibilidad, más general, sería analizar la exposición de las empresas nacionales a las variaciones del tipo de cambio; es decir, sopesar el efecto balance (*Balance Sheet Effect*). Este efecto consiste en analizar el porcentaje de los pasivos (deudas) de las empresas nacionales que son en moneda extranjera. Naturalmente, a mayor porcentaje mayor riesgo de quiebra. Ello es así porque una devaluación elevaría considerablemente la carga de la deuda, llegando en algunos casos a ser insostenible, como ocurrió en la crisis asiática de 1997.

La segunda consideración hace referencia a que generalmente, la influencia de los movimientos de los tipos de cambio en los bienes no comercializables es menos directa que en los comercializables, debido a que en éstos últimos la incidencia en el precio de

⁹⁸ Aunque en la realidad este grupo cada vez es menor...

los mismos es proporcional a la variación del precio de la moneda, mientras que en los primeros, el impacto es indirecto y por tanto, más lento y difuso.

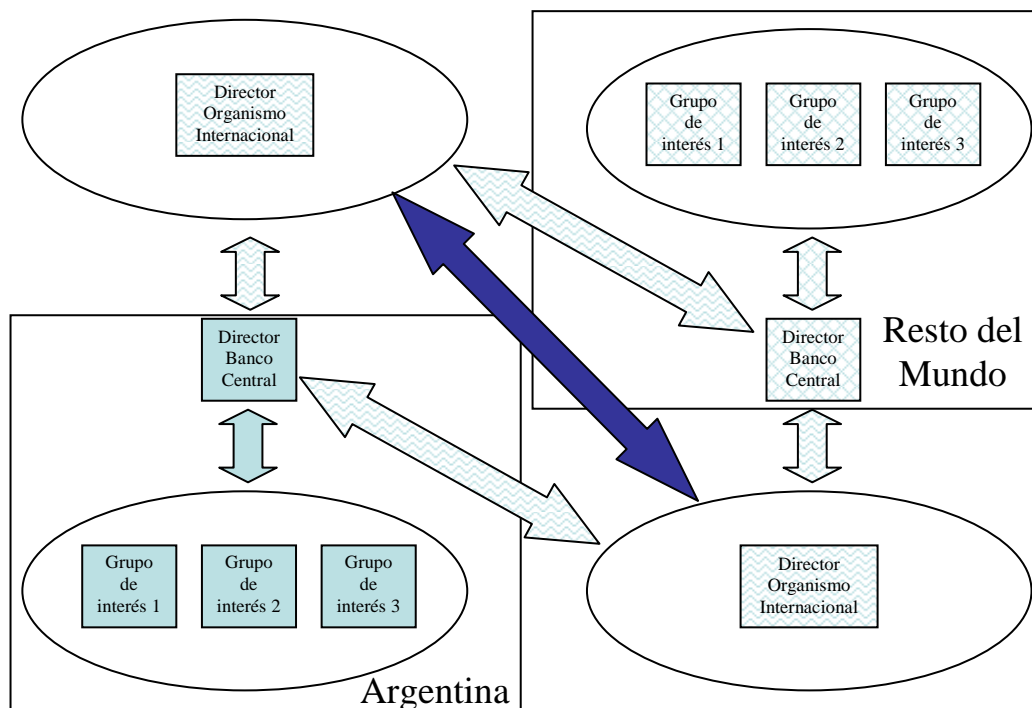
La tercera se refiere a que la relación entre la flexibilidad del tipo de cambio y el valor de la moneda es suprimida de forma frecuente. El valor de la moneda está a menudo ligado a la cuestión más importante de la determinación del régimen de tipo de cambio. Esto es más obvio en el caso de un régimen de tipo de cambio fijo en que es difícil devaluar sin perjudicar la credibilidad de mantenimiento del sistema (Frieden, 1994), como se ha observado en la relación entre “no fijación” y “no duración”.

En el último eslabón para completar el proceso de resolución de problemas desde una perspectiva económica, aparecen el tiempo y las instituciones. El tiempo y la visión del mismo tienen el papel preponderante en la descripción y estudio de la situación, dado que la duración de la estructura puede llegar a tener efectos muy importantes en el desempeño económico de la unidad económica.

Finalmente, las **INSTITUCIONES** influyen en la medida que afectan a los incentivos de las organizaciones y de los individuos al modificar el precio relativo de las alternativas. La base de su existencia es la incertidumbre en la toma de decisiones, así como la dificultad en la captación y proceso de la información existente en el entorno.

Un modelo integrador es el que recoge la Figura 8. En él se puede observar las distintas organizaciones que participarán en el proceso así como las distintas posibles relaciones que se producen entre ellas.

Figura 8: Modelo ampliado de toma de decisiones



Fuente: Elaboración propia.

El surgimiento y evolución de las instituciones manifestaba una trayectoria (*path dependence*) y era gradual. Son esas dos características las que conducen a la elección de una determinada unidad económica (en nuestro caso Argentina) para el análisis de esa figura. El circunscribirlo a un área determinada permite delimitar qué instituciones se van a analizar así como su evolución a lo largo del tiempo y constatar realmente si se cumplen esos dos hechos. Así en el transcurso de los casos se analizarán las **Instituciones Formales**, como el Tratado Constitutivo de la Conferencia de Bretton Woods, la Ley de Convertibilidad de 1991, las Leyes Orgánicas sobre capitales e inversiones Internacionales y Tratados Internacionales. Asimismo también se prestará atención a las **Instituciones Informales**, como la confianza en el SMI (por ejemplo, las “reglas del juego” de John Maynard Keynes, la credibilidad del sistema, determinadas personalidades que influyeron sobre él, las creencias económicas de cada época, las formas de actuar (por ejemplo, prevalecimiento del equilibrio interno sobre el externo) y las formas de relacionarse (por ejemplo no es lo mismo devaluar en Argentina, donde antes de 1991 al devaluarse, a la mañana siguiente había un aumento de precios por el mismo importe que la devaluación, que en otros países). Finalmente también se estudiará la capacidad de las organizaciones para hacer cumplir dichas instituciones (**Enforcement**), como serían la cláusula de condicionalidad, el compromiso y el poder hegemónico de ciertos países en determinadas épocas (por ejemplo, Gran Bretaña y Estados Unidos).

En la Figura 8 se manifiestan las posibles tensiones a que puede estar sometido el tomador de la decisión, así como las organizaciones que pueden situarse en el proceso y que afectarán a la misma. Las instituciones serían un elemento transversal y común a todos ellos.

3.3. Investigación Empírica y Metodología

La Investigación Empírica de la Memoria tiene un carácter exploratorio y complementario, como se ha destacado en los capítulos y apartados precedentes. Estos propósitos no implican, evidentemente, el desatender las exigencias científicas que se le suponen a toda tesis.

El Institut d’Estudis Catalans define la epistemología como una disciplina filosófica que trata de la naturaleza, de los métodos y del alcance del conocimiento científico⁹⁹, pero... ¿existe otro tipo de conocimiento que no sea científico? ... puesto que de un tiempo a esta parte, el término Conocimiento (con mayúsculas) parece ir adherido al de ciencia, mientras que sabemos que hay otros tipos como serían el innato o el que se debe a la experiencia, entre otros.

El definir qué es esta cosa denominada ciencia no es una tarea fácil. A lo largo de la historia, se han presentado casi tantas definiciones como autores, habiendo pocas características en común. Esta búsqueda no ha sido una cuestión estática, sino más bien

⁹⁹ “Una disciplina filosòfica que tracta de la naturalesa, dels mètodes i de l’abast del coneixement científic” (IEC, Diccionari de la Llengua Catalana, Edicions 62, 1995)

dinámica, en el sentido de que ha habido una evolución no sólo de la “ciencia” sino también de su esencia (naturaleza) con el paso de los tiempos.

Lakatos (1975:204) ilustra el cambio acerca de la idea de conocimiento científico cuando escribe que “durante siglos, por conocimiento se entendió conocimiento demostrado; demostrado o bien por el poder del intelecto o bien por la evidencia de los sentidos (...) y actualmente, son muy pocos los filósofos o científicos que todavía piensan que el conocimiento científico es, o puede ser, conocimiento demostrado”. O sea, antiguamente se creía en la validación positiva y ahora en la ausencia de una prueba negativa. Se abría el camino de la falsación como señal de conocimiento científico.

Desde los inicios de nuestra era, el conocimiento para ser válido debía ser demostrado, probado, científico. Éste surgía de la observación o de la razón (con las premisas). Naturalmente, tanto una situación como la otra tenían lo que se ha venido en denominar el problema de la inducción, enunciado por David Hume (curiosamente el mismo del flujo de la especie); pues ¿cómo se puede asegurar observados unos cuantos casos, que siempre será así? o, ¿cuál sería esa razón?

Este primer gran colapso fue superado gracias a Karl R. Popper. Su premisa fue “no tomar precauciones para evitar errores, sino eliminarlos sin piedad. Valentía en las conjeturas por una parte y austeridad en las refutaciones por otra. La honestidad intelectual no consiste en atrincherarse, o en tratar de asentar la propia postura demostrándola (“o haciéndola probable”); antes bien, la honestidad intelectual consiste en especificar con precisión las condiciones bajo las cuales se está dispuesto a abandonar la propia postura” (Lakatos, 1975:204).

En este sentido, el conocimiento científico para ser considerado como tal, debería tener un carácter sistemático: habría una primera fase de descubrimiento o hipótesis, otra de leyes o relaciones regulares y, finalmente, la confección de las teorías. El origen del cuerpo científico, según Schanz (1988: 4) se sitúa con las hipótesis, pues “son, en la ciencia real, sospechas de cómo se puede capturar estructuralmente la realidad”.

La otra figura central en la historia de la epistemología es Kuhn. Él también rechaza la idea de que la ciencia crece por acumulación de verdades eternas pero mientras según Popper, la ciencia es “una revolución permanente, y la crítica al núcleo de la empresa científica; según Kuhn la revolución es excepcional y, verdaderamente, extracientífica, y la crítica es, en épocas “normales”, anatema”. Para Kuhn, el cambio científico – cambio de una “paradigma” a otro- es una conversión mística que ni es ni puede ser gobernada por las reglas de la razón y cae dentro del reino de la *psicología social del descubrimiento*” (Lakatos, 1975:205).

Para algunos autores, como Recio (1973), el conocimiento científico sería aquél que se obtendría a partir de la utilización de un método sistemático: hipótesis, leyes y teorías, siguiendo un esquema parecido al de Schanz. No obstante, los neopositivistas argumentan que de las dos fases en que se separa el proceso – a saber: el proceso de descubrimiento y el de fundamentación o justificación- sólo el de la fundamentación debería ser objeto de la metodología, siendo el primero, objeto de otras especialidades. En esta concepción el paso de la hipótesis a la ley es ciertamente complicado; por este motivo Schanz (1988:6-7) da tres posibles soluciones:

- a) Una solución empírica en la que “los científicos consiguen formar teorías únicamente a través de la observación de regularidades” y aplicando entonces el principio lógico de la inducción.
- b) Una solución intelectualista; en esta solución la captación proviene de la intuición y después se aplicarían deducciones lógicas.
- c) Una solución crítica, en la que habría distintas hipótesis (especulaciones), pero necesitadas de control.

Esta tercera solución se acerca a lo que Lakatos definió como falsacionismo sofisticado, mientras que las dos primeras están fuertemente criticadas en la historia de la epistemología; sea por el problema de la inducción que enunció Hume o porque la deducción no puede crear nuevo conocimiento sino sólo transmisión del mismo.

Otra posibilidad que surge llegado a este punto son los modelos, entendidos como herramientas que garantizarían la científicidad de una disciplina. “El término “modelo” se utiliza a veces para significar la configuración formal de una teoría que se puede formalizar o de varias teorías con estructuras parecidas (...). El modelo así entendido no es, pues, una teoría, sino un sistema formal que admite diversos contenidos materiales” (Recio, 1973:139). La economía sería un claro ejemplo de la utilización de modelos. Ésta tendría características de la segunda solución de Schanz (1988) sólo que en la fase de descubrimiento, las hipótesis no se obtendrían por el criterio de validez sino del de bondad de la predicción; extraño criterio si se tiene en cuenta el fenómeno de la inmunización. Esa misma enunciación la podemos encontrar en el teorema de incompletitud de Gödel: cualquier sistema filosófico que parte de unos primeros principios tendrá un alcance necesariamente limitado, o por decirlo de forma mucho más prosaica, dime cuánto quieres saber y te diré con cuánta certeza podrás afirmarlo (Martínez, 2004: 63).

Esta memoria de tesis tiene como objetivo el analizar las incidencias provocadas por las instituciones en la resolución y gestión de las crisis financieras utilizando el caso como estrategia de investigación. Con este propósito se distinguirá entre *objeto material*, *objeto formal* y *método*. Según Ferrater Mora (1984), el objeto material es la realidad que se quiere conocer, el objeto formal es el punto de vista desde el que se aborda el conocimiento del objeto material y el método es el camino utilizado para sacar conclusiones de acuerdo al objeto material propuesto. Así, el objeto material sería el manejo y resolución de las crisis financieras en Argentina; el objeto formal sería el análisis histórico de las correspondientes instituciones argentinas y el método sería cualitativo. La justificación de la elección del objeto formal estaría en la investigación conceptual, vista anteriormente (en el punto 3.2.2. La toma de decisiones desde la perspectiva de la ciencia económica). En los próximos apartados se justificará la elección del resto de ellos; es decir, del objeto material, de la estrategia de investigación, de los métodos cualitativos y de la elección y del número de elementos de la muestra.

3.3.1. Elección del Objeto Material

Las dos características comunes a las instituciones y a los sistemas monetarios internacionales es que tanto su surgimiento como su evolución dependen de una

trayectoria anterior y su gradualidad. Por ello su estudio debe circunscribirse a un periodo suficientemente largo y a una determinada unidad económica.

El período de análisis (1870-2002) es un período amplio por lo que permitirá conseguir los objetivos fijados. Además es una época llena de contrastes (Mundell, 2000; Tortella, 2000); de violencia y avance tecnológico, de muerte y destrucción y solidaridad, de guerras y paces mundiales, de riqueza y pobreza, de ideologías y realidades.... De todas formas, el estudio se centrará en tres momentos históricos aunque sea necesario tener una visión de conjunto para entender todo el proceso.

La elección del país es, probablemente, donde la subjetividad del autor ha sido más elevada, aunque apoyada sobre algunos datos objetivos. Argentina ha sido el país que ha sufrido a lo largo de la historia un mayor número de crisis financieras, tanto en frecuencia como en magnitud. Además, durante la primera parte del siglo XX estaba entre los países más ricos del mundo y desde entonces no ha cesado de disminuir. Concretamente, la primera mitad del siglo veinte Argentina estaba entre los diez países de mayor renta *per cápita*. Hacia 1950 igualaba la de Alemania, Francia o Canadá y doblaba la de España. El tamaño de su economía (PIB) equivalía al de Canadá o Brasil y era 30% mayor que el de España. No obstante, en 1998, su renta *per cápita* era la mitad de la de Alemania, Francia o Canadá y apenas dos tercios de la de España. El tamaño de su economía, un tercio del de Brasil, la mitad del de Canadá y 60% del de España. En ese sentido, su degradación constituye un caso único en la historia. Por si fuera poco, Temin (2002) dice de él que es un contraejemplo para todas las teorías de industrialización y crecimiento a la par que un país eternamente fascinante.

Sin embargo, no es posible olvidar que otros países podían presentar candidatura en cuanto a la fascinación que provocan. Alemania es uno de ellos. Además, también tiene elementos suficientes para ser objeto material del análisis. En 1835 inicia su propia unión comercial. En 1870 después de la guerra franco-prusiana se convierte en una de las potencias industriales del momento. La agudización de los problemas en la devolución de las reparaciones de guerra con la crisis de 1929 ha sido reconocida como una de las causas del nacionalsocialismo en Alemania y de la Segunda Guerra Mundial. La posguerra de ésta se convirtió en la época del “milagro alemán” y japonés. Finalmente, en el actual no-sistema es uno de los pilares de la Unión Europea y principal responsable de la crisis del Sistema Monetario Europeo de 1992. Con todo, se prefirió a Argentina por los elementos anteriormente reseñados.

3.3.2. Elección de la Estrategia de Investigación: el Caso

El Caso es una estrategia ideal cuando es necesaria una investigación holística y profunda (Feagin, Orum & Sjoberg, 1991). Éste permite realizar un estudio *longitudinal completo* de la experiencia real que se produjo en Argentina durante los años de las crisis. En ese sentido, el estudio de caso permite sacar a la luz algunos detalles desde el punto de vista de los participantes (Stake, 1995). En palabras de Yin (1994) un estudio

de caso es un estudio empírico que investiga un fenómeno de la vida real dentro de su contexto en la vida real¹⁰⁰.

Los principios básicos utilizados para la construcción de los casos han sido los que Yin (1994) en *Case Study Research Design and Methods (Revised Edition)*. El investigador ha de ser capaz de comportarse como un investigador “senior” (Feagin, Orum & Sjoberg, 1991); es decir, observar los procesos desde el exterior, situándose fuera de ellos y sin que le influyan. Además, presupone la necesidad de generar proposiciones previas a la investigación, con una finalidad descriptiva, para hacer viable la investigación (Yin, 1994).

En consecuencia, Yin (1994) realiza la propuesta que el método del caso sea una metodología que permita generalizar a partir del análisis del caso a la teoría. En ese sentido, considera la dicotomía entre la generalización conceptual y la generalización estadística.

La generalización o inducción también plantea problemas de legimitad. Éstos se han tratados desde distintas aproximaciones: la inducción clásica, la generalización estadística y la generalización conceptual (Bonet, Jensen & Sauquet, 2003).

- Generalización clásica: esta concepción se presenta sobre la base de dos funciones, la de descubrir y la de justificar la verdad de leyes generales obtenidas a partir de observaciones empíricas. Esta aproximación ha sido objeto de fuertes críticas. Hume, filósofo y economista inglés del s. XVIII, elaboró la principal al señalar que el haber numerosas observaciones y que éstas apoyen la ley general no garantiza que dicha ley se siga observando en el futuro en un caso particular. Popper (1972), como se indicó al principio de este apartado, reformuló este concepto.
- Generalización estadística: esta concepción se sustenta en la idea que los comportamientos observados en una muestra de la población puede ser atribuidos a toda la población basándose en las leyes probabilísticas. La crítica a este aproximación se ha producido a través de la forma en que se elige la muestra. Ésta ha de ser representativa y para ello es *conditio sine qua non* el conocer el conjunto de la población y eso no es posible en numerosas ocasiones. Luego, la muestra representativa se escoge al azar y el investigador debe asumir un porcentaje de error.
- Generalización conceptual: esta concepción es muy usual en los métodos cualitativos. En ella se establece un proceso de abstracción y se generan conceptos y categorías basados en los datos empíricos. Este método no precisa del análisis de un gran número de casos a diferencia de la generalización estadística.

La utilización de este planteamiento requiere algún comentario adicional en tanto se ha considerado un buen instrumento didáctico pero no adaptable a las exigencias de una investigación científica. Las principales objeciones son dos. La primera hace referencia a que la subjetividad del investigador no permite dar la necesaria validez empírica a las teorías. La segunda, la ausencia de casos repetidos que no permite la aplicación del

¹⁰⁰ “An empirical inquiry that investigates a real life phenomenon within its real life context” (Yin, 1994)

principio de inducción. Sin embargo, estas críticas han sido refutadas y por tanto, se ha dado validez a este método para la investigación.

Finalmente, Yin (1994) propone que los casos deben entenderse como múltiples experimentos con la finalidad que validen una teoría previamente elaborada. Ésta correspondería en la presente memoria a la investigación conceptual.

3.3.3. Elección de los Métodos Cualitativos

La literatura sobre crisis financieras de origen cambiario es, como se ha podido apreciar en el capítulo anterior, extensa tanto desde el punto de vista de modelos econométricos como de la normatividad en la elección del régimen de tipo de cambio. No obstante, la que intenta explicar el por qué de ciertas las políticas gubernamentales ante determinados acontecimientos es más bien escasa. Por tanto, el conocimiento científico, tanto conceptual como empírico, desarrollado sobre esta área es escaso y muy limitado. Esa es la razón de que no exista bibliografía relevante sobre los elementos fundamentales que deben considerarse desde esta nueva orientación de las crisis financieras de origen cambiario.

En este contexto, se descarta el modelo de investigación de tesis doctoral basado en la elaboración de unas hipótesis y su ausencia de falsación en el sentido popperiano (Popper, 1972). Ello a pesar que la metodología de análisis de la economía ha sido habitualmente la positivista tradicional, basada por una parte, en el método deductivo a partir de ciertas premisas y en la otra, en una cuidadosa y distante observación y en los principios de causalidad. No obstante, la economía, entendida como ciencia social, parecía haber perdido parte de su adjetivo hasta que empezaron a tener cabida los métodos cualitativos. Éstos permiten al investigador un entendimiento comprensivo, mientras que los cuantitativos entrarían más en el entendimiento explicativo (Hollis, 1994).

A esta tendencia se suma Schutz al asegurar que las ciencias sociales deben obtener, sin descartar el análisis positivista, sus propias metodologías de investigación. La principal complejidad de la misma es cómo conjugar un método objetivo con la subjetividad inherente a las decisiones humanas. Además, subraya la necesidad de introducir dos niveles de interpretación: el del sentido común (que utilizaría la sociedad en el día a día) y el científico, que debería apoyarse en los pilares del primer nivel (Schutz, 1953).

A estas complejidades se podría añadir una central en la investigación, y es que según el propio North, es imposible ver, tocar o incluso medir las instituciones dado que son construcciones de la mente humana (North, 1990)¹⁰¹.

Por tanto, en el estadio actual de la investigación sobre la incidencia de las instituciones en el manejo y resolución de las crisis financieras son más adecuados los estudios exploratorios sobre los cuales puedan realizarse con posterioridad análisis cuantitativos. Ello se justifica por la idea que los métodos cualitativos han de ser utilizados para

¹⁰¹ “We cannot see, feel, touch, or even measure institutions; they are constructs of the human mind” (North, 1990:107).

explorar áreas sustantivas sobre las cuales existe poco conocimiento científico (Strauss & Corbin, 1990).

Acorde con estas consideraciones, la memoria en su fase de investigación empírica será básicamente exploratoria con el fin de descubrir y establecer con datos reales aquellos aspectos de las instituciones que han intervenido en el manejo y resolución de crisis financieras y monetarias y que por tanto, permitirán establecer variables singulares y desarrollar estrategias en ese ámbito. Con las características de las instituciones que se han expuesto anteriormente (dependencia de la senda y gradual), los métodos cualitativos permiten estudiar longitudinalmente todo ese proceso de manera que se pueda analizar su evolución y tendencia, así como su incidencia en las crisis. Estas temáticas no podrían ser estudiadas actualmente con métodos cuantitativos.

La utilización de métodos cualitativos en la investigación científica ha sido justificada, de manera conceptual, por los epistemólogos interpretativistas. Así, Schutz (1953) destacó que las ciencias sociales tienen por objeto ciertos aspectos del comportamiento humano y que las acciones de los agentes incluyen el objetivo de las mismas. Éste no es observable y surge de la interpretación del analista. Dicha interpretación se realiza con métodos cualitativos y no cuantitativos. Esta escuela de pensamiento sigue las ideas básicas de la fenomenología de Husserl y la sociología de Weber.

La fenomenología de Husserl trata mediante la colocación entre paréntesis del conjunto de creencias del mundo, comprender los objetos de la misma forma que los recibe la conciencia. Esto permitiría a los individuos capturar la esencia de la intuición. En ese sentido Husserl extraería las características esenciales de las experiencias y la esencia de lo que se experimenta. Es a partir de este proceso crítico que la fenomenología estudia los fenómenos que configuran la experiencia humana. Por su parte la sociología de Max Weber profundiza en el concepto de comprensión. Weber diferencia entre la comprensión directa, que permite comprender lo que sucede cuando se observa una acción y la comprensión esclarecedora, que permite reconocer las motivaciones subjetivas y los significados de la acción (Bonet, Jensen & Sauquet, 2003).

La Epistemología interpretativa, que es deudora de la fenomenología y de la sociología, tiene su continuación en las investigaciones que, como esta memoria, se interesan por la generación de teorías más que por su verificación (Glaser & Strauss, 1967). En ese sentido, se entiende por Metodología un modo de pensar acerca de la realidad social y de estudiarla, de carácter cualitativo (Strauss & Corbin, 1990).

3.3.4. Elección de la Muestra y Número de Elementos la Muestra

La generalización conceptual es muy usual en los métodos cualitativos. En ella surgen conceptos y esquemas a partir de los resultados empíricos (Bonet, Jensen & Sauquet, 2003).

La elección de la muestra se realiza por el método del muestreo conceptual (*conceptual sampling*). Este nombre deriva de la estadística, pero no se debe confundir con ella. Los casos deben presentar muchas similitudes entre ellos para que las conclusiones parciales puedan compararse entre sí. Sin embargo, también deben presentar muchas diferencias

con el propósito de analizar procesos distintos. Por tanto, el método de elección de la muestra se basa en el conocimiento previo.

En cuanto a las similitudes destaca:

- *Régimen de Tipo de cambio fijo o cuasi fijo*: El Patrón Oro ha sido analizado desde tiempos remotos como una estructura de tipo de cambio fijo pero con ajuste automático. Bretton Woods incluyó en su Tratado Constitutivo la fórmula que se trataba de un sistema monetario con un tipo de cambio fijo pero ajustable. Finalmente, el Currency Board era un régimen de tipo de cambio fijo en la que el Banco Central argentino se comprometía a intervenir cuando el tipo de cambio se saliera de una determinada paridad.
- *Una unidad económica*. La elección de un determinado país, en este caso Argentina, facilita el seguimiento de las instituciones dado que sus cambios son graduales y dependientes de una tendencia. Asimismo, las organizaciones y sus cambios también pueden ser ubicados en un determinado contexto.

En cuanto a las diferencias que permiten la generación de nuevas ideas y esquemas, destacan:

- *Instituciones*: Naturalmente, el distinto contexto histórico provoca que las instituciones dominantes sean diferentes entre las distintas épocas.
- *Ideología dominante de la época*: El Liberalismo económico fue la ideología dominante durante el Patrón Oro. El Keynesianismo fue la ideología hegemónica en Bretton Woods. El Neoliberalismo ha sido la ideología predominante en la época del No-Sistema.
- *Ruptura de los Sistemas*: La ruptura de los tres sistemas presentó notables diferencias entre ellos debido a las distintas instituciones que los sustentaban.

En resumen, los tres casos – Patrón Oro, Bretton Woods y Currency Board – responden al análisis de un país en tres momentos históricos distintos, en los que predominaba una determinada ideología; con instituciones distintas, tanto a nivel mundial como interno; con tres regímenes de tipos de cambio parecidos que quiebran bajo unas determinadas circunstancias.

Finalmente, como se ha indicado anteriormente, la generalización conceptual no requiere el análisis de un número de casos tan grande como el que necesita la generalización estadística. Por esta razón, el número de casos que debe estudiarse es pequeño: dos, tres o cuatro casos complejos estudiados en profundidad suelen ser suficientes puesto que lo importante no es el número de casos sino la capacidad de obtener resultados por saturación (Gummesson, 1991; Orlikowski, 1993).

3.3.5. Estructura de Análisis de los Casos

Las conclusiones de los casos analizados (capítulo 7) tiene su origen en los capítulos precedentes (4, 5 y 6). En ese sentido, todos presentan una estructura parecida para un mejor análisis posterior.

- Un primer apartado teórico donde se analizan las instituciones teóricas y las reales. Las instituciones teóricas son las que idealmente se pensaba que se daban mientras que, por oposición, las reales son las que se dieron en la práctica.
- En segundo lugar se analiza brevemente la historia mundial del periodo con especial énfasis en la detección de las instituciones de la época y cómo intervinieron en las organizaciones. Este apartado, casualmente en cada análisis, se ha dividido en tres subperíodos distintos puesto que se produjeron una serie de hechos que hacían necesaria esa distinción.
- En tercer término se estudia Argentina observando cómo las instituciones dominantes de la época influyeron a lo largo del período y, por tanto, en su finalización. Éste apartado sigue la misma estructura que la anterior para un mejor seguimiento.
- Finalmente, las conclusiones del período.

3.4. Conclusión

Este capítulo estableció y justificó la metodología para la memoria. En primer lugar, se propuso un marco conceptual o modelo sobre la incidencia de las instituciones en la resolución y manejo de las crisis financieras. Posteriormente, y tras una digresión epistemológica previa, se describió la metodología de la investigación empírica. Después, se justificó el método del trabajo empírico así como la elección de la muestra y el número de la misma. Finalmente, se detalló una estructura del análisis de los casos para un mejor seguimiento. Con estas bases, el próximo tres capítulos corresponden a cada uno de los tres casos de la memoria.

Capítulo 4: La Institución Informal del Patrón Oro: la Argentina, un estudio de caso

“Les sorprende mucho conocer que el oro, algo tan inútil es sí mismo, sea por doquier estimado en tal grado, que incluso se estime en menos a los hombre para quienes fue hecho y para los cuales posee su valor”
TOMAS MORO

Los primeros capítulos de la memoria han presentado las bases de la investigación, tanto conceptual como empírica. Éste constituye el primero de los casos de la investigación. En él se analizará cómo las instituciones informales del Patrón Oro incidieron en la resolución y manejo de la crisis financiera del sistema.

El Sistema Monetario Internacional más duradero de la Humanidad ha sido, sin ningún género de dudas, el Patrón Oro¹⁰². Éste consistía en el seguimiento de una serie de instituciones informales por parte de los gobiernos de las naciones que lo formaban. Paradójicamente, estudios posteriores han comprobado que ninguna de ellas era seguida estrictamente por esos países. Sin embargo, el encanto del sistema ha permanecido hasta nuestros días.

El período que se analiza abarca desde 1880 hasta 1933. El inicio podría ser 1870 coincidiendo con el final de la guerra franco-prusiana y la entrada teórica de Alemania al sistema, y con ella la adquisición de su internacionalidad. Pero, todos los países se fueron adhiriendo en fechas distintas, por lo que se hace difícil establecer una fecha inicial consensuada (Frieden, 1992). En 1880, por ejemplo, en Argentina se inicia el “proyecto 80” y fue elegida esa fecha por un criterio de comparabilidad.

El fin del período, 1933, viene dado por qué es en ese año cuando Estados Unidos decide renunciar definitivamente al régimen del Patrón Oro, y con él la devaluación del dólar y la desintegración del sistema.

El caso de la institución informal del Patrón Oro tiene 4 partes. La primera (El Modelo del Patrón Oro) analizará las instituciones teóricas y las reales del período. En segundo término, se describirá brevemente la historia mundial del periodo y se colocará un especial énfasis en la detección de las instituciones y de las organizaciones. La tercera es un estudio de Argentina y se analizará cómo influyeron las instituciones dominantes de la época. Finalmente, se presentarán las conclusiones.

¹⁰² El Patrón Oro estaba constituido por instituciones formales, informales y la capacidad de hacerlas funcionar. Sin embargo, se equiparará el Patrón Oro a un conjunto de instituciones informales debido al gran peso específico de las mismas.

4.1. El Modelo del Patrón Oro (*Gold Standard Model*)

Los metales preciosos, desde el principio de los tiempos hasta finales del siglo XIX, fueron utilizados corrientemente como medio de pago, unidad de cuenta y reserva de valor: en definitiva, lo que se entiende por dinero. No obstante, la gran diversidad de monedas hacía difícil las transacciones fuera de las áreas de comercio; es decir, en aquellas zonas que no tenían la misma unidad monetaria. La dificultad se debía a la confusión existente entre el valor de las mismas (Copernicus, 1522) y por lo tanto, era necesario el acuerdo por parte de acreedores y deudores, de proveedores y clientes en un “medio de pago”. Éste fue básicamente, oro o plata o cobre, debido a sus características específicas (Eichengreen, 1998).

El oro, en particular, tiene propiedades deseables que los primeros economistas ya habían destacado. Por un lado, están sus cualidades intrínsecas: duración (no se degrada), fácilmente reconocible, almacenable, transportable, divisible, troquelable y fácilmente standarizable. Por el otro, estaban sus características extrínsecas: su stock era limitado y relativamente raro, y por tanto, susceptible de ser valorado. Debido a estos atributos, pronto emergió como una de las primeras formas de dinero (Bordo, 1981; Tortella, 2000).

Sin embargo, y a pesar de todas esas virtudes, el Patrón Oro no nació como fruto de un análisis racional coste-beneficio, sino que lo hizo por azar (Bernstein, 2002; Tortella, 2000). Las razones que llevaron al gobierno inglés a tomar la decisión de adoptar un Patrón Oro interno, es decir, como ancla nominal para la estabilidad de precios, son bien conocidas y se analizarán a continuación. En ese sentido, éste podría haber sido uno de los “momentos estelares de la Humanidad” de Stefan Zweig. Posteriormente, y fruto de otra serie de “casualidades” se configuró como un sistema monetario internacional. Curiosamente el de mayor duración en la historia de la humanidad. En Inglaterra perduró más de cien años y en numerosos países desarrollados de la época más de medio siglo. Muchas han sido las teorías para intentar explicar esa larga duración y estabilidad del Patrón Oro. Entre ellas, destaca el mecanismo de la especie del filósofo David Hume. Este capítulo mostrará otra explicación: la incidencia de las instituciones informales.

4.1.1. ¿En qué consistía teóricamente el Patrón Oro?

El Patrón Oro estaba esencialmente basado en una **institución informal**. Ésta tenía un componente interno y otro externo. El **componente interno** era un compromiso, por parte de los países participantes en ese régimen, de establecer un precio fijo a una onza de oro troy en términos de la moneda nacional. Ese mantenimiento de los precios se realizaba mediante una práctica que tenía que ser llevada a cabo por parte de los gobiernos: comprar y vender cualquier cantidad de oro a ese precio. Por tanto, el precio del oro sería aquél que hubiera pre-establecido el gobierno al no existir ningún incentivo para su modificación. Así, por ejemplo, desde 1821 a 1914, la Gran Bretaña mantuvo un precio fijo de la onza de oro a 3 libras y 17 chelines (L3, 17s, 10 ½ d); y los Estados Unidos, desde 1834 a 1933 mantuvieron el precio del oro a 20,67 dólares por onza (con la excepción de la era del *Greenback* entre 1861 y 1878).

Ahí, radicaba uno de los principales encantos del sistema: la simplicidad. Las palabras del Profesor Tortella en ese sentido son elocuentes:

“Definir el patrón oro es sencillo: se trata de un sistema monetario en que el oro es la única sustancia que tiene el carácter oficial de dinero” (Tortella, 2000:131).

El otro encanto del sistema era la posesión de un simple y elegante ajuste automático, es decir, sin intervención alguna por parte del Estado o del banco central, tanto a nivel interno como a nivel externo. Para ello, era necesario el **componente externo**. Éste era otra institución informal: dejar circular libremente las exportaciones e importaciones de oro; o lo que es lo mismo, no colocar ningún obstáculo a su libre circulación.

En el siglo XVIII el filósofo David Hume había mostrado que, si se le dejaba funcionar libremente, el Patrón Oro proporcionaría un sistema automático de equilibrio comercial internacional. El razonamiento era el siguiente: si un país por las razones que fueren, sufría una elevación de precios con relación al resto del mundo, su balanza de pagos en déficit le obligaría a exportar oro, lo cual causaría una caída de precios, una mejora de los términos de intercambio y la corrección del déficit.

Naturalmente, las palabras del propio Hume (1752) dan una mejor muestra de la simplicidad y elegancia del sistema, virtudes que ayudaron a su expansión. “Suponga que cuatro quintas partes de todo el dinero de Gran Bretaña es eliminado en una noche, y el país es reducido a la misma condición, como en los reinos de los Harrys y los Edwards ¿cuáles serían las consecuencias? ¿No deberían los precios del trabajo y de los bienes disminuir en la misma proporción, y ser vendidos tan baratos como lo eran en esa época? ¿Qué nación podría entonces disputarnos cualquier mercado extranjero, o pretender navegar o vender manufacturas al mismo precio? ¿No nos permitiría eso conseguir beneficio suficiente? ¿En cuan poco tiempo, por tanto, debería volver el dinero que habíamos perdido, y elevarnos al nivel de todas las naciones vecinas? En ese momento, perderíamos inmediatamente la ventaja de poseer el factor trabajo y los bienes más baratos; y la entrada de dinero se pararía” (Hume, 1997: 35).

La misma idea es expresada, de forma mucho más visual, por el propio Hume (1752) en una teoría parecida a la de “los vasos comunicantes” de Galileo:

“Toda el agua, si se comunica, permanecerá siempre en el mismo nivel” (Hume, 1997: 35)¹⁰³.

El seguimiento de esas dos instituciones informales (establecimiento de un precio fijo del oro en moneda local y libre circulación del mismo) **permitía la configuración de un sistema monetario**, tanto a nivel interno, como a nivel externo.

El Patrón Oro *interno* proporcionaba un mecanismo de ajuste que lograba la estabilidad monetaria y el nivel de precios en el largo plazo. Por otra parte, el Patrón Oro *externo* proporcionaba un sistema de pagos internacionales. En realidad, producía una unión

¹⁰³ “All water, wherever it communicates, remains always at a level” (Hume, 1997:35).

monetaria de todos los países que lo practicaran a través de un sistema de tipos de cambio fijos, gracias a los dos compromisos indicados.

Durante la segunda mitad del siglo XIX y los primeros años del XX, la filosofía política dominante (**ideología**) se basaba en el **liberalismo económico**. Éste propugnaba un ordenamiento natural, no controlado por el Estado en el que la propiedad y la iniciativa privada, la libre competencia y el comercio garantizaban la prosperidad económica y el progreso social (Kinder & Hilgemann, 1982). El famoso “*Laissez faire, laissez passer*” (dejad hacer, dejad pasar) era su lema.

La unión de los dos encantos (simplicidad en el concepto y en el ajuste automático) junto a los postulados del liberalismo imperantes en la época dieron al Patrón Oro uno de sus más preciados intangibles: la **credibilidad**. Ello fue así desde sus inicios. Ya en la época de la Comisión del Lingote (*Bullion Committee*, 1810) empezó a surgir esta institución al reconocer que los mercados estaban mejor informados que los gobiernos y que sus señales debían determinar la política. El sistema colocó al metal por encima del hombre en lo referente a la gestión de la oferta del dinero de la nación. El acto de fe subyacente en el patrón oro radicaba en la capacidad de los mercados libres, expresada por cambios en el precio del oro, para desempeñar mejor que los políticos esa compleja tarea (Bersntein, 2002).

A continuación se analizan con detalle los mecanismos de ajuste automático y la aplicación teórica de dicho régimen a una economía cerrada y a una economía abierta, respectivamente. Sin embargo, como se ha anunciado anteriormente, el resultado es el mismo: **la institución informal teórica del Patrón Oro aseguraba una estabilidad monetaria y de precios de los bienes y servicios de la economía en el largo plazo; y proporcionaba un sistema de pagos internacionales.**

4.1.1.1. El Patrón Oro en una Economía Cerrada

Una economía cerrada es aquella que no tiene comercio con otro país. Naturalmente este supuesto es enteramente teórico y de difícil observación en la realidad. Sin embargo, es preferible empezar por él a nivel didáctico, debido a su simplicidad y posteriormente introducirle complejidad con la incorporación del comercio exterior. En este primer caso esta unidad económica produce oro y utiliza sólo monedas de ese metal como dinero. En este país, el gobierno se ha comprometido a comprar y vender oro al resto de agentes económicos a un precio fijo¹⁰⁴.

El nivel de precios (el promedio ponderado de los precios de todos los bienes y servicios que se producen en el país) será determinado por la igualdad entre la cantidad de monedas de oro demandadas y ofrecidas, o sea, cuando la oferta y la demanda de monedas de oro sean iguales. Además, ese nivel de precios sería el de equilibrio (p^* en el Figura 4.1.) puesto que no habría ningún incentivo al cambio.

¹⁰⁴ Se puede realizar un análisis más complejo si el precio de compra de oro y el de venta son distintos. Esa diferencia reflejaría los costes de certificación y acuñamiento de las monedas. Sin embargo, de momento se supondrán iguales. Es decir, el coste del *Brassage* es cero, puesto que la complejidad que requeriría el análisis no se ve compensada por sus conclusiones marginales.

Por una parte, la oferta de monedas de oro está determinada por la oferta de oro de la economía y por la cantidad de oro utilizado para propósitos no-monetarios. Por un lado, está la oferta de oro que es función a su vez, en el largo plazo, del coste de oportunidad de producir oro – el coste en términos de trabajo, capital y otros factores que se dejan de utilizar en otras actividades al producir una unidad adicional de oro. Por el otro, se encuentra la oferta de oro para usos no-monetarios. La cantidad aurífera que se ofrece a la economía puede utilizarse con fines monetarios o no-monetarios, como serían la joyería, la industria química o la odontología, entre otras actividades. La fracción de oro dedicado a usos no-monetarios a su vez está en función del poder de compra del oro en términos de todos los otros bienes comerciables. O sea, la cantidad de bienes que se pueden comprar con una determinada cantidad de oro. En definitiva, la oferta de monedas de oro sería una función de la oferta de oro total menos la parte destinada a usos no monetarios.

Por otra parte, la demanda de monedas de oro está determinada por el bienestar de la comunidad, sus preferencias y el coste de oportunidad de mantener oro en relación a otros activos (el tipo de interés). Por ejemplo, si aumenta el bienestar de la sociedad, normalmente aumentará la demanda de monedas de oro y viceversa. El mantenimiento de oro en la economía doméstica dependerá también de los usos alternativos que tenga. No es racional tener el oro en casa, si con ello se deja de obtener un elevado rendimiento en la compra de algún activo. Por este motivo, la tenencia de oro depende del rendimiento, tipo de interés, de otros activos.

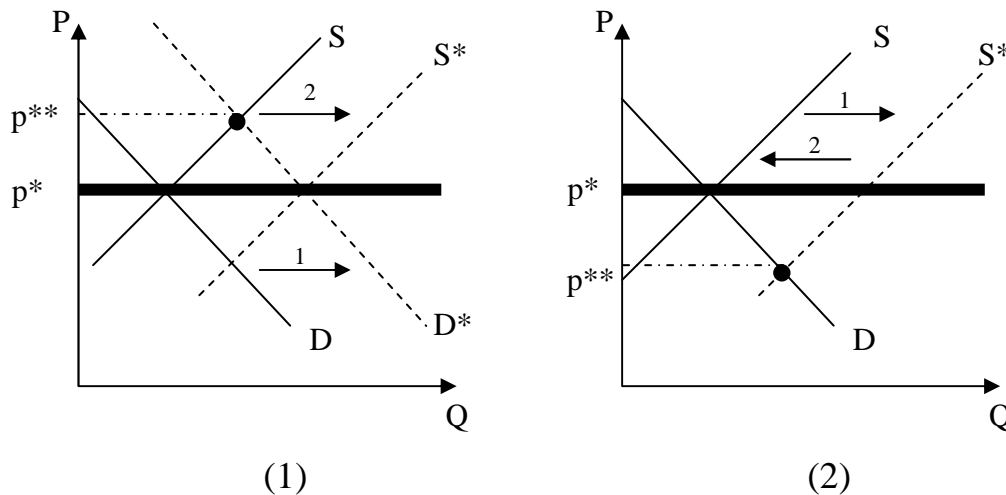
En el largo plazo, la competencia en la industria productora de oro asegura que el poder de compra del oro monetario en términos de todos los otros bienes será el coste de oportunidad de producir una unidad adicional de oro monetario (Mill, 1865). El “único” requisito indispensable para la consecución, por otra parte inevitable, de ese equilibrio es que la industria productora de oro esté bajo la estructura del modelo económico de competencia perfecta.

El análisis del funcionamiento del sistema puede observarse a través de la figura 4.1. En primer lugar, se considera qué pasa cuando una mejora tecnológica incrementa la productividad de los sectores no productores de oro de la economía (véase la Figura 4.1. (1)). Esta mayor capacidad de producción implica un aumento de la actividad real de la economía, un aumento de la demanda de dinero (monedas de oro) y, con un nivel de stock de dinero dado, un aumento del precio del oro que implica una caída en el nivel de precios. Lógicamente, esa mejor tecnología permite aumentar la producción, puesto que se es capaz de colocar en el mercado una mayor cantidad de bienes al mismo precio. Si existe una mayor renta (producción) la gente pedirá una mayor cantidad de dinero para poder comprar ese mayor número de bienes (desplazándose la demanda hacia la derecha y hacia arriba hasta D^* en la figura 4.1. (1), y que se corresponde al movimiento 1). Sin embargo, si el stock de dinero es fijo; es decir, hay siempre el mismo número de billetes, con los mismos se pueden comprar más productos. Ello sólo es posible si bajan los precios de los bienes, lo que comporta un incremento en el poder de compra del oro monetario (llegando a P^{**}).

La caída en el nivel de precios significa que los productores de oro obtendrán más beneficios. Las mayores ganancias incentivarán a los oferentes existentes a aumentar la producción y a nuevos emprendedores a entrar en la industria. Todo ello producirá un incremento en la producción de oro, ya sea por el surgimiento de nuevas formas de

exploración de oro o por intentos más eficientes de obtenerlo de minas ya existentes. Al mismo tiempo, “la gente” tomará el oro utilizado previamente para propósitos no monetarios y lo convertirá a usos monetarios (por ejemplo, venderán oro de las joyas al gobierno y lo acuñaran). Estas fuerzas provocarán el incremento la oferta de monedas de oro (representado por S^* en la figura), y anularán el decremento inicial del nivel de precios (movimiento 2).

Figura 9: Ajuste temporal precio-cantidad en el mercado de monedas de oro en una economía cerrada



siendo D y S , la demanda y la oferta de monedas de oro
 P y Q , el precio y la cantidad de monedas de oro.

En segundo lugar, se considera qué sucedería ante incrementos en el nivel de precios causados, por ejemplo, por un descubrimiento de oro (véase la Figura 4.1. (2)). Esa mayor producción, incrementará el stock de oro y la oferta de monedas de ese metal (desplazándose la oferta hacia la derecha y hacia abajo hasta S^* y que corresponde al movimiento 1). Además, provocará en la comunidad un cambio del oro para uso monetario a no-monetario, al reducir el poder de compra del oro monetario (observar el nivel de precios P^{**}), y reducirá eventualmente la producción de las industrias productoras de oro. Ambos factores tenderán a reducir la oferta de oro monetario (contrayéndose la oferta hasta su posición inicial y que se ve reflejado gráficamente en el movimiento 2) hasta que el nivel de precios vuelva a ser el del equilibrio inicial.

Así, bajo la institución informal del Patrón Oro, uno esperaría observar una estabilidad del nivel de precios. Sin embargo, ésta se produciría en el largo plazo puesto que se tardaría un tiempo en que todo este proceso de ajuste tuviera lugar.

4.1.1.2. El Patrón Oro en una Economía Abierta

En el apartado anterior se ha analizado el comportamiento teórico de una unidad económica cerrada, es decir, sin transacciones exteriores. Pero, la realidad indica que los

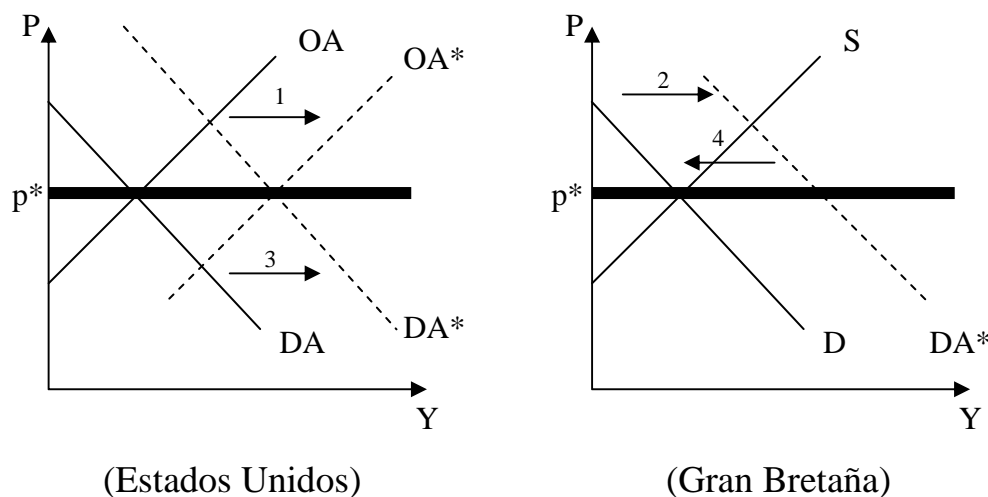
países comercian entre ellos. En esa situación, el sistema del Patrón Oro “operó facilitando el comercio, los pagos y los movimientos de capital” (Mundell, 2000)¹⁰⁵. Para ello, se basó en un régimen de tipo de cambio fijo con la peculiaridad, mencionada en la presentación, que se garantizaba un ajuste automático, formalizado inicialmente por David Hume y que se denominó el *modelo de los flujos de oro y de los precios* o más corrientemente el flujo de la especie (*price-spice-flow mechanism*).

¿Cómo funcionaba dicho ajuste? Se consideran, por ejemplo, dos países que están bajo el sistema del Patrón Oro: Estados Unidos y Gran Bretaña. Como se explicó anteriormente, cada país fija el precio de su moneda en términos de oro – Estados Unidos fija su precio en una onza de oro a 20,67 dólares, mientras Gran Bretaña lo establece en 3 libras y 17 chelines. Entonces, si existe una perfecta movilidad de capitales y gracias al arbitraje internacional, el tipo de cambio dólar/libra está perfectamente determinado. El tipo de cambio fijo es de 4,867 dólares por libra y normalmente se le denomina paridad (*par exchange rate*).

Bajo el sistema de tipo de cambio fijo del Patrón Oro, las disfunciones en el nivel de precios de un país serían, completamente o en parte, eliminadas por una herramienta de ajuste automático a través de la balanza de pagos.

Se considera otra vez el ejemplo donde se produce un avance técnico en los Estados Unidos que disminuye el nivel de precios en los Estados Unidos (véase la Figura 4.2., movimiento 1). Naturalmente, el precio de sus exportaciones también será más bajo en relación a los de sus importaciones, dado que los precios de los bienes están determinados, básicamente, por los niveles en el resto del mundo.

Figura 10: Ajuste temporal nivel de precios-renta en una economía abierta



siendo DA y OA, la demanda agregada y la oferta agregada,
P e Y, los niveles de precios y de actividad (renta) del conjunto de la economía.

¹⁰⁵ “To operated smoothly to facilitate trade, payments and capital movements” (Mundell, 2000: 328).

Esta modificación de los términos de intercambio (el ratio entre el precio de las exportaciones y las importaciones) provocará que los británicos demanden más exportaciones americanas (movimiento 2), y los residentes americanos demanden menos importaciones inglesas. Ello implicará la aparición de un superávit en la balanza de pagos americana y causará que el oro fluya de Gran Bretaña hacia los Estados Unidos. La entrada de oro incrementará las monedas en circulación en los Estados Unidos (movimiento 3), anulando la caída inicial en los precios.

Al mismo tiempo, en Gran Bretaña, la salida de oro reducirá la masa monetaria, y con ella el nivel de precios (movimiento 4). En el equilibrio final, los niveles de precios en los dos países serán algo menores que donde estaban antes del avance técnico en los Estados Unidos. Así, la institución informal del Patrón Oro garantizaba a través del mecanismo del flujo de la especie el mantenimiento de una estabilidad de los niveles de precios mundiales.

Si varios países utilizan el Patrón Oro como Sistema Monetario Internacional, sus monedas son convertibles entre sí a unos tipos de cambio fijos, al ser todas convertibles en oro. De no ser así, el consecuente arbitraje implicaría el retorno de esos valores a sus paridades iniciales. Naturalmente, existen unos pequeños márgenes de variación entre los tipos de cambio de cada una de las monedas (los llamados *gold points*) debido a los costes de transporte del oro de un país a otro. Sin embargo, esos pequeños diferenciales no afectan grandemente a la lógica del sistema (Tortella, 2000), y consecuentemente las conclusiones son las mismas.

Cuadro 1: Los puntos oro (*Gold Points*)

Si una moneda de una libra contiene 113,0016 granos de oro puro y una moneda de un dólar contiene 23,22 granos de oro puro; luego el tipo de cambio dólares por libra es de 4,87 \$/Libra ($113,0016 / 23,22$).

Si el coste de transporte de una libra entre Nueva York y Londres vale 3 centavos, el tipo de cambio \$/Libra nunca podrá fluctuar más de esos tres centavos por arriba o por abajo del tipo de cambio.

Esto es así porque nadie pagaría más de 4,90 dólares por libra cuando uno puede comprar 4,87\$ de oro del Tesoro americano y transportarlo a Londres por un coste de 3 centavos y cambiarlo en el Banco de Inglaterra por una libra. Por tanto, 4,90\$ sería el punto de exportación del oro (*gold export point*).

Asimismo, nadie aceptaría menos de 4,84 dólares por libra en tanto que uno puede vender una libra al banco de Inglaterra por 113,0016 granos de oro, llevarlo a los Estados Unidos por 3 centavos, y venderlo al Tesoro por 4,87 dólares (por tanto, 4,84 netos: $4,87 - 0,03$ del transporte). Por tanto, 4,84\$ sería el punto de importación del oro (*gold import point*).

No obstante, según Keynes (1930), los bancos centrales poseían un grado de autonomía considerable bajo ese régimen, debido a esas bandas de fluctuación que estaban determinadas por los puntos oro. Es decir, esas organizaciones podían practicar políticas

activas con la finalidad de intervenir en el funcionamiento económico, gracias al margen que los puntos oro permitían.

En resumen, las instituciones informales del Patrón Oro como standard monetario proveían, al menos teóricamente, de un mecanismo para asegurar en el largo plazo la estabilidad de precios tanto para un país como para un grupo de países. Cada país sólo tenía que seguir dos simples reglas: mantener un precio fijo para el oro comprando y vendiendo libremente a ese precio y permitir la libre circulación de exportaciones e importaciones de oro.

4.1.2. ¿En qué consistió realmente el Patrón Oro?

El simple modelo del Patrón Oro que se acaba de describir fue raramente seguido en la práctica (Eichengreen, 1996; Eichengreen, 1995; Eichengreen & Flandreau, 1997). Luego, ¿cómo se puede explicar entonces su duración? ¿Fue la introducción de nuevas instituciones formales o informales la causa del mantenimiento del sistema? O por el contrario, ¿fue la capacidad de hacerlas cumplir? O ¿ambas?

4.1.2.1. Las instituciones formales e informales del Patrón Oro

El Patrón Oro puro tenía dos características que provocaron que la mayoría de países modificaran su operativa: (1) el altísimo coste de recursos necesario para mantener el exacto funcionamiento teórico y (2) la estricta adherencia a la “disciplina de hierro” que requería que cada país renunciara a su equilibrio interno (*Internal Balance*) a favor de su equilibrio externo (*External Balance*). Además, la realidad de finales del s. XIX introdujo dos circunstancias para las que el modelo no estaba preparado: los (3) movimientos internacionales de capitales, puesto que Hume sólo había hablado de movimientos comerciales, y la (4) ausencia de los movimientos internacionales de oro de la magnitud y dirección que predecía el modelo.

Esta nueva situación provocó que las organizaciones crearan y/o modificaran algunas de las instituciones existentes. Sin embargo, la credibilidad y confianza de los agentes en el sistema no sólo se mantuvo, sino que llegó a niveles inusitados. Ni antes, ni después se ha observado tal fe en ningún mecanismo del funcionamiento económico.

4.1.2.1.1. El uso del dinero fiduciario

El Patrón Oro como sistema monetario necesitaba de un elevado presupuesto nacional puesto que descubrir, producir y acuñar oro eran actividades costosas. Por tanto, a medida que las naciones se desarrollaron, empezaron a buscar sustitutos al dinero puramente monetario para disminuir dicho gasto. Esto derivó en una **modificación de las instituciones**.

Los sustitutos del dinero aparecen tanto desde el sector gubernamental como del sector privado. Por un lado, entre los producidos por el gobierno, destaca la capacidad para acuñar monedas y la emisión de billetes no respaldados al cien por cien por oro

(moneda fiduciaria propiamente dicha). Por el otro, es decir desde el sector privado bancario, se coloca el énfasis en el multiplicador monetario (depósitos de la banca). Ello podría haber roto el Patrón Oro, pero en tanto que el gobierno mantuviera una ratio fija de sus billetes en oro, y los bancos comerciales mantuvieran una ratio fija de sus pasivos en oro (o billetes del gobierno y oro), el Patrón Oro todavía podía ser sostenible. La probabilidad de mantenimiento más que la seguridad vendría dada por la diferencia entre el respaldo de una parte de la masa monetaria por oro, o de su totalidad. El primer caso sólo es posible si los agentes “creen” en el sistema, es decir, tienen confianza en él o simplemente han creado ese mecanismo externo a la mente que al ordenar el entorno les hace eliminar esa posibilidad. Por el contrario, en el segundo caso no es necesaria la fe, simplemente la cobertura es completa y por tanto, sin riesgo de quiebra.

Un aspecto de este sistema Patrón Oro “mixto” o “proporcional” era que una unidad de las reservas de oro del país podía soportar un número múltiple de unidades de dinero doméstico (efecto amplificador). Esto significa que en el corto plazo, los flujos de oro tenían efectos poderosos en la oferta de dinero doméstico, en el gasto y en los precios.

En resumen, las organizaciones habían modificado una institución por cuestiones prácticas. No obstante, la variación de esa institución no cambió ni un ápice la credibilidad del sistema.

4.1.2.1.2. La “disciplina de hierro”

El mecanismo de Hume predecía que los países superávit experimentarían un aumento relativo de los términos de intercambio aumentando de esta forma las importaciones, mientras que aquellos que sufrieran un déficit mejorarían sus términos de intercambio y aumentarían las exportaciones volviendo al equilibrio inicial. Por tanto, el ajuste era simétrico entre los países. Sin embargo, esa correspondencia sólo se dio en teoría, puesto que la realidad manifestó ciertas disensiones con esa premisa. Por eso, otra problemática que tuvo que afrontar la realidad del Patrón Oro fue la diferencia de la carga del ajuste entre distintos agentes. El Patrón Oro fue un sistema asimétrico¹⁰⁶ (Giovannini, 1992). Por tanto, se produjo una **dualidad de instituciones**. Esa asimetría podía producirse entre los países que tenían déficit en relación a los que tenían superávit o entre los países del centro en relación a los países de la periferia.

4.1.2.1.2.1. Déficit *versus* Superávit

Si se repasa el proceso de ajuste, además de la fijación del precio de la moneda local en términos de oro y la libre circulación de éste, para la “presunta” inevitabilidad del ajuste era necesaria otra institución informal: que el banco central correspondiente no llevara a cabo una política de esterilización¹⁰⁷.

¹⁰⁶ “The gold standard was an asymmetric system” (Giovannini, 1992:3)

¹⁰⁷ Política del Banco Central consistente en eliminar los efectos que producen los movimientos internacionales de reservas en las condiciones crediticias interiores. Esta acción del banco central impide que los aumentos y/o disminuciones en las reservas internacionales, provoquen a su vez incrementos y/o decrementos en la cantidad de dinero en circulación en el país.

¿Por qué un banco central podría tener incentivos a esterilizar? Si un país presenta un superávit en su balanza por cuenta corriente, siguiendo las instituciones del sistema tendría que emitir más dinero conforme a la entrada de oro. Esa mayor masa monetaria (si se cumpliera la teoría cuantitativa del dinero) implicaría un aumento de precios; es decir, se produciría inflación en la economía. Sin embargo, si el banco central no realizara tal emisión, el ajuste no se produciría y los precios se mantendrían.

Por el contrario, si un país presenta un déficit en su balanza por cuenta corriente, éste debe ver reducida la cantidad de oro en circulación. Evidentemente, podría esterilizar, o sea no disminuir la oferta monetaria. Pero, eso significaría arriesgarse porque al no reducir la cantidad de dinero en circulación, no habría ajuste y si cundiera el pánico, podría llevarle a la bancarrota. Luego, la penalización por esterilizar sería mucho mayor que en el caso anterior.

Por tanto, se observan unas consecuencias distintas del no seguimiento de instituciones informales y ello provocó una dualización de las instituciones. Los efectos son más graves si el país está en déficit que si está en superávit. Luego los incentivos para la decisión son también distintos y consecuentemente las conductas. Una posible explicación podría ser la ausencia de una organización con capacidad para hacer cumplir esas instituciones informales ya que, como se analizó anteriormente, éstas tienen una difícil implementación práctica.

En tiempos más recientes, Bernstein (2002: 238) expresa la misma idea cuando afirma que “los países que aumentaban su oro disfrutaban de una gran reputación; a aquellos que lo perdían se les consideraba en situación muy problemática”. Por esta razón, los Bancos Centrales de algunos países no siguieron las instituciones y evitaron la disciplina de hierro del Patrón Oro. Es más, algunos países incluso abandonaron el sistema repetidamente.

4.1.2.1.2.2. Centro *versus* Periferia¹⁰⁸

La otra dualidad institucional se observó entre los países del centro y los de la periferia. Según Bordo y Kydland (1990), la institución teórica contenida en el Patrón Oro funcionó exitosamente en los tres países del centro del modelo del Patrón Oro Clásico: Gran Bretaña, Estados Unidos y Francia.

Sin embargo, ese éxito estaba limitado a los países más avanzados que formaban el centro del sistema, y a aquellos que estaban fuertemente ligados a él por razones políticas, económicas o financieras. Los tipos de cambio de las otras monedas (particularmente las de América Latina) fluctuaron ampliamente, y se depreciaron enormemente durante el período (Triffin, 1968). El contraste entre los países del centro y los de la periferia puede ser largamente explicado, según Triffin (1968), por los patrones cíclicos de movimientos de capitales y términos de intercambio, que contribuyeron a la estabilidad del primer grupo y a la inestabilidad del segundo.

¹⁰⁸ Para reflexión sobre los conceptos de centro y periferia, se recomienda Flandreau & Jobst, 2004.

Las dualidad institucional entre los países del centro y de la periferia puede deberse a varios motivos. En primer lugar, en ese período pocos *commodities* dominaban las exportaciones de la periferia hacia los países del centro, mayoritariamente industriales. Por ejemplo, en América Latina las principales exportaciones por país eran la carne en Argentina, el café en Brasil, el cobre en Chile, el tabaco en Colombia, el azúcar en Cuba, el guano en Perú y el cacao en Venezuela (Foreman-Peck, 1995). Lógicamente, la extrema dependencia de la balanza de pagos de un solo bien, implicaba que esos países periféricos fueran extremadamente vulnerables a los cambios en los términos de intercambio. Los ingresos por exportaciones eran esenciales para el servicio de la deuda externa (normalmente en manos de bancos británicos) y para la importación de bienes esenciales para acelerar el desarrollo. Con esa situación de partida, una caída en los términos de intercambio implicaba la posibilidad de incumplir el pago de la deuda y forzar una quiebra (*default*) llevaba implícito el abandono del Patrón Oro. Por estas razones, la periferia estuvo la mayor parte del tiempo fuera del sistema puro y en su mayoría utilizaron un patrón de cambios oro (*Gold Exchange Standard*) (Vernego, 2003).

En segundo lugar, cómo se ha analizado anteriormente desde el punto de vista teórico, bajo el estricto Patrón Oro, no había necesidad de Banco Central. Tan sólo era necesario que la autoridad gubernamental mantuviera el precio fijo doméstico de la moneda del oro para comprar y vender oro libremente, establecida como institución formal en numerosas ocasiones. En realidad, muchos países como los Estados Unidos, Canadá o Argentina no tuvieron Banco Central hasta el siglo XX. En contraposición con la mayoría de países europeos tenían sus bancos centrales incluso antes del período del Patrón Oro. Estas organizaciones, en la mayoría de sus casos habían evolucionado de grandes bancos comerciales que habían servido como banqueros del gobierno (por ejemplo, el Banco de Inglaterra fundado en 1697) a organizaciones que servirían como prestamista de última instancia (*lender of last resort*) a la comunidad bancaria. Esta diferencia es importante en tanto que las economías de la “periferia” no tuvieron a unos mercados de capitales tan desarrollados como los del centro. Por tanto, no podían esperar a que el ajuste de los tipos de interés fuera tan eficaz como en las economías más avanzadas (Foreman-Peck, 1995). Ello además, tenía dos efectos secundarios.

El primer efecto era la falta de aceptabilidad internacional de sus monedas. Esto implicaba que ante desequilibrios de la balanza de pagos no pudieran acudir al recurso de emitir deuda en su propia moneda. Este problema ha sido destacado en la actualidad por Eichengreen, Hausmann & Panizza, denominándose como la hipótesis del “pecado original”¹⁰⁹. Y segundo, les hacía extremadamente dependientes de los movimientos de capital externo y por tanto, de los ciclos económicos de los países del centro. En conclusión, en los países de la periferia, la principal variable de ajuste fue el nivel de actividad, mientras que el tipo de interés tenía sólo un papel secundario (Vernego, 2003).

Finalmente, otro motivo al que Eichengreen (1996) atribuye algunos de los problemas de esos países es el hecho que la cooperación raras veces iba tan lejos. La estabilidad del sistema dependía de la participación de los británicos. Luego, el Banco de Inglaterra tenía cierta influencia cuando llegaba el momento de conseguir ayuda externa. Pero los problemas que surgían en la periferia no ponían en peligro la estabilidad sistémica, por

¹⁰⁹ Ver punto 2.2.1.1.3 del presente trabajo, página 17.

lo que los bancos centrales europeos eran menos proclives a ayudar a un país situado, por ejemplo, en Latinoamérica (Eichengreen, 1996)¹¹⁰. Finalmente, ciertos factores ideológicos y políticos que permitieron el funcionamiento del Patrón Oro no se dieron en los países de la periferia (Eichengreen, 1996).

El Patrón Oro por tanto, fue un sistema asimétrico, con distintas instituciones para el centro y para la periferia. En ese sentido Catao y Solomou (2003) observan la existencia de una mayor flexibilidad en el sistema del tipo de cambio en los países “periféricos”.

4.1.2.1.3. Los movimientos internacionales de capital

El mecanismo de Hume se basaba fundamentalmente en las actividades mercantiles y comerciales y no incluía los movimientos internacionales de capital. Por ello, cuando empezaron a observarse en la realidad, los economistas de la época tuvieron que elucubrar la fórmula para darles cabida. Una de las formas fue la **creación de nuevas instituciones**.

Una posible explicación de ese auge de los movimientos de capital era que la mayoría del comercio internacional era financiado por crédito, en forma de bonos a corto plazo del mercado monetario de Londres. Otra era que los proyectos económicos de los países menos desarrollados eran generalmente financiados por préstamos a largo plazo de los inversores de Inglaterra, Francia y otros países desarrollados (Véase Cuadro 2).

Cuadro 2: Identidad Macroeconómica Básica

Una de las principales identidades en macroeconomía es la que reúne tres desequilibrios: el del sector exterior, el del presupuesto del Estado y el exceso de ahorro privado interior sobre la inversión privada interior. La suma de los mismos tiene que ser cero.

Si se prescindie de la actividad estatal, supuesto no demasiado arriesgado si se tiene en cuenta la concepción ideológica del período, se observa que la oferta de capital de un país estaría relacionada con el ahorro interior mientras que la demanda provendría de la inversión interior.

Ello podría producirse porque bajo el sistema del Patrón Oro, la tasa real de retorno del capital era más elevada en los países en desarrollo como Estados Unidos, Canadá y Australia que en países europeos como Gran Bretaña o Francia. Como consecuencia, los inversores británicos, por ejemplo, invirtieron fuertemente en las industrias productivas y de servicios públicos (*utilities*) americanas al comprar activos financieros a largo plazo. La demanda por su parte de activos financieros americanos (*ceteris paribus*) creó un exceso de demanda de dólares a la paridad del tipo de cambio (o equivalentemente un exceso de oferta de libras esterlinas). El flujo de oro resultante hacia los Estados Unidos incrementó la oferta monetaria. Ello implicó un aumento de los precios de

¹¹⁰ “But problems at the periphery did not threaten systemic stability, leaving Europe’s central banks less inclined to come to the aid of a country in, say, Latin America” (Eichengreen, 1996: 38)

exportación en relación a los de importación que conllevó un incremento de la demanda de importaciones por parte de los residentes americanos (básicamente de bienes manufacturados de Gran Bretaña). Así, la transferencia de capital inicial y los aranceles que siguieron se traduciría en una transferencia de recursos reales del Reino Unido hacia los Estados Unidos.

En realidad, era normal en el Patrón Oro que los países en desarrollo como los Estados Unidos tuvieran un déficit persistente en la balanza por cuenta corriente (las importaciones de bienes y servicios excedían las exportaciones de bienes y servicios) financiado básicamente por entradas de capital de largo plazo. La misma lógica analizada anteriormente sobre el efecto amplificador en el dinero doméstico, se podría aplicar también a los flujos de capitales internacionales.

Los movimientos de capital tuvieron un papel equilibrador en la Balanza de Pagos puesto que contribuyeron a la reducción de forma significativa de la carga de los flujos de oro en el mecanismo de ajuste (Bordo, 1981). El argumento es el siguiente: supongamos que el tipo de cambio cae por debajo del punto que incentivaría las exportaciones de oro. Los agentes económicos especularían que el tipo de cambio no podría caer, y que aumentaría en un futuro. Como resultado, seguiría una entrada de capitales que implicaría la apreciación de la moneda. Contrariamente, si el tipo de cambio estuviera por encima de su punto de importación de oro, habría ciertas expectativas que el tipo de cambio se devaluaría, llevando a salidas de capital y en consecuencia a la depreciación. Por tanto, los movimientos de capitales substituirían benignamente a los flujos de oro (Eichengreen, 1995). Ello se debía al papel que jugaban las instituciones informales en las mentes de los agentes.

Sin embargo, para Bloomfield (1963) los movimientos de capital no siempre tendrían este efecto equilibrador. A veces, amenazaban la convertibilidad al inducir o acentuar movimientos de capital de tipo desequilibrador. Por ejemplo, “en numerosas ocasiones, las autoridades monetarias eran forzadas a pedir urgentemente préstamos en oro o en moneda extranjera para hacer frente a la disminución de reservas, y algunas veces, a practicar algún tipo de control de cambios” (Bloomfield, 1963)¹¹¹.

Por tanto, según la visión tradicional la estabilidad era el resultado de unos movimientos de capital de tipo estabilizador, mientras una visión alternativa (como la de Bloomfield) sugería que el sistema era estable a pesar de la existencia de los movimientos desestabilizadores de capital. Esa visión alternativa, no obstante, se propuso en fechas bastante posteriores a la vigencia del sistema. En resumen, los inversores eran conscientes de las prioridades del Banco Central (Eichengreen, 1996) y la inversión exterior raras veces se protegía del riesgo cambiario, ya que se consideraba que ese riesgo era mínimo (Bloomfield, 1963).

¹¹¹ “... in a number of instances monetary authorities were forced to arrange emergency borrowings of gold and foreign credits in order to cope with dangerous drains on reserves, and in at least two cases... resort was had temporarily to limited forms of exchange rate control” (Bloomfield, 1963: 91).

4.1.2.1.4. La ausencia de movimientos internacionales de oro

Una de las grandes paradojas del sistema ha sido concordar su mecanismo teórico con la falta de constatación real de los hechos que predecía. En ese sentido, desde una fecha muy temprana (Whale, 1937) ya se analizaron las relaciones entre los tipos de interés y los flujos de capitales internacionales y se minimizó la importancia de los movimientos de oro, contradiciendo lo que debería esperarse a tenor del automatismo reformado elaborado en su versión inicial por Hume. Según Whale (1937), los movimientos de oro antes de la primera Guerra Mundial estaban más relacionados con el tipo de interés que con los niveles de precios.

Un aspecto importante de la historia del Patrón Oro es el papel que jugaron las monedas clave (*Key currencies*)¹¹². Muchos países en el régimen del Patrón Oro mantenían sus reservas internacionales en oro y en otras monedas de los principales países. Y de éstas, si existía una que era “tan buena como el oro”, ésa era la libra esterlina. Luego no es de extrañar que el centro del mecanismo internacional de pagos fuera Gran Bretaña, con el Banco de Inglaterra manteniendo sus reservas internacionales principalmente en oro. Por ese motivo, el ajuste consistió básicamente en transferencias de libras y otras monedas en los mercados monetarios de Londres, París, Berlín y Nueva York, y no se observaron los movimientos de oro (Bordo, 1981). Por tanto, las organizaciones crearon nuevas instituciones para un mejor funcionamiento del sistema.

Otra posibilidad de la ausencia de movimientos de oro eran la utilización por parte de los bancos centrales de las “**reglas del juego**” (*rules of the game*), término acuñado por J.M. Keynes en 1930 y que hace referencia a otras instituciones informales. Eichengreen (1996) desconfía de ellas debido a la tardía aparición del concepto. Es decir, que de haber existido, no se hubieran hecho patentes con la muerte del sistema sino que hubieran sido objeto de debate durante el funcionamiento del mismo. Las “reglas del juego” eran unas instituciones informales que debían utilizar los bancos centrales, que estuvieran dentro del régimen del Patrón Oro, para facilitar y acelerar el ajuste de la oferta de dinero y el nivel de precios domésticos a los flujos de oro externos.

Las principales herramientas de los bancos centrales (*Gold Devices*) para visualizar dichas instituciones eran el tipo de descuento, operaciones de mercado abierto (el banco central compra o vende bonos de su cartera), condiciones de descuento (ampliando o reduciendo las condiciones que debían reunir las diferentes clases de letras para ser descontables) y racionamiento de los descuentos.

4.1.2.2. La capacidad de hacer cumplir las instituciones bajo el Patrón Oro

Al analizar las instituciones de Douglass C. North, se describieron no sólo las instituciones formales e informales, sino que además se definió la capacidad para hacerlas cumplir. Ésta también tenía un papel preponderante en el estudio de las mismas. El Patrón Oro, al ser básicamente un conjunto de instituciones informales, tenía cierta capacidad de cumplimiento de las instituciones a través de la credibilidad del

¹¹² Véase el apartado 4.1.2.1.1. El uso del dinero fiduciario

compromiso propio, de consideraciones reputacionales y el poder hegemónico de Inglaterra, el país más importante en el sistema del Patrón Oro.

4.1.2.2.1. La credibilidad del compromiso propio

La credibilidad del compromiso propio tiene dos vertientes: la interna y la externa. La distinción se realizará en función de dónde se ejerza la presión para el compromiso autoimpuesto. En el **componente interno**, se hará desde el interior del país. Una de las aportaciones de los economistas galardonados con el Premio Nobel de Economía de 2004, Kydland & Prescott, fue la consistencia intertemporal de las políticas económicas. Este concepto hace referencia al papel de las expectativas de los agentes. Este determina que un gobierno que anuncia una determinada política, inicialmente adecuada para un país, puede no llevarla a cabo finalmente porque el resultado no sería el esperado. El ejemplo más utilizado es el de la política monetaria. Supongamos que el gobierno anuncia que hará una política de baja inflación, creando de esta forma unas expectativas a los agentes sociales y por tanto, consiguiendo una contención salarial. Una vez fijadas éstas, el gobierno puede verse tentado a reducir los tipos de interés para disminuir la tasa de paro y de esta forma conseguir ciertos réditos electorales. Sin embargo, esta medida implicaría un aumento de la inflación y por tanto, sería contraria a su objetivo inicial. Por tanto, si los trabajadores entienden los motivos del gobierno, es posible que este pierda toda credibilidad (Kydland & Prescott, 1977).

La institución de mantener el precio fijo del oro podía ser vista como un mecanismo de compromiso creíble que previniera al gobierno de mentir y así preservar la estabilidad de precios en el largo plazo. Es más, podría ser vista como una norma contingente o una norma con cláusulas “de escape”, en tanto que en el caso de una emergencia, como una crisis financiera o una guerra, sería posible suprimir la convertibilidad (Bordo, 1993).

En ese sentido, la regla (*rule*) es una forma de restringir las acciones políticas en el tiempo¹¹³, mientras discreción (*discretion*) es un conjunto de políticas destinadas a satisfacer objetivos más inmediatos sin tener en consideración consecuencias futuras de las mismas¹¹⁴ (Bordo & Kydland, 1990).

Giovannini (1992) advierte que no se puede confundir ese compromiso con “las reglas del juego” de Keynes. Éstas serían políticas destinadas a asegurar que el banco central no generara demasiados movimientos de oro. Además, son arbitrarias en el sentido de que radican en premisas acerca de los efectos de las operaciones de los bancos centrales sobre los mercados financieros. Por otro lado, el compromiso de compraventa de oro a un precio fijo es una acción específica de obligado cumplimiento por parte de un banco central, regulado normalmente por ley y conocido por todos los participantes del mercado. Sin embargo, la capacidad de hacer cumplir esa institución dependerá de la credibilidad de la organización.

Por ejemplo, una prueba evidente de la credibilidad del compromiso inglés con la regla del Patrón Oro son los movimientos de capital privado a corto plazo que se produjeron

¹¹³ “Rule can be regarded as a way of binding policy actions over time” (Bordo & Kydland, 1990: 2)

¹¹⁴ “Discretion is defined as setting policies to satisfy more immediate objectives without taking into consideration the future consequences of such action” (Bordo & Kydland, 1990: 2).

durante las crisis de 1890 y 1907 (Eichengreen, 1989). Otra evidencia sería la reintroducción después de la primera guerra mundial a la antigua paridad de 3 libras y 17 chelines la onza de oro, a pesar de la oposición de J.M. Keynes y de la dolorosa deflación que la acompañó. Aunque para Temin (1996), esa reiniciación se produjo más por la consideración que ésa era la forma “normal” de funcionar el sistema monetario internacional (institución informal) que por la disciplina monetaria (institución formal) que caracterizaba el compromiso.

Otra forma alternativa de mantener y hacer cumplir el compromiso era instaurar una institución formal, bien sea como ley (Bordo & Kydland, 1990) o en los estatutos del Banco Central (Giovannini, 1992). La experiencia sueca antes de 1914 así lo demuestra. Suecia inscribió en su constitución la convertibilidad de la corona en oro y viceversa. Además, para asegurar la estabilidad estableció que el cambio de paridad sólo podía producirse a través de dos decisiones parlamentarias idénticas con unas elecciones en medio (Jonung, 1984).

En cualquier caso, un elemento que ayudó en sobremanera a la credibilidad del compromiso, fue el hecho que las organizaciones que más perjudicadas resultaron no tuvieron una buena posición para hacer oír sus objeciones (Eichengreen, 1996; Tortella, 2000).

El **componente externo** hace referencia a la posibilidad que los países fuesen más proclives a adherirse al Patrón Oro porque creyeran que la convertibilidad del oro sería una señal para que los acreedores creyeran en unas finanzas sólidas y en una futura habilidad del país para hacer frente al servicio de la deuda.

En ese sentido, la adherencia al sistema constituía una buena señal (*good housekeeping seal of approval*) al resto del mercado financiero para facilitar el acceso de los países periféricos al mercado de capitales. En ese sentido, el análisis de Bordo & Rockoff (1995) revela que los mercados de capitales de la época daban un peso significativo a la información que verificaba la inclusión de un país en el régimen de tipos de cambio que establecía el Patrón Oro. Es decir, en un mundo de información asimétrica, un compromiso creíble con las normas del sistema señalaba a los posibles prestamistas el coste que los prestatarios estaban dispuestos a asumir para evitar la quiebra, y por tanto, eliminaba parte de la aversión al préstamo que impone la información asimétrica (Stiglitz & Weiss, 1981).

Un ejemplo extremo de esta situación fue Canadá. El gobierno canadiense suspendió las exportaciones de oro en enero de 1929. No obstante, y en contraste con las experiencias de otros países que abandonaron el régimen del Patrón Oro, la deflación y la disminución de la actividad económica (signos del ajuste monetario bajo el régimen aurífero) perduraron hasta 1933. Sin embargo, Bordo & Redish (1987) muestran como el gobierno realizó un claro compromiso para mantener una política monetaria restrictiva. Éste lo realizó simplemente porque creía que de practicar otro tipo de política, perderían su reputación como deudores.

4.1.2.2. Consideraciones reputacionales

La adherencia a largo plazo a la institución estaba basada en la evolución histórica del Patrón Oro. Por ejemplo, en el interior de los países, la circulación del dinero fiduciario era sólo aceptable en tanto que las personas creían que era convertible en oro. A su vez, la reputación del Patrón Oro impediría que las autoridades monetarias rompieran el vínculo con la convertibilidad, a no ser bajo condiciones excepcionales y siempre con el sobre-entendido que se volvería a ella tan pronto como fuera posible (Bordo & Kydland, 1990; Eichengreen, 1996; McKinnon, 1993).

Además, el intercambio de bienes y los movimientos de capital entre los países eran más fáciles, si los países se adherían a un mismo patrón basado en el mismo compromiso (Eichengreen, 1996). Ello es así porque ninguna decisión nacional es independiente de las demás, y en consecuencia esa interdependencia fomenta la expansión gradual de las mismas instituciones.

Por si fuera poco, cada país tenía que ganarse la reputación de estar comprometido con esa norma. Es decir, con el Patrón Oro no se compraba una credibilidad automática para todos los países que lo adoptaran: las naciones del centro eran bendecidas con un grado de credibilidad extraordinaria mientras las naciones de la periferia sufrían lo que se ha denominado “déficit de credibilidad” (*credibility deficit*) (Broz, 2002).

En ese mismo sentido, recordar las palabras de Eichengreen (1996) cuando explica que “en los países situados en el centro del sistema –Gran Bretaña, Francia y Alemania- no cabía duda de que los responsables harían en última instancia *lo que fuera necesario* para defender las reservas de oro del banco central y mantener la convertibilidad de la moneda”¹¹⁵. Por tanto, se manifiesta una vez más la dualidad de las instituciones.

4.1.2.3. El poder hegemónico de Inglaterra

Un tema persistente en la literatura del Patrón Oro internacional es que el patrón oro clásico entre 1880 y 1914 fue un patrón británico intervenido (*British-managed standard*) (Bordo, 1993).

Las asimetrías del sistema, a las que se ha hecho referencia, tenían su máximo exponente en Inglaterra. Ella podía manipular su tipo de descuento y no sólo atraía todo el oro necesario, sino que además los otros bancos centrales ajustarían sus tasas de descuento de acuerdo con ese movimiento inicial. Ello era posible básicamente porque Londres era el centro para los mercados de capitales, *commodities* y oro; y a que muchos países sustituyeron las libras por oro como reservas internacionales.

Así, el Banco de Inglaterra podía ejercer una poderosa influencia sobre la oferta de dinero y niveles de precios del resto de países bajo el Patrón Oro. Tanto era así que Keynes dijo que “la influencia de Londres en las condiciones de crédito mundiales era tan predominante que el Banco de Inglaterra podía haber sido aclamado como el

¹¹⁵ “In the countries at the center of the system –Britain, France and Germany- there was no doubt that officials would ultimately do what was necessary to defend the central bank’s gold reserve and maintain the convertibility of the currency” (Eichengreen, 1996: 30).

director de la orquesta internacional” (Keynes, 1930)¹¹⁶. La evidencia sugiere que el Banco tuvo cierta influencia sobre otros bancos centrales europeos (Eichengreen & Flandreau, 1997). Los otros bancos centrales aceptaron un papel pasivo porque les beneficiaba el uso de libras como activo reserva (Bordo, 1993), y de esta forma ahorrarse los gastos de funcionamiento del Patrón Oro Clásico.

Uno de los mecanismos utilizados frecuentemente era la regla de Bagehot. Ésta describía lo que debe hacer un banco central para actuar como prestamista de última instancia (*lender of last resort*). Fue otra de las instituciones que ayudaron a la mística del Patrón Oro. “Grandes préstamos a tipos de interés muy elevados son el mejor remedio para la peor enfermedad de un mercado monetario cuando un drenaje externo se añade a un drenaje interno” (Bagehot, 1873)¹¹⁷. Richard Sayers, años más tarde, matiza esta idea y argumenta que “durante casi un siglo anterior a 1914, el Banco se vio a sí mismo como responsable de la protección de las reservas de oro” (Sayers, 1976).

Además, las organizaciones financieras privadas centradas en el mercado monetario de Londres elaboraron una red de acuerdos financieros a corto plazo; es decir, crearon nuevas instituciones. Esta red de monedas reserva y finanzas internacionales a corto plazo permitió al Banco de Inglaterra actuar como manager del sistema del Patrón Oro sin tener que mantener excesivas reservas de oro. Ello era posible porque al alterar su tipo de descuento (*bank rate*), provocaba repercusiones en todo el mundo.

Si hubiera habido más liquidez y más reservas de oro, podría haberse retrasado la subida de los tipos de interés y la reducción de la actividad económica en una etapa muy temprana de la fase expansiva del ciclo económico. En realidad, la defensa de las reducidas reservas internacionales de Gran Bretaña exigió una política activa de tipos de interés (Foreman-Peck, 1995). A menudo se habló con preocupación de que las reservas de oro del Banco de Inglaterra eran insuficientes, de las frecuentes subidas del tipo del Banco, de los contrastes con el sistema estable de dinero barato de Francia y de las consecuencias negativas para el desarrollo económico (Bloomfield, 1959). Como el Banco seguía siendo de propiedad privada y estaba obligado a generar rendimientos a sus accionistas, le interesaba tener unas bajas reservas de oro. Éstas no generaban dinero al Banco, mientras que la variabilidad del tipo de descuento del Banco tenía un menor coste para él.

Aunque Kindleberger (1986) argumente la estabilidad del patrón oro como resultado de un management efectivo por su miembro líder, Gran Bretaña y su agente, el Banco de Inglaterra; Eichengreen (1995, 1987) no comparte esa visión y lo contrapone a un sistema descentralizado y multipolar. En ese sentido atribuye la estabilidad al resultado de un cúmulo de instituciones, como la credibilidad y la cooperación. Mc Kinnon (1993) se adhiere a esta tesis al proclamar que “ninguna autoridad nacional, tampoco la

¹¹⁶ “The influence of London on credit conditions throughout the world was so predominant that the Bank of England could almost have claimed to be the conductor of the international orchestra” (Keynes, 1930 citado en Mc Kinnon, 1993).

¹¹⁷ “We must look first to the foreign drain, and raise the rate of interest as high as may be necessary. Unless you stop the foreign export, you cannot ally the domestic alarm. The Bank will get poorer and poorer, and its poverty will protect or renew the apprehension. And at rate of interest so raised, the holder ... of the final bank reserve must lend freely. Very large loans at very high interest rates are the best remedy for the worst malady of the money market when a foreign drain is added to a domestic drain” (Bagehot, 1873: 27-28). Extraído de McKinnon 1993:9.

inglesa, tomó la responsabilidad de monitorear el crecimiento mundial de los depósitos con la finalidad de estabilizar el nivel de precios” (Mc Kinnon, 1993)¹¹⁸.

4.2. La realidad del Patrón Oro (*Gold Standard Reality*)

En el apartado anterior se han analizado de forma teórica las instituciones de la época. El propósito de éste, la realidad del Patrón Oro, es describir cómo se tradujeron a la realidad.

4.2.1. El nacimiento de una institución: el Patrón Oro Clásico (*The Classical Gold Standard*), 1880-1914

El principio de esta historia, como la mayoría de ellas, parte de una pareja: Charles Montagu (ministro de Hacienda británico) y John Locke (filósofo). Los dos eran partidarios de la no devaluación de la moneda inglesa durante lo que posteriormente ha venido en denominarse la Gran Reacuñación (*Coinage Act*) de 1696 (Véase Cuadro 4.3.).

Cuadro 3: La Gran Reacuñación (*Coinage Act*)

Antes de 1662, las monedas inglesas eran hechas a mano. Por esta razón, era relativamente simple ir limando los bordes y de esta forma, los ciudadanos incrementaban el dinero en circulación y conseguían dinero extra. El Tesoro inglés, para evitar dicha práctica, empezó en esa fecha la mecanización de la producción con los bordes serrados. Así, era muy fácil detectar si alguien se había quedado con un trozo de la moneda. Sin embargo, las monedas antiguas siguieron en el mercado y cada vez con un menor valor¹¹⁹. Se estima que en 1688 había perdido la mitad de su peso y un ochenta y cinco por ciento (85 %) en 1695 (Kleer, 2003). En esta tesitura empiezan los rumores sobre una posible desmonetización de esas monedas. Ante la situación creada, el Gobierno resuelve que los ciudadanos conviertan sus viejas monedas producidas a mano en monedas fabricadas a máquina. Pero ello comportaría grandes pérdidas para el Tesoro, puesto que se pretendía cambiar una moneda devaluada por su equivalente nominal. Los gastos fueron estimados en dos millones de libras (Kleer, 2003). Finalmente, el Parlamento decidió colocar un nuevo impuesto para sufragarlos.

En particular John **Locke** se presentaba como defensor del dinero sólido. Su filosofía tendrá un peso fundamental en la historia económica posterior puesto que en palabras de

¹¹⁸ “(...) no national monetary authority, not even Britain, took responsibility for monitoring world wide growth of this deposit money in order to stabilize the common price level” (Mc Kinnon, 1993).

¹¹⁹ ¡Pues contenían cada vez menos metal!

Bersntein (2002: 187), “su idea de que **la austeridad constituía la cura indicada** para una pérdida de metales preciosos sería invocada durante las guerras napoleónicas y estaba destinada a convertirse en la respuesta habitual conforme al Patrón Oro del siglo XIX. Esta doctrina determinó desde luego, las decisiones políticas tanto de británicos como de estadounidenses durante los peores momentos de la Gran Depresión de 1931 y fue una de las causas dominantes de la quebrantadora deflación mundial de la década de 1930”. Es más, hoy en día parte de la idea sigue vigente como se observó en la bibliografía sobre el tratamiento y el manejo de las crisis financieras en el capítulo 2.

Sir Isaac Newton asumió el puesto de inspector de la Casa de la Moneda (*Warden of the Royal Mint*) por invitación de su buen amigo Charles Montagu. Gran Bretaña tenía por aquel entonces un patrón bimetálico, con el oro sobrevaluado, por lo que los agentes económicos se dedicaban a importar oro, acuñarlo en guineas, cambiarlas por monedas de plata, fundirlas, obtener lingotes de plata y exportarlos. Por tanto, la plata huía hacia el exterior mientras había una gran afluencia de oro. La ley de Gresham empezaba a operar (Véase Cuadro 4).

El punto culminante del proceso se produjo en 1717. El 22 de diciembre de ese año, el Tesoro dispuso la prohibición de pagar o recibir guineas de oro a valores diferentes del de 21 chelines, en un claro intento de reequilibrar el mercado. Sin embargo, el genio se equivocó y desde 1717 los mercados establecieron la supremacía del oro como patrón: se iniciaba la época del Patrón Oro en Gran Bretaña.

Cuadro 4: La Ley de Gresham

El oro fue el principal medio internacional de pago sólo a partir de finales del s. XIX. Anteriormente, la plata y el oro compitieron entre sí. El bimetalismo, consistía en el establecimiento de una paridad fija entre el oro y la plata y las monedas de ambos metales. Éstos eran medios aceptados tanto a nivel nacional como internacional.

La Ley de Gresham designa a un fenómeno por el cual en un sistema bimetálico (o de pluralidad de medios de cambio), la moneda (metal) que tiene mayor valor (en los mercados no monetarios) que el reconocido por su paridad oficial, dejará de circular. En otras palabras: “la moneda mala desplazará a la buena”.

Durante el s. XVIII se descubrieron yacimientos de oro en Minas de Gerais, en aquellos tiempos, colonia portuguesa. Portugal tenía deficitaria su balanza comercial con Gran Bretaña, por lo que el oro que importaba de Brasil iba a parar directamente hacia Inglaterra para equilibrar su situación. La “Ley” seguía operando a favor del oro. Al abaratare éste en Inglaterra, fue desplazando a la plata de la circulación de modo que, a finales del s. XVIII, la moneda corriente metálica era la de oro. La convertibilidad tuvo un período de suspensión durante las guerras napoleónicas. Una vez finalizadas, se abrió un debate acerca de restaurar la convertibilidad y, sobre todo, en qué metal y con qué normativa. David Ricardo estaba a favor de la convertibilidad de oro y de la emisión de billetes, pero no de cualquiera forma, sino según el principio de proporcionalidad entre el volumen de billetes en circulación y la cantidad de oro en la caja del Banco de Inglaterra. Finalmente, un nuevo descubrimiento de minas de oro, esta vez en California

(la denominada fiebre del oro en 1848) y en Australia, conllevó que la Ley de Gresham actuara de nuevo, ahora, expulsando a la plata de forma definitiva y surgiendo el oro como patrón monetario.

Un proceso parecido podría explicarse de la adopción del Patrón Oro como sistema monetario internacional. El sistema monetario de la Europa moderna era bimetálico (Foreman-Peck, 1995; Tortella, 2000), en el sentido de que oro y plata circulaban paralelamente. El auge del oro se produjo alrededor de 1870 con la adherencia de Alemania, los países escandinavos, Francia y otros países europeos (Véase Tabla 4).

Tabla 4: Países en el Patrón Oro

País	Tipo de Patrón Oro	Período
Centro		
Gran Bretaña	Moneda	1774-1797, 1821-1914
Estados Unidos	Moneda	1879-1917
Francia	Moneda	1878-1914
Alemania	Moneda	1871-1914
Periferia		
Australia	Moneda	1852-1915
Canadá	Moneda	1854-1914
India	Divisa (Libra esterlina)	1898-1914
Argentina	Moneda	1867-1876, 1883-1885, 1900-1914

Fuente: Officer, Lawrence H. *Gold Standard*. EH.Net Encyclopedia

El 19 de julio de 1870 se produce la declaración francesa de guerra a Prusia. París capitulará medio año más tarde (en enero de 1871) y se compromete en el tratado de Paz del 10 de mayo en Frankfurt a pagar cinco (5) mil millones de francos y a la pérdida de Alsacia y Lorena (Kinder & Hilgemann, 1982). En ese momento, Alemania decide su incorporación al Patrón Oro. Ello puede deberse a varias razones: la lucha con Francia por erigirse en el centro financiero continental; el hecho que Austria-Hungría y Rusia (socios comerciales en el este) tuvieran un sistema monetario inconvertible, por lo que la adopción de la plata no suponía ninguna ventaja; las consideraciones reputacionales (analizadas en el apartado 4.1.); y finalmente, las externalidades de red.

El comercio alemán era financiado en el mercado londinense y por tanto, convertible en oro. Además, Gran Bretaña era la principal potencia económica del momento y por tanto, acreedora principal del resto del mundo. En ese sentido, las palabras de Ludwig Bamberger, un político que desempeñó un papel decisivo en la adopción del Patrón Oro por parte de Alemania son enormemente ilustrativas: “elegimos el oro no porque sea el oro, sino porque Gran Bretaña es Gran Bretaña”¹²⁰. En la misma línea Eichengreen

¹²⁰ Citado en Bernstein, 2000: 249.

(1996) escribe que “las externalidades de red que sostuvieron el bimetalismo presionaron a los países para la adopción del oro”¹²¹.

En una dirección completamente opuesta, Marc Flandreau (1996) señala que la eliminación de la plata y su sustitución por el oro como patrón único en la década de 1870, no fue debida a las externalidades de red, sino a “un fallo manifiesto de cooperación internacional”. Fue básicamente fruto de una decisión de los franceses para bajar el precio de la plata con el único objetivo de crear dificultades a los alemanes¹²², pues éstos trataban de vender sus depósitos de plata al querer un Patrón Oro.

Las consecuencias para los Estados Unidos fueron muy importantes: la Ley de la Moneda de 1873 (*Coinage Act*) suprimió en el país el rango legal del bimetalismo. Tal fue la trascendencia que se llegó a catalogar de delito: el Crimen de 1873 (Flandreau, 1996). Incluso algunos autores, como Rockoff (1990), han manifestado que la célebre novela de Frank Baum, el Mago de Oz (Véase Cuadro 5), es en realidad una alegoría contra la implantación del Patrón Oro en los Estados Unidos. La adherencia EEUU al Patrón Oro estuvo siempre en tela de juicio (Bernstein, 2002).

Cuadro 5: El Mago de Oz como alegoría económica (Rockoff, 1990)

En la historia, Dorothy es atrapada por un tornado en Texas y enviada a la tierra de Oz (diminutivo de onza = oro). La alegre e ingenua muchacha (el pueblo americano) se calza las plateadas zapatillas de la bruja mala del este (banqueros y capitalistas) e inicia su camino por el camino dorado (*yellowbrick road*), que no lleva a parte alguna (la plata de las zapatillas por el camino dorado representaría el patrón bimetálico americano).

En su camino, encuentra a tres personajes: el hombre de hojalata (referencia a las empresas industriales) que no tiene corazón (como resultado de la deshumanización del trabajo); el espantapájaros (campesinos) sin cerebro (sugiriendo que no reconocen cuáles son sus intereses políticos); y un león cobarde (el demócrata W.J. Bryan).

Cuando llegan a la ciudad Esmeralda (Washington, ciudad de los *greenbacks*), el mago (Presidente Mc Kinley) les recibe. Sin embargo, es sólo un pobre y diminuto anciano. Finalmente, el régimen (Patrón Oro) es derrocado dejando el poder en manos del espantapájaros (campesinos) y del hombre de hojalata (obreros).

En resumen, el establecimiento de esa supremacía de Inglaterra pudo conseguirse gracias a la imponderable ayuda de “pequeños momentos estelares de la historia de la humanidad”¹²³ como el descubrimiento de oro en Minas de Gerais (Brasil), el déficit de

¹²¹ “The network externalities that had once held bimetallism in place pulled countries toward gold” (Eichengreen, 1996: 18).

¹²² ¡¡Les acababan de ganar una guerra!!

¹²³ Título de un libro de Stefan Zweig con similares connotaciones.

la balanza comercial de Portugal con Gran Bretaña, la figura de David Ricardo, los descubrimientos de los yacimientos de California y Australia o la adopción de las instituciones informales por parte de Alemania.

Lo más destacable del Patrón Oro como sistema monetario internacional es la idea que nadie lo inventó. Es decir, no existió ninguna conferencia ni coordinación internacional para su establecimiento. La idea subyacente, que los mercados tenían que regirse automáticamente, se encuentra expresada ya en los economistas de la época. Stanley Jevons, por ejemplo, en su “Dinero y el mecanismo de intercambio” (*Money and the mechanism of exchange*) en 1875 escribe que “tan incomprensibles son los prejuicios de los hombres sobre el tema de la moneda que no está bien confiar nada a una gestión discrecional”¹²⁴.

La institución fue rápidamente puesta a prueba. En 1890, se produjo la primera crisis, originada, como no podía ser en otro país, en Argentina: la Crisis del Banco Baring (*Baring Brothers*). El Banco de Inglaterra se encontró con la insolvencia de su mayor banco comercial, debido a los malos préstamos que había extendido al gobierno argentino. La solución no fue ni mucho menos automática, sino que fue necesaria la cooperación del Banco de Francia con tres (3) millones de libras en oro y del de Rusia, con un millón y medio (1,5) de libras en monedas de oro. La historia podría haber tenido un horrible final de no ser por la coordinación franco-rusa, puesto que la crisis se había precipitado por la dudas acerca de si el Banco de Inglaterra poseía suficientes recursos para defender la paridad de la libra (Eichengreen, 1996). No obstante, la tradición de cooperación se hallaba en aquella época sólidamente afirmada (Eichengreen 1995; Eichengreen & Flandreau, 1997) Toda esa idea favorable a la ayuda mutua se basa en el supuesto de que la preservación de la convertibilidad en oro era el fundamento de una política económica, ante la que todas las demás consideraciones tenían que ceder. Esta consideración está completamente sustentada en cómo se hacen cumplir las instituciones informales que se describió en el capítulo 3. Ese tipo de cooperación internacional era crítica en tiempos de crisis, mientras hoy en día parece imposible (Eichengreen, 1996)¹²⁵. En la misma línea de razonamiento está Bernstein (2002: 255) cuando describe que “la secuencia clásica de los acontecimientos cuando surgían dificultades era la opuesta de la que tiende a sobrevenir en nuestro tiempo ¿Quién que no fuese un ingenuo pondría ahora una confianza tan firme en la credibilidad o en la cooperación?”.

Leland Yeager (1966) sigue con la misma idea al manifestar que “el civismo y la internacionalidad que prevalecía en la época del Patrón Oro tiene tal encanto para nosotros, que parece casi un sacrilegio preguntar si esos beneficios fueron resultado del régimen, o por contra, coexistieron con él por mera coincidencia”¹²⁶.

El paradisíaco (para las naciones más favorecidas) orden internacional fue roto por la primera guerra mundial (1914-1918), pero tales fueron las ventajas del sistema que la mayoría de naciones realizaron esfuerzos considerables para volver a él después de la

¹²⁴ Citado en Berstein, 2002: 243.

¹²⁵ “This kind of international cooperation, while not an everyday event, was critical in times of crisis” (Eichengreen, 1996: 35).

¹²⁶ “The civility and internationality during the age of the gold standard have such charms for us nowadays, that it seems almost sacrilege to ask whether these benefits resulted from gold standard or, instead, coexisted with it by mere coincidence” (Yeager, 1966: 24).

guerra. Peter Temin (1996) se manifiesta en esa misma dirección cuando dice que “el Patrón Oro se había suspendido en los principales países europeos durante la guerra, pero su idea no se desvaneció tan fácilmente”¹²⁷. La importancia de esta inmutabilidad era la base de la credibilidad que se le otorgaba al sistema. Ésa era una de las instituciones informales.

4.2.2. El Renacimiento de una institución: el Patrón Cambios Oro (*The Gold Exchange Standard*), 1925-1931

Durante la guerra, los estados beligerantes mantuvieron la fachada del patrón oro, pero el edificio monetario estaba destruido (Foreman-Peck, 1995) o se vislumbraban gruesas grietas (*Cracks in the Facade*) (Eichengreen, 1995).

En Gran Bretaña, eje del sistema y potencia hegemónica de la época, la visualización de la preocupación por el futuro fue rápida. En enero de 1918 se creó un comité específico con el objetivo de proponer políticas apropiadas para la transición de la posguerra. Éste ha sido conocido como la Comisión Cunliffe. Su informe recomendaba a Inglaterra la restauración del Patrón Oro y describía su funcionamiento en términos del mecanismo de precios y flujos de dinero. Además, incorporaba el rol de las tasas de interés y los movimientos de capital (Cunliffe Committee, 1918). Uno de los pocos críticos manifiestos con esta resolución fue el prestigioso economista inglés John Maynard Keynes (Keynes, 1963).

Esa norma no escrita (institución informal) sobre la vuelta lo más rápidamente posible a la paridad anterior al suceso, se pone de manifiesto en el propio escrito de la comisión Cunliffe cuando “en su opinión, es imperativo que (después de la guerra) las condiciones necesarias para un mantenimiento efectivo del Patrón Oro deberían restaurarse sin delación alguna” (Cunliffe Committee, 1918)¹²⁸.

No obstante, en Europa hubo voces que se plantearon el rediseño del sistema monetario. Ello era debido a los considerables problemas que implicaba esa reimplantación. En la base de los mismos se encontraba en hecho que la inflación bélica hubiera provocado una disminución de la capacidad de compra de las monedas (lo que implicaría una devaluación); y además, que ésta hubiera sido distinta entre los países, por lo que sus tipos de cambio deberían modificarse. Esas dificultades son las que permiten que, por primera vez, se celebren reuniones internacionales en aras a la coordinación de las actuaciones nacionales, siendo las conferencias de Bruselas en 1920 y de Génova en 1922, una muestra de ello.

En ella, se consagró¹²⁹ un sistema diferente: el Patrón Cambios Oro (*Gold Exchange Standard*), que se había comenzado a utilizar a partir de 1918. Así, la moneda de cada país ya no estaba vinculada directamente al oro, sino a una moneda central definida y

¹²⁷ “The gold standard was suspended by the major European powers during the war, but the idea of the gold standard was not so easily vanquished” (Temin, 1996:10).

¹²⁸ “In our opinion it is imperative that after the war the conditions necessary to the maintenance of an effective gold standard should be restored without delay”. En Eichengreen & Flandreau, 1997: 242.

¹²⁹ ¡La elección de la palabra no es casual!

convertible en dicho metal. A partir de entonces, hubo dos monedas convertibles en oro, la libra esterlina y el dólar, que fueron las que posibilitaron y ampliaron la base de los intercambios internacionales. En consecuencia, ante ciertas dificultades las organizaciones habían decidido crear unas nuevas instituciones que les permitieran un mejor funcionamiento. La nueva institución era que las reservas de los países miembros no tuvieran que ser en metálico (que escaseaba) sino en una combinación de las dos monedas que sí estarían respaldadas por el oro: la libra y el dólar. Sin embargo, la resolución de un problema conducía a otro; el peligro del Patrón de Cambios Oro radicaba en que la transmisión internacional de una crisis podría hacerse de manera más rápida, fulminante y peligrosa que con el Patrón Oro puro, debido como se ha analizado anteriormente, al rol multiplicador de la proporcionalidad.

Luego, **¿por qué querían los estadistas de la época volver al patrón oro?** En primer lugar, se podrían elaborar argumentos objetivos. Éstos se centrarían en elementos que habrían permitido el gran crecimiento durante la *belle époque*. Serían aspectos relacionados con la estabilidad del sistema. Por esta razón, la adopción de paridades distintas de las de preguerra implicaba una devaluación, y también significaba reconocer la no flexibilidad de precios y salarios a la baja. Además, la peligrosidad de la devaluación estribaba en aspectos relacionados con la moralidad y el crédito. El primero relacionado con la competencia desleal, el segundo con la carga de los intereses.

Otros aspectos, estos más subjetivos, eran los argumentos relacionados con la inmutabilidad, puesto que de ella se creía que derivaba, en parte, su credibilidad. Esa inmutabilidad provenía claramente de su vertiente institucional. Ésta permite entender palabras como las pronunciadas por Montagu Norman, gobernador del Banco de Inglaterra desde 1920 a 1944 cuando decía que “cualquiera bastante temerario para haber postulado una trayectoria diferente muy bien pudiera haber sido encerrado y considerado como loco. No resultaba concebible ningún plan alternativo”¹³⁰.

Desde ese momento y bajo esa perspectiva, el espíritu de Locke, cual ave fénix, resucitó en la Gran Bretaña y la palabra sacrificio, se convirtió en una consigna. La mayoría de las decisiones sobre política económica y gran parte del debate sobre la libra se desarrollaron siendo el gobernador del Banco de Inglaterra Montagu Norman. Éste era “el sumo sacerdote del dogma de la city según el cual el poder de Gran Bretaña estaba basado en el oro (...)” (Bersntein, 2002: 286). Existía además otra circunstancia nada baladí y era que Benjamin Strong, presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, no sólo era íntimo amigo de Norman sino que compartía todos sus valores (Bernstein, 2002) e instituciones.

Bajo ese prisma institucional, es plausible que Otto Niemeyer (alto funcionario de Hacienda) y Montagu Norman ejercieran una influencia considerable para empujar en abril de 1925 a Churchill hacia la decisión de fijar la paridad en 3 libras y los 17 chelines la onza de oro. La decisión fue tomada el 20 de marzo y anunciada al Parlamento en 25 de abril. El 14 de mayo adquirió carácter oficial con la firma del rey. La Ley del Patrón Oro de 1925 no restauró por completo todas las “viejas” instituciones. Por ejemplo, los billetes siguieron siendo de curso legal, pero ya no eran convertibles en monedas de oro en el Banco.

¹³⁰ Citado en Bersntein, 2002: 241.

Eso a pesar que Keynes había señalado pocos meses antes que un retorno al oro representaría una medida peligrosa porque colocaría a la Gran Bretaña de la posguerra a merced de las autoridades de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Keynes, 1963). Este argumento aunque elocuente, no constituía un problema a corto plazo, porque tanto las condiciones económicas como la política norteamericana iban a la par. Sin embargo, a principios de 1928, las organizaciones internas estaban adquiriendo ya prioridad sobre las internacionales, puesto que las autoridades observaban, con creciente preocupación, el empuje arrollador de un mercado de Wall Street en alza (Bernstein, 2002).

Las consecuencias económicas de la paz (Keynes, 1987) fueron quizá peores que las consecuencias económicas de la guerra, siendo el año 1929, un año según Galbraith (1997:9) que “es propiedad de los economistas”, el prólogo de la Gran Depresión, originada según Peter Temin por un gran shock y un proceso de propagación magnificador. A saber: la I Guerra Mundial y la adhesión al Patrón Oro (Mc Kinnon, 1993; Temin, 1996). Sin embargo, esta visión no es compartida totalmente por la literatura (Chancellor, 2000).

En este contexto, la preocupación creciente de las economías por sus problemas internos hace que intenten evitar los problemas derivados de los equilibrios externos cerrando sus economías al exterior. Especialmente problemático fue el abandono del patrón oro por parte de Inglaterra en 1931, puesto que “el sistema entero sufre la crisis, cuando el gobierno del país “central” abdica de sus obligaciones como detentador de la moneda ancla para resolver problemas o conflictos internos” (De Sebastián, 2000: 9). Es decir, las instituciones se quedaban sin alguien capaz de imponer su cumplimiento.

Y así es como “los “felices veinte” no tuvieron un final feliz: desembocaron en los “horribles treinta”, que se caracterizaron por todo lo contrario que sus predecesores: contracción económica, pesimismo generalizado, estancamiento industrial y agrario, desempleo masivo, catástrofes políticas y, como colofón de todo ello, el inicio de la II Guerra Mundial” (Tortella, 2000: 161).

4.2.3. La muerte de las instituciones: El fin del Patrón Oro

Existen muchas teorías sobre la desaparición del Patrón de Cambios Oro y, en definitiva, del Patrón Oro. Seguramente, no hay ninguna válida al cien por cien, sino que la extinción del sistema se explica por la conjugación de varias. Esta investigación centrará su análisis en cómo el derrumbe de las instituciones implicaron el fin del sistema. Las especiales instituciones de la época provocaron no sólo que el sistema se viniera abajo, sino que se transmitiera la deflación y la depresión a todo el mundo (Eichengreen, 1995; Friedman & Schwartz, 1971; Temin, 1996).

Una de las instituciones vistas anteriormente hacía referencia a que los países en la periferia estaban obligados a operar con las reglas del Patrón Oro, pero sin cooperación de los Bancos Centrales del centro. Este hecho implicaba que los costes de funcionamiento para dichos países fueran mucho mayores. Por esa razón, iniciaron el **uso de las monedas reserva**. Pero ello provocaba que si en los momentos de crisis los países del centro no apoyaban a los periféricos, estos no tenían más opción que sufrir las consecuencias o salirse del sistema. Ésta es la disyuntiva a la que se enfrentaron los

países a partir de 1929. Esa utilización de las monedas reservas tiene dos vertientes. Uno, un tema de **credibilidad**, acorde con la justificación anterior. El segundo hace referencia a la **confianza**. Ésta era escasa, como ilustró Triffin (1968) años más tarde en una situación similar. Esta confianza a diferencia de la credibilidad es algo más objetivo, en el sentido de que se pueden medir las reservas de los bancos centrales y conocer el grado de cobertura; mientras que la credibilidad es algo más abstracto, más en el terreno de la fe; y por tanto de las instituciones. Los países de moneda clave se vieron obligados a adoptar medidas deflacionistas como consecuencia de esas retiradas durante la crisis de principios de los años treinta (Foreman-Peck, 1995).

Otra de las modificaciones fue la **ausencia de un liderazgo hegemónico**. Esto no significa que no existiera ningún país con suficiente poder económico en el mundo. Al contrario, seguramente el problema es que había, como mínimo, dos: Gran Bretaña y Estados Unidos. No obstante, ninguno de los dos se encontraba en su momento más álgido. Gran Bretaña iniciaba su decadencia mientras Estados Unidos empezaba su ascensión. Este hecho, junto a la especial configuración de la estructura económica de principios del siglo XX, implicaba que no había “director de orquesta” del sistema internacional.

Kindleberger (1986) sostiene que la solución hubiera sido que Estados Unidos aceptara el liderazgo de la economía internacional. Ello es así “porque el sistema económico y monetario internacional necesita un liderazgo. Un país que esté preparado, consciente o inconscientemente bajo un sistema de normas que ha internalizado, unos códigos de conducta para otros países y buscar que otros le sigan, tomar parte de la carga del ajuste...”¹³¹. La afirmación anterior se justifica con la aseveración que Gran Bretaña desempeñó estas funciones en el apogeo del Patrón Oro, pero ya no podía hacerlo en los años de entreguerras (Kindleberger, 1986). Es dudoso que sea históricamente razonable esperar que Estados Unidos hubiera asumido el tipo de liderazgo necesario al que alude Kindleberger. En primer lugar, la economía norteamericana de la época era en gran medida autosuficiente. Además, la política de Estados Unidos tenía pocas razones para preocuparse por Europa. Sólo posteriormente, la amenaza de un mundo dominado por una ideología anticapitalista, iba a obligar a Estados Unidos a asumir el liderazgo de la economía internacional (Tortella, 2000). Sin embargo, ello sería después de la Segunda Guerra Mundial.

Eichengreen (1995) matiza y en lugar de hablar de un solo poder hegemónico, haciendo referencia a la teoría de la estabilidad hegemónica (*theory of hegemonic stability*), se inclina más por la **ausencia de la cooperación internacional**. Sugiere que el periodo de entreguerras se caracterizó por la ausencia de un poder hegemónico, pero a diferencia de Kindleberger, que enfatiza la necesidad del mismo, Eichengreen explicita que el Patrón Oro fue un “sistema descentralizado y multipolar”¹³². Si bien es cierto, que en determinados momentos Londres podía haber realizado el papel de un centro financiero internacional con pátinas de líder, no lo es menos que Berlín y París tenían un papel destacado en ese funcionamiento. Además, la suave operatividad del mismo no era atribuible a la intervención estabilizadora de un poder dominante, sino que era el

¹³¹ “... the international economic and monetary system needs leadership, a country that is prepared, consciously or unconsciously, under some system of rules that it has internalized, to set standards of conduct for other countries and to seek to get others to follow them, to take on an undue share of the burdens of the system...” (Kindleberger, 1986: 11).

¹³² “The prewar Gold Standard was a decentralized, multipolar system” (Eichengreen, 1995: 5).

resultado de dos factores diferentes: la credibilidad y la cooperación (Eichengreen, 1995). Es más, la credibilidad y la estabilidad eran partes de la reputación de “estar dispuestos a tomar” las acciones necesarias. Pero un elemento central de su argumento era que “la credibilidad derivaba del hecho que el compromiso con el Patrón Oro era internacional” (Eichengreen, 1989)¹³³.

Por tanto, los fallos en la cooperación de los miembros importantes del sistema en los períodos de crisis fueron los que conllevaron, según ese autor, a la quiebra del Patrón Oro. Las condiciones que facilitaron la cooperación internacional antes de la guerra fueron derrotadas por ésta. En primer lugar, las disputas acerca de las deudas y reparaciones hacían muy compleja la negociación sobre esa coordinación. Además, las reformas políticas que se realizaron después de la guerra minaron la posición del gobierno.

Tortella (2000) recoge el testigo de las reformas políticas y se hace eco de una **creciente mentalidad anticapitalista** (o en negativo, hostilidad hacia el sistema monetario vigente) como uno de los escollos que no pudo superar el Patrón Oro. Apoyándose en la figura de Karl Marx, a la que llama “el apóstol”, analiza como una serie de aspectos culturales y anímicos aumentan la insatisfacción de las clases obreras. En primer lugar, describe el proceso de urbanización de los países y como la migración del campo a la ciudad, por parte del proletariado, le produce a éste la sensación de pérdida de raíces o desarraigo. Además, la inseguridad laboral que se daba en esas situaciones incrementaba ese sentimiento. Ello provoca que desde el punto de vista gubernamental se vea con preocupación creciente los problemas sociales. Posteriormente, la formación de los sindicatos y otras organizaciones ayudó a la expresión de esas nuevas instituciones e incluso, a la modificación de alguna de las anteriores.

La ausencia de ese liderazgo económico tiene otra derivada y fue **la negativa por parte de los países más fuertes a cumplir las instituciones**. El intento de dar explicación al fin del Patrón Oro empezó en una época muy temprana. Así, Nurkse (1944) manifiesta que la causa principal de su desintegración fue el hecho que los Bancos centrales ya no siguieran las “reglas del juego”. Bloomfield (1959) años más tarde llega a la misma conclusión. Sin embargo, sus datos exponen que los Bancos Centrales tampoco siguieron las “reglas del juego” en periodos anteriores.

Es desconcertante el caso de Francia, que a finales de los años 20’s, absorbe (junto con Alemania) casi todo el aumento de las reservas planetarias en la segunda mitad de los años veinte (Eichengreen, 1996). Evidentemente, bajo la lógica del sistema, el incremento de las reservas de los Bancos Centrales Francés y Alemán, esterilizando esas entradas de divisas, implicaba un aumento de la presión sobre los otros bancos centrales. Éstos eran forzados a elevar su tipo de interés y por tanto, a restringir el crédito interno para defender sus, ya de por sí, precarias reservas; y con estas medidas, agravar el panorama nacional.

La decisión de Franklin Delano Roosevelt, por ejemplo, de devaluar el dólar en 1933 representa una clara desviación de la regla del patrón oro y un caso de discreción. La decisión fue tomada con el propósito de elevar el nivel de precios (Bordo & Kydland, 1990).

¹³³ “that credibility derived from the fact that the commitment to the gold standard was international” (Eichengreen, 1989: 31).

Los **aspectos reputacionales** también estuvieron presentes en la desintegración del sistema. En palabras de Eichengreen (1996: 60) la “reintroducción en Gran Bretaña (en 1925) fue una señal para que los otros países le siguieran”¹³⁴. Asimismo, la suspensión de la convertibilidad en septiembre de 1931, simbolizó la desintegración del Patrón Oro. Ese declive minó la confianza en las otras monedas. El mismo efecto dominó y de externalidad de red que había ayudado en su encumbramiento como sistema mundial fue el que lo llevó a la desintegración. Ya no tenía sentido permanecer en él, cuando los países del centro no estaban y por tanto, no representaba ninguna ventaja.

Rapoport (2003) explica que es la **falta de organizaciones** adecuadas para mediar con la crisis y ciertas instituciones informales, las que provocan el fin del Patrón Oro. En primer lugar, hace hincapié en que si bien los efectos fueron muy duros sobre los niveles de ocupación y de actividad, el rápido contagio a través del sistema económico internacional a la mayoría de los países fue debido a la ausencia de organizaciones internacionales capaces de mediar entre las distintas políticas nacionalistas. Además, no sólo no había dichos organismos sino que existía la mentalidad que no hacían falta (Véase apartado 4.1.). Por esta razón, cuando se produce la crisis, la confianza en que el funcionamiento de los mecanismos de mercado permitiría lograr un pronto retorno al equilibrio inhibió por cierto tiempo la implementación de políticas públicas anticíclicas.

Bernstein (2002: 303) está en la misma línea cuando escribe que “las opiniones resumían la creencia popular de la época: la llamada de adhesión a la deflación y a la purga se repetiría con muchas variaciones pero con un a monotonía terrible y opresora”. Friedman & Schwartz (1971) se adhieren también a esta teoría. En su estudio de la economía norteamericana de la época, precisan que cuando EEUU comenzó a perder oro, la única política adecuada consistió en elevar considerablemente los tipos de interés. Ello era lo que exigía la institución conocida hasta entonces y que el no hacerlo implicaría que los extranjeros lo consideraran una falta de valor.

Esa mentalidad no sólo se daba en Estados Unidos. Lo mismo sucedía en Gran Bretaña. Cuando las salidas de oro se iniciaron en Inglaterra, creció la opinión de que el gobierno tenía que adoptar medidas drásticas para solucionar el problema. El gabinete se hallaba tan convencido que tenía que defender la libra que parecía como si el coste humano no hubiera estado presente en la búsqueda de alternativas a la solución. El presupuesto de 1931 del gobierno nacional y la Ley de Economía determinaron una reducción de 70 millones de libras en el gasto público y un incremento de 86 millones en cargas fiscales. Naturalmente, la actividad se hundió algo más y el paro aumentó todavía más. Finalmente, el 21 de septiembre de 1931, el semanario *The Economist* señaló “el final de una época”.

En resumen, **el final del sistema del Patrón Oro se debió, en parte, al abandono de las instituciones y a la falta de organizaciones capaces de imponer su cumplimiento y de realizar el ajuste que la economía mundial necesitaba.**

¹³⁴ “Resumption by Britain was the signal for other countries to follow” (Eichengreen, 1996: 60).

4.3. La Argentina

Argentina pasó a formar parte de una economía global a finales del siglo XIX, al igual que otras economías de la periferia. En esa época, el sistema internacional estaba basado en el liderazgo británico en la banca y en el comercio. Tanto era así que, en algunas ocasiones, ese periodo ha sido conocido como el de la Pax Brittanica (Schedvin, 1990).

4.3.1. El Patrón Oro Clásico (*The Classical Gold Standard*): 1880-1914

La historia de este capítulo empieza, como se ha explicado en la introducción, el 12 de octubre de 1880. En esa fecha se inicia el “proyecto del ‘80”, que pretende ser un “cuerpo doctrinario de ideas; liberal en lo económico, reaccionario en lo político y progresista en lo cultural” (Rapoport *et alii*, 2003: 11). Este proyecto fue diseñado e implementado por la “Generación del 80”, pero ¿quiénes eran? Según el imaginario Julio A. Roca ideado por Félix Luna (1988) en su *Soy Roca*, serían “los que ejercimos el poder desde 1880 o tuvimos predicamento en la opinión pública no seríamos más de doscientos en todo el país: gobernantes, militares, políticos, periodistas, literatos, profesores; gente de acción o de pensamiento que veníamos de una gran formación igual, hablábamos el mismo lenguaje y reconocíamos idénticos objetivos. [Quienes pertenecían a ese grupo] llevaban un sello ideológico invariable: eran liberales, admiraban el pensamiento de Alberdi, aborrecían la anarquía y el despotismo, creían en las virtudes de la educación, deseaban abrir el país a los capitales, los hombres y las ideas del exterior para colocar a la Argentina en el ritmo del progreso contemporáneo”¹³⁵.

La imagen de esa generación y su doctrina no son completas hasta leer a Juan Bautista Alberdi (1954:13), uno de los principales mentores ideológicos del grupo, cuando escribe que “... las sociedades que esperan su felicidad de la mano de sus gobiernos, espera una cosa que es contraria a la naturaleza (...); no hay medio más poderoso y eficaz de hacer la grandeza del cuerpo social, que dejar a cada uno de sus miembros individuales el cuidado y poder pleno de labrar su personal engrandecimiento”¹³⁶. Por tanto, partiendo de esas premisas y de las condiciones del país en aquella época, el “modelo” debía conducirles *inevitablemente* al esquema agroexportador. Además, las ideas económicas predominantes de la época en las élites dirigentes eran un paso más hacia esa dirección (Gallo & Rocchi, 2000).

Ese “modelo” podía resumirse en tres puntos fundamentales (Rapoport *et alter*, 2003): (1) la constatación que el desarrollo económico argentino sólo podía basarse en la inserción del país en el mercado mundial especializándose en el tipo de actividades en la que se tenían “ventajas comparativas”, por lo que, era inevitable la implantación del esquema agroexportador; (2) la certeza que para que dicha riqueza pudiera aprovecharse, era necesario suplir las dos carencias básicas que se tenían: la mano de obra y el capital, por lo que era necesario facilitar la introducción de inversión extranjera y capital humano; y (3) la idea que para hacer posible ambas cosas era imperioso expandir las fronteras y unificar el mercado interno. De esta manera, se

¹³⁵ Citado en Gerchunoff & Llach, 2003: 15.

¹³⁶ Citado en Rapoport *et alter*, 2003: 11.

conformó un Estado estrechamente ligado a determinados sectores económicos y sociales.

La certidumbre sobre la necesidad de ayudar a la entrada del capital extranjero y facilitar la inmigración para suplir la carencia de mano de obra autóctona fueron los ejes centrales de la política económica y social de este periodo.

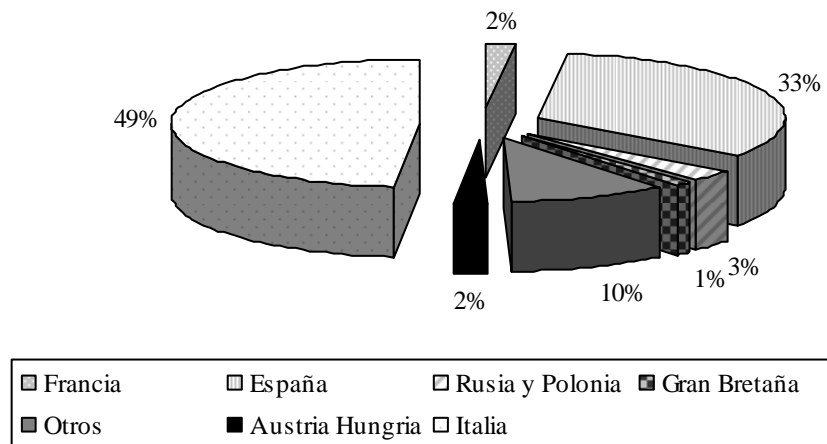
La **inmigración de mano de obra** venía claramente condicionada por los flujos monetarios y reales del sistema económico. La adopción del modelo agroexportador suponía para Argentina la aceptación de una particular división del trabajo internacional cuyo centro, obviamente, se ubicaba en Inglaterra y que respondía a un rol en que se convertía en un exportador de productos agropecuarios y un importador de productos manufacturados. Esa “misión” sólo podía ser completada si aumentaba la población. Esa es la razón por la que el lema de Alberdi, “Gobernar es poblar”, se convierte en casi un mandamiento para los gobiernos de finales del s. XIX y principios del s. XX. Esta consideración llega hasta tal punto que, en palabras de Gerchunoff & Llach (2003: 20), “el aumento del número de habitantes se tomaba como un importante indicador de la calidad de gestión de los gobiernos”. Una institución formal recoge esta idea cuando en la Constitución Nacional, en su artículo 24, puede leerse que “El gobierno federal fomentará la inmigración europea: y no podrá restringir, limitar ni gravar con impuesto alguno la entrada en el territorio argentino de los extranjeros que traigan por objeto labrar la tierra, mejorar las industrias e introducir y enseñar las ciencias y las artes”¹³⁷. Esta institución sería decisiva para el desarrollo de las instituciones del país.

El movimiento migratorio de regreso a Europa, en el corto plazo, era una manifestación de las crisis económicas y las guerras. Sin embargo, esos flujos no sólo estaban definidos por los motivos anteriores, sino que los incentivos económicos también jugaron un papel determinante. Esto llega a su máxima expresión con la acuñación del término de “inmigrantes golondrina” para referirse a aquellos que iban a la Argentina en la temporada de la cosecha atraídos por los salarios más elevados y una vez finalizada aquella, se volvían a sus países de origen. No obstante, a pesar de esta inmigración golondrina, la tendencia a largo plazo del crecimiento poblacional fue positivo (Vázquez-Presedo, 1971).

Si el número de inmigrantes era un dato sumamente importante para el desarrollo de Argentina, no es menos cierto que la procedencia de los mismos determinaría los rasgos y carácter del país. Seoane (2004: 18) llega incluso al extremo de afirmar que “el temperamento [del gran número de inmigrantes vascos] áspero, tozudo, levantisco contra un poder que no fuera de su “tribu”, será también característico del pueblo argentino”. En ese sentido, destacar que Italia y España fueron los países con una mayor incidencia, y fue mucho menor la aportación de países de la Europa septentrional debido a la entrada tardía del país en el circuito migratorio. Paradójicamente, como se observa en Figura 4.3., la aportación de la inmigración británica al total es muy baja; y más, si se tiene en cuenta la especial relación que mantuvieron los dos países en esa época. Según Vázquez-Presedo (1971) la inmigración inglesa llegó tan sólo al uno por ciento (1%) en todo el período.

¹³⁷ Citado en Gerchunoff & Llach, 2003: 20.

Figura 11: Distribución de los inmigrantes por país de origen en 1871-1914



Fuente: Vázquez Presedo (1971).

El caudal migratorio se interrumpió, lógicamente, con la Primera Guerra Mundial. Sin embargo, años antes habían surgido ya ciertas reticencias, algunas debidas al auge de un nuevo nacionalismo y otras debido a cierta ralentización económica de la fuerza de trabajo provocada por el estancamiento en la expansión geográfica de la agricultura.

En el extremo opuesto de la escala social, se encontraba la clase terrateniente y la alta burguesía. A estos sectores les correspondía la tarea de dirigir el país y la mayoría de los políticos profesionales argentinos pertenecían a ese extracto social. Además de estar “llamados a gobernar” (Seoane, 2004), la mayoría formaba parte del Círculo de Armas, de la Sociedad Rural Argentina o del Club el Progreso, entre otros. La presencia llegaba hasta tal punto que era más importante la pertenencia a una de esas organizaciones (cuerpos sociales) que la afiliación a partidos políticos. Smith (1967) destaca de entre todas ellas, la importancia de la organización Sociedad Rural Argentina en el gobierno de la nación cuando explica que “aproximadamente el 45 por ciento de todos los ministros radicales (1916-1930) fueron miembros de la Sociedad Rural” (1967: 11) y “de los 94 nombramientos efectuados para los ocho cargos del gabinete durante el mismo período más del cuarenta por ciento (40%) se otorgaron a miembros de la Sociedad Rural Argentina” (1967: 10).

La permanencia de la élite dirigente en el poder y su capacidad de maniobra fue debida principalmente a dos factores. Por un lado, la fuerte expansión económica que se produjo durante el período y que superó todas las expectativas. Por el otro, el hecho que más del sesenta por ciento (60%) de la población masculina fuera extranjera. En ese sentido, habría que destacar que esta situación no se debía solamente a los incentivos económicos que se describieron anteriormente, sino que se le añadía que el proceso de regularización de inmigrantes era sumamente arduo, por lo que el interés de los mismos en realizarlo era prácticamente nulo y además, “no ofrecía ningún estímulo especial para su incorporación a la estructura política. El emigrante no se sentía empujado a

adquirir la ciudadanía, el procedimiento judicial era lento y algo costoso, en un ambiente de características nada alentadoras” (Bagu, 1971: 71)¹³⁸.

La otra gran necesidad que se debía cubrir en esta etapa inicial del desarrollo argentino, era la **afluencia de capital**. En un primer momento, entre 1880 y 1900, el flujo de capitales hacia Argentina no dependió del desarrollo del comercio aunque influyó sobre él a medio plazo. Ello fue debido a que la elevada inversión inglesa en el país causó al principio un incremento de las rentas y de las importaciones. Y sólo posteriormente se produjeron las exportaciones procedentes de la Pampa (Ford, 1956). Además, la extensa pradera necesitaba en sus inicios, como en cualquier fase de desarrollo, inversiones en infraestructuras básicas, como el ferrocarril, antes de que se produjera el auge exportador. Las razones de esos flujos fueron, casi exclusivamente, los incentivos económicos. Los inversionistas extranjeros buscaban la elevada tasa de rentabilidad que les proporcionaba Argentina (Taylor, 1997).

En esos años (entre 1880 y 1900), el capital fue predominantemente de origen británico (Cortés Conde, 1979; Díaz-Alejandro, 2002). Las entradas de capitales no fueron constantes a lo largo de esos veinte años sino que se interrumpieron con la crisis de 1890 y se reanudaron con el inicio del nuevo siglo (Taylor, 1994). La composición del capital cambió con la reanudación y el origen fue más diversificado, como puede apreciarse en la Tabla 5. Además, la situación del país también había evolucionado. Los movimientos comerciales y de capital en la balanza de pagos tenían una mayor interrelación, superada la fase inicial, provocada por cambios en la estructura productiva. Según Rapoport (2003), ése era el motivo por el que el capital extranjero tenía, en esos momentos, una fuerte vinculación con la vida económica del país e incidía en el diseño del modelo agroexportador.

Tabla 5: El capital extranjero en la Argentina

Capital extranjero como porcentaje del capital total	41 %
Existencias de inversiones privadas extranjeras de largo plazo	2.176
Reino Unido	1.423
Estados Unidos	19
Otros	734
Ferrocarriles	776
Títulos del Estado	668
Empresas Comerciales	193
Otros	539

Fuente: Díaz-Alejandro, C. (2002).

Nota: Año 1909, en millones de dólares corrientes.

Por tanto, la relación entre Argentina y Gran Bretaña se inicia en esas tempranas fechas. El proceso de inversión británica en el país era cíclico (Prebisch, 1991). Las entradas de capital a Argentina se producían normalmente después de una fase recesiva de su

¹³⁸ Citado en Rapoport *et alii*, 2003: 17.

economía. Eso provocaba un incremento de las importaciones procedentes de Gran Bretaña y de otros países del centro. Sin embargo, el ajuste distaba de ser automático y que además, requería cierto tiempo para producirse a través de los desequilibrios de la balanza comercial.

A pesar de estos problemas en la captación de capitales, éste era un recurso necesario para el desarrollo de Argentina. Por esa razón, estar dentro del Patrón Oro constituía una buena señal (*good housekeeping seal of approval*) al resto del mercado financiero para facilitar el acceso de los países periféricos al capital de los países del centro (Bordo & Rockoff, 1995). Si a ello se une la especial relación con Inglaterra, es posible concluir que Argentina era un país para el que estar dentro del Patrón Oro era sumamente importante (Bordo & Kydland, 1990; Ford, 1962). Ford (1962), en su famoso libro sobre este periodo, *The Gold Standard, 1880-1914: Britain and Argentina*, describe como Argentina abandonó la convertibilidad durante los períodos deflacionistas entre 1880 y 1900 y la mantuvo con los inflacionistas, entre 1900 y 1913 (Véase Tabla 4, página 92). Este comportamiento aporta algo de luz sobre las instituciones de las organizaciones particulares y de la sociedad en general.

Un país cuya economía estaba tan estrechamente ligada al desarrollo del comercio exterior y que no era productor de oro, sólo podía tener una moneda convertible, y consecuentemente estar dentro del sistema con una balanza de pagos permanentemente favorable, lo que es ciertamente difícil y a tenor de las estadísticas (Véase Tabla 6) lo fue sólo en determinados periodos.

Tabla 6: El comercio exterior entre 1880 y 1914

Período	Exportaciones	Importaciones	Saldo Comercial
1865-1869	68	86	- 18
1870-1874	89	131	- 42
1875-1879	105	102	3
1880-1884	139	152	- 13
1885-1889	195	270	- 74
1890-1894	234	223	11
1895-1899	298	241	57
1900-1904	448	295	163
1905-1909	761	607	154
1910-1914	980	932	48

Fuente: Vázquez Presedo (1971).

Nota: Cifras en millones de pesos corrientes.

A pesar de ello, a finales de 1883 se estableció de nuevo el Patrón Oro en el país. Con esa decisión se abandonaba definitivamente el patrón bimetálico que se había instaurado con la Ley 1130 de 1881. El traspaso se realizó asegurándose el reemplazo de los billetes papel en circulación por unos nuevos que estarían a la par con el oro. No obstante, el sistema no tenía demasiadas posibilidades de éxito, puesto que la base del mismo no eran auténticos “ahorros acumulados”. Aquél se cimentaría con el oro que entraría al país por los movimientos de capital, o mejor dicho, con el que los dirigentes

pensaban que iba a entrar. Ésta problema “de base” con determinadas instituciones se ha ido reiterando a lo largo del tiempo.

Además, existían otros inconvenientes. Uno de ellos, era la ausencia de un marco organizacional suficientemente sólido en los ámbitos financiero y bancario (Ford, 1962; della Paolera & Taylor, 2001, 1999; Nakamura & Zarazaga) que implicaba una menor credibilidad en el sistema que otros países. Otro inconveniente era la existencia de organizaciones poderosas que no estaban de acuerdo con la estructura y que militaban a favor de una moneda devaluada minando aún más esa credibilidad.

En esta primera etapa, el déficit comercial que se aprecia en la Tabla 6 fue compensado, al menos parcialmente hasta 1884 por la balanza de capitales, gracias a las entradas de inversiones extranjeras. No obstante, a finales de ese año el sector externo entró en crisis. Ésta fue provocada por la pérdida de confianza de los inversores internacionales (Taylor, 1994). La desconfianza era consecuencia del, cada vez mayor, déficit de la balanza comercial y del monto, cada vez mayor también, de pesos que se debían destinar a los pagos de intereses de préstamos anteriores. Cuando el cumplimiento de esas obligaciones se puso en duda, la entrada de capitales cesó; y con ella, llegó la crisis.

Gerchunoff & Llach (2003) añaden otro desequilibrio; el déficit fiscal, que hizo aparecer la problemática de los déficits gemelos (*Twin Deficits*). Según esta teoría, el gobierno se enfrascó en un política superexpansiva de gasto público, financiada con préstamos exteriores (della Paolera & Taylor, 2001). Ese incremento del gasto supuso que los inversores desconfiaran todavía más si cabe, de que el gobierno pudiera hacer frente puntualmente al pago de sus obligaciones. No obstante, esta circunstancia no era nueva en el país. Gerchunoff & Llach (2003: 48) al explicar el fenómeno hacen hincapié en que “el sistema monetario en el que se habían puesto las esperanzas de un ordenamiento definitivo falló por su base, esencialmente de la misma forma que el esquema de 1867-1874”.

La solución que da el gobierno a esa crisis, tampoco es original. Se basa en la coexistencia, a partir de 1885, de dos sistemas monetarios: el papel moneda nacional que se usaba internamente, y el oro o la libra esterlina, que se aplicaba a las transacciones internacionales¹³⁹. La apreciación del peso papel origina una transferencia de ingresos a favor de los que reciben ingresos fijos en papel moneda y en contra de los productores y comerciantes ligados a la exportación, que tienen sus costes en papel y venden sus productos en oro. Por esta razón, estos últimos comenzaron a desarrollar una campaña para detener la valorización del peso. Ello era posible realizarlo si hacían valer su considerable influencia política y económica, asegurando así su convertibilidad respecto al oro.

Un problema añadido era que una gran parte de los préstamos tenía un tipo de interés fijo, denominado en oro o en libras¹⁴⁰ y pagadero o garantizado por el Estado. Si se añade esta característica a la irresponsabilidad de la banca y a la débil y corrupta administración financiera, se llega a la conclusión que se estimuló la inflación para poder hacer frente a los pagos... pero, ¿era posible bajo las reglas del ajuste automático

¹³⁹ Este esquema se repetirá a lo largo de la historia.

¹⁴⁰ Como puede advertirse, el “pecado original” (*Original Sin*) de Eichengreen, Hausmann & Panizza (2003) no es nada nuevo.

del Patrón Oro? En 1887, se introdujo una institución formal denominada “régimen de Bancos Nacionales Compartidos”. Era un reglamento que inspiraba en el funcionamiento de los *Savings & Loans* americanos. Con ella se modificaba una institución formal, como se analizó en el apartado anterior, ya que las organizaciones bancarias podían emitir papel moneda si estaba respaldada por bonos del gobierno, que a su vez, estaban respaldados por oro. Sin embargo, tanto respaldo no se produjo y las coberturas no fueron las suficientes, por lo que la confianza empezó a debilitarse. Por tanto, no era posible cumplir simultáneamente con las obligaciones financieras y con las instituciones del sistema, por lo que se optó por modificar estas últimas.

En resumen, en materia monetaria se aceptó y se estimuló la depreciación, en beneficio de los exportadores, y hasta 1890, a través de los bancos estatales se manejó el crédito con gran liberalidad. Estas instituciones contribuían a impedir el éxito de una política monetaria basada en la plena vigencia del patrón oro y la libre convertibilidad.

En 1890 se produce la crisis del Baring Brothers que sacudiría los cimientos de la idea de la automaticidad del mecanismo de Hume. Después de la crisis, el gobierno de Pellegrini (1890-1892) tomó con gran preocupación la tarea de diseñar un nuevo régimen para reemplazar el descentralizado y frágil sistema del pasado. El plan se centraba en dos organizaciones para transmitir la idea de estabilidad: la Caja de Conversión y el Banco de la Nación. La primera, creada por la Ley 2741 en 1890, era responsable de la convertibilidad externa y del mantenimiento del Patrón Oro; mientras la segunda trataba con la masa monetaria interior haciendo las veces de un renovado banco estatal, sin llegar a serlo.

La Caja de Conversión tenía como función convertir el papel moneda en oro al cambio de 2,2727 pesos (moneda nacional) de papel por peso de oro, o sea 0,44 de oro sellado por peso papel. Para servir de garantía a la conversión del papel moneda se formaría una reserva metálica llamada “fondo de conversión”, integrada por recursos públicos de diferente origen, dado que no había oro ni Argentina era un país productor. Por tanto, se habían creado las organizaciones pertinentes pero ¿se aplicaron las instituciones informales?

El citado libro de Ford (1962) explica que el mecanismo principal de ajuste de la balanza de pagos se basaba en los cambios en los ingresos en las importaciones. Éstos se producían principalmente, a través de los bienes de consumo, puesto que los bienes de inversión aparecían ligados a la financiación externa. El autor profundiza en esta línea cuando escribe que “cualquier cambio en el gasto de importaciones – que sería de una pequeña magnitud en el marco argentino- contenía su propio mecanismo de ajuste para reducir su influencia y ayudar a la recuperación del equilibrio de la balanza de pagos” (1962: 161)¹⁴¹. Un poco más adelante sigue escribiendo que “las fuerzas de ajuste de la renta automáticas (provocadas por factores que causaban los desequilibrios de la balanza de pagos en numerosas ocasiones) proveían el principal mecanismo de ajuste, mientras la “medicina” del Patrón Oro de un tipo de interés más elevado durante los períodos de pérdida de oro jugó un papel subsidiario en promover el ajuste a largo plazo. Sin embargo, es cierto que para algunos países (Gran Bretaña, de forma notable) la rapidez de los efectos en aumentos de las tasas de redescuento, que se reflejaban en

¹⁴¹ “Any autonomous change in expenditure on imports – which would be of small magnitude in the Argentina setting – contained its own adjustment mechanism to damp its influence down and help restore balance of payments equilibrium” (Ford, 1962: 161).

los tipos de descuento del mercado, eran importantes en detener las pérdidas de oro” (Ford, 1962)¹⁴².

Pero, ¿cómo se realizaba ese proceso? En esos años (1900-1914), la moneda argentina era convertible en oro y a través del oro en las principales monedas. Además, no había, entonces, un banco central que acelerase, de acuerdo con las llamadas “reglas de juego”, el ajuste de equilibrio. Por el contrario, cuando el Banco de la Nación Argentina actuó como si fuera un banco central, lo hizo, según la hipótesis de Ford, tratando de neutralizar o esterilizar los movimientos del sector externo y por tanto, actuando en un sentido opuesto al que determinaban las instituciones (Salama, 1999). El seguimiento de las mismas implicaba el alza de los tipos de interés para atraer fondos de los mercados de capitales. No obstante, esta operación parecía estar vedada a los países periféricos que no podía competir con el mercado financiero de Londres. Prebisch (1991:322) hace patente esa prohibición cuando escribe que “no se concebía, desde luego, la posibilidad de actuar mediante la elevación de la tasa de descuento en competencia con el centro monetario londinense”.

Bloomfield (1959) también realiza la misma observación cuando según sus palabras “en los países con mercados monetarios menos desarrollados o virtualmente inexistentes (...) la capacidad de respuesta de los movimientos de capital a corto plazo a cambios en los tipos de interés del banco central son obviamente menos marcados. En realidad, los movimientos de fondos responden indudablemente en mayor medida a los cambios producidos en el Banco de Inglaterra que al banco central propio”¹⁴³. Por tanto, se producía una dualidad de las instituciones (della Paolera, 1994). En esta tesitura no es de extrañar que Argentina sea un ejemplo importante de país que sistemáticamente incumplió las instituciones (Bordo & Kydland, 1990).

Ante una nueva revalorización del peso papel, los exportadores (básicamente ganaderos e integrados en clubes privados como el Círculo de Armas o la Sociedad Rural Argentina, entre otros) volvieron a presionar. En noviembre de 1899 se dictó la ley 3871 por la que se producía una devaluación del peso papel del 56%. Con esta institución formal, se detenía el proceso de revalorización que estaba experimentando el peso de papel. Según un estudio de Salama (1999), se pasó de un premio del peso de oro sobre el peso de papel de 244% en 1895 a un premio del 125% en 1899. Por tanto, quienes debían hacer pagos en el exterior, querían que el proceso de revalorización continuase hasta retornar a la paridad entre el peso de papel y el peso oro. Por el contrario, las organizaciones de exportadores no querían ni oír hablar del retorno a la convertibilidad y pensaban que otra revalorización, perjudicaría el comercio exterior.

¹⁴² “Automatic income adjustment forces (provoked by factors causing balance of payments disequilibria in many cases) provided the main adjustment mechanism, whilst the gold standard “medicine” of higher interest rates in the face of gold losses played a subsidiary role in promoting long-term adjustment. It is true, however, that for some countries (notably, Britain) the quick effects on increases in rediscount rates which were reflected in market rates of discount were of the utmost importance in easing the strain of gold losses (Ford, 1962: 189).

¹⁴³ “In countries with less developed or virtually nonexistent money markets (...) The responsiveness of short-term capital movements to changes in their central bank discount rates was obviously less marked. Indeed, the movement of short-term funds into and out of these countries was undoubtedly much more responsive to changes in the discount rates of the Bank of England and of other large central banks than changes in their own. (Bloomfield, 1959 : 43).

A principios del s. XX, el capital europeo no llegó a la Argentina como consecuencia del aumento de las tasas de interés en Europa debido a los efectos de conflictos bélicos (la Guerra de los Boers y la Rebelión Boxer). A finales de 1902 y principios de 1903, el comercio exterior argentino mejoró (Véase Tabla 6, página 105), incrementándose tanto las importaciones como las exportaciones. El oro comenzó a afluir a la Caja de Conversión y se inició un período de prosperidad afectado solo por oscilaciones moderadas. Sin embargo, en 1914 el gobierno decidió suspender la convertibilidad, aunque todavía las reservas no se habían agotado. Ello se realizó a través de las leyes 9479 y 9577 que permitían a la Caja desviarse de la norma por razones de emergencia debido al conflicto bélico. Por tanto, las instituciones del Patrón Oro también se suspendieron en Argentina durante la guerra.

4.3.2. El Patrón Cambios Oro (*The Gold Exchange Standard*): 1925-1931

El 12 de octubre de 1916 Hipólito Yrigoyen asumió la presidencia de Argentina. La evolución de la situación económica durante los gobiernos radicales refleja la estrecha vinculación de la economía argentina con la coyuntura internacional. Sin embargo, a pesar de esa fuerte interrelación, las líneas esenciales del modelo de desarrollo no se modificaron aunque se diera un cambio político. Esas se basaban en grado de apertura elevado de la economía, un alto nivel de endeudamiento externo, un comercio exterior basado en el intercambio de materias primas y alimentos por productos manufacturados, la estabilidad de la moneda y el retorno a las instituciones del Patrón Oro, tan pronto como fuera posible, siguiendo las pautas de las instituciones informales vigentes.

El **comercio exterior** seguía siendo una de las bazas fundamentales para el crecimiento de la nación. El efecto inmediato de la guerra en los mercados internacionales fue una súbita caída en el volumen de comercio exterior y un pronunciado descenso en los términos de intercambio, debido en gran parte a la disminución de viajes en el Atlántico. Los términos de intercambio de la Argentina cayeron cerca de un 50 % de 1912 a 1921 (Díaz-Alejandro, 2002). A partir de la finalización de la contienda (1918), la economía internacional volvió a sus antiguos cauces e hizo posible que aumentaran las exportaciones agrícolas para abastecer a los exhaustos países europeos. Sin embargo, la coyuntura favorable fue corta. A partir de 1920, se produjo una crisis agrícola-ganadera, como consecuencia de la caída de los precios internacionales de los productos agrarios, y en particular de las carnes, debida a la recuperación del sector en los países europeos. La crisis provocó un saldo negativo en la balanza comercial.

La recuperación se produjo a partir de 1922, como se observa en la Tabla 7. Si se analizan las cifras de crecimiento del PIB, el desarrollo de Argentina fue indudable en esos años, y puede observarse que fue muy vulnerable a las fluctuaciones de la economía mundial. El análisis de la situación no arroja nuevas luces respecto a las que iluminaban la situación durante el período anterior. El país seguía dependiendo, por un lado, de las entradas de capital para evitar serios problemas en la balanza de pagos y, por otro, de conservar los mercados para sus exportaciones. Asimismo, le era muy difícil reducir sus importaciones y la carga del servicio de la deuda externa.

Tabla 7: Evolución del PIB y del comercio exterior

Año	Tasa Crecimiento PIB	Exportaciones	Importaciones	Saldo
1914	- 10,4	916	733	183
1915	0,5	1.323	694	629
1916	- 2,9	1.302	832	470
1917	- 8,1	1.250	864	386
1918	18,3	1.822	1.138	684
1919	3,7	2.343	1.490	853
1920	7,3	2.373	2.125	248
1921	2,6	1.525	1.703	- 178
1922	8,0	1.536	1.567	- 31
1923	11,0	1.753	1.974	- 221
1924	7,8	2.299	1.883	415
1925	- 0,4	1.973	1.993	- 20
1926	4,8	1.800	1.869	- 69
1927	7,1	2.294	1.947	347
1928	6,2	2.397	1.902	495
1929	4,6	2.168	1.959	209
1930	- 4,1	1.396	1.680	- 284

Fuente: Rapoport et alii, 2003.

Nota: La tasa de crecimiento del PIB es a precios de mercado. Los datos de las exportaciones, importaciones y saldos comerciales están en millones de m\$.n.

El país seguía presentando una gran propensión a importar y reajustaba su balanza de pagos aumentando o reduciendo las importaciones, como ya había observado Ford (1962) en la época anterior. La problemática nacía en que en la fase recesiva éstas no disminuían lo suficiente, acorde con los patrones de comportamiento económicos del ajuste. Sin embargo, en el periodo 1922-1929 la situación era la contraria, y gracias al crecimiento económico (Véase Tabla 9), la distensión social fue el indicio más palpable de la renovada prosperidad argentina.

Con todo, hubo un elemento que si bien no modificó la problemática de la situación si le dio un nuevo enfoque: la triangulación comercial y financiera que se desarrolló con los Estados Unidos y Gran Bretaña. La Argentina mantuvo unas relaciones peculiares con las potencias económicas de la época. Mantenía un excedente de exportaciones con la Gran Bretaña y uno de importaciones con Estados Unidos, creando así una situación única, muy distinta de la que se enfrentaban otras naciones sudamericanas o incluso del mismo imperio británico. Esta circunstancia originaba, paralelamente, la existencia de un triángulo comercial marítimo y de un triángulo en los movimientos de capital.

Naturalmente, la irregularidad de los **movimientos de capital** constituían ya desde tiempos pretéritos unos de los talones de Aquiles de la joven nación. Fruto de esta nueva organización productiva, el Reino Unido cubría, con los ingresos provenientes de inversiones y prestación de servicios financieros y comerciales, la mayor parte de su balance comercial desfavorable. Mientras, una corriente neta de capitales norteamericanos financiaba las importaciones argentinas con préstamos o inversiones

directas, compensando en todo o en parte los déficits con EEUU. Sin embargo, según Rapoport (2003: 160) este triángulo no puede ser bien comprendido sólo por la mera contabilización de las Balanza de pagos, sino que en realidad está señalando “un cambio de las esferas de influencia”.

El radicalismo (1916-1930) tuvo, sin embargo, algunas características que sin modificar en modo alguno el patrón de desarrollo, incluyeron ciertas instituciones perniciosas al distorsionar el funcionamiento de la economía, aunque no se alterara de forma significativa la composición del PIB. Una de esas fue el sistema de Patronazgo que se define como “el reparto de cargos políticos en el gobierno nacional como medio para eliminar a los opositores” (Seoane, 2004; Lanata 2003). Esas medidas provocaron una distribución de empleos en la burocracia estatal, lo que benefició, sobre todo, a los sectores medios. Además, provocaron unos mayores gastos del erario público que, desde 1914 sobrepasaron permanentemente a los recursos públicos (Véase Tabla 8).

Ese incremento de los gastos públicos conllevó un aumento del déficit fiscal. La solución momentánea, como puede apreciarse en la Tabla 8, fue el incremento de la deuda pública. Esta reacción no correspondía a la teoría económica de la época, que exigía una recesión para superar estos momentos. Sin embargo, en ese contexto, el déficit fiscal hacía de contrapeso a la caída del ingreso. Además, la solución tampoco era muy novedosa dado que se había dado ya en períodos anteriores (Díaz-Alejandro, 2002).

Tabla 8: Crecimiento de los gastos, ingresos y deuda pública del gobierno nacional en Argentina, 1900-1930

Año	Ingresos Nacionales		Gastos Nacionales		Deuda Pública	
	Pesos	Índice	Pesos	Índice	Pesos	Índice
1900	64,9	100	68,6	100	447,2	100
1902	65,5	101	85,3	125	435,7	98
1908	115,8	177	111,0	162	398,9	89
1914	124,2	191	184,6	269	657,8	147
1916	112,2	173	164,8	241	773,6	173
1918	145,2	224	185,2	270	891,2	199
1922	203,8	314	270,7	396	962,5	215
1924	250,4	385	295,7	431	999,0	224
1926	281,7	434	328,6	478	1.100,6	246
1928	319,3	492	388,8	567	1251,3	280
1930	324,2	499	481,0	702	1517,7	340

Fuente: Rapoport et alii, 2003.

Nota: Las cifras están en millones de pesos oro.

En ese momento, una organización social (por llamarla acorde con las definiciones preestablecidas) con un peso decisivo en la historia del país empieza a hacer acto de aparición: el Ejército. Las Fuerzas Armadas se convertían en un actor político de consideración en la medida que definían intereses propios (Romero, 2001). Se creyeron en palabras de Seoane (2004: 53) llamados a “refundar la Argentina cada vez, a

“custodiar los valores nacionales” supuestamente desmadrados por la democracia de masas y a “extirpar” del cuerpo de la patria por medio de la represión los “gérmenes” de la anarquía y la disolución”. Según la misma autora, excepto el peronismo, la organización compartió una política económica liberal en manos de la gran burguesía agroexportadora, de la banca y de las potencias extranjeras.

El sistema monetario y bancario argentino seguía siendo muy sensible a las alteraciones de la balanza de pagos (Foreman-Peck, 1995). Della Paolera & Taylor (*Finance and Development*) aprecian diferencias dependiendo de la propiedad de las organizaciones. Las de propiedad nacional tenían menos dificultades de ajuste que las de capital social extranjero. Un saldo positivo se podía transformar en un aumento en la capacidad de compra, pero uno negativo no implicaba la retirada de capitales adquiridos en la cuantía adecuada. Por tanto, continuaban sin acatarse “las reglas de funcionamiento” (Bordo & Kydland, 1990). Además, la inexistencia de un Banco Central permitía a las organizaciones bancarias continuar la expansión de los créditos hasta situaciones intolerables. Sin embargo, en lugar de insistir con la creación de uno, en 1924 el Gobierno envió al Congreso un proyecto de modificación del sistema monetario. Éste se basaba en una reapertura de la Caja de Conversión como medida para disciplinarlo, pero fue rechazado.

Tabla 9: Tasas anuales de crecimiento del PIB y PIB per capita

	1919-1929	
	PIB per cápita	PIB global
Argentina	1,75	3,61
EE.UU.	1,22	2,16
Canadá	1,46	2,65
Australia	0,32	1,64

Fuente: Gerchunoff & Llach, 2003.

La entrada de capitales y el crecimiento de la economía conducían a la revalorización del peso, como ocurrió a finales de los 80 (1880). Esto, como en la etapa anterior, perjudicaba a los exportadores y a los productores agropecuarios que dependían de las ventas en el exterior y se veían afectados por la caída de los precios de sus productos valorados en pesos, aunque beneficiaba a los importadores. Además, el servicio de la deuda crecía también, lo que preocupaba al gobierno. Por si fuera poco, con la Caja de Conversión también se beneficiaría a aquellos que tenían que pagar sus deudas con oro a los Estados Unidos, país con el que la Balanza Comercial arrojaba una cifra claramente deficitaria, debido a la especial relación triangular de la época; y a los exportadores.

Por ello, un episodio importante en la política económica argentina del periodo fue el retorno a la convertibilidad del peso, es decir, al sistema de la Caja de Conversión. Durante la Primera Guerra Mundial la joven nación argentina pasó por la peor recesión de su historia. No obstante, ningún político cuestionó el retorno a la ortodoxia como objetivo para los años 20 para reconstruir el orden económico basado en la apertura de los mercados y en la adherencia al Patrón Oro como norma monetaria (della Paolera &

Taylor, 1998). Ello a pesar que el sistema monetario de Argentina en esos años había sido bautizado como “un Patrón Oro esporádico” (O’Connell, 2001).

Los principales argumentos por los cuales se consideraba necesario volver a la Caja de Conversión, y por consiguiente a la utilización del Patrón Oro, o más propiamente de un Patrón de Cambios Oro, eran los mismos que se habían enunciado en circunstancias anteriores: resguardar la economía interna de las fluctuaciones y asegurar la estabilidad monetaria. Se entendía que la mejor forma de realizarlo era dictando una Ley que estableciera una relación entre la cantidad de circulante y el metálico que se encontraba en el país, exactamente igual como se había hecho en 1899.

El 25 de agosto de 1927 se volvió a la conversión de la moneda a una tasa de 2,2727 pesos moneda nacional por peso oro y se vinculó la emisión monetaria a las reservas de oro y divisas. Esa paridad era la misma que en el período anterior, lo que reforzaba una de las instituciones del sistema: la vuelta tan pronto como fuera posible a la relación de intercambio entre el oro y la moneda. De esta forma además, el país se sumaba a un escenario internacional donde la vuelta al Patrón Oro pasaba a ser el denominador común entre las economías más desarrolladas. Sin embargo, economistas como Presbisch (1991) señalaban que el país había retornado al sistema, pero que lo había hecho aprovechando las circunstancias favorables (Véase Tabla 9) que, en éste como en otros casos de su historia financiera, solucionaron espontáneamente sus problemas, sin hacerle soportar de inmediato el coste de sus errores y de su imprevisión.

La convertibilidad fue apoyada mientras las cuentas externas fueron favorables y el superávit llegó a igualar las obligaciones netas de la cuenta corriente con el exterior, con lo cual se creyó alcanzado el ansiado equilibrio. Pero esta situación cambió rápidamente en 1929. En realidad, el régimen de conversión sólo funcionaba en períodos de bonanza: al entrar el metálico permitía el aumento del circulante a través de la emisión monetaria y la extensión del crédito; pero cuando el oro volvía a salir, provocaba alarmas y críticas por la disminución del numerario, lo que obligaba a suspender la conversión, como pasó en 1914 (para la primera experiencia) y como sucedería en 1929 (para la segunda).

En esos casos, la política económica, adherida como estaba a los principios liberales del modelo agroexportador, contaba entonces, como señala O’Connell (1984), con “una muy limitada autonomía para atacar el ciclo económico” y una alta dependencia de las circunstancias externas.

4.3.3. El fin del Patrón Oro

Los radicales y la Sociedad Rural Argentina tenían un fuerte peso en el gobierno de la Nación (Smith, 1967). Ésta tenía un procedimiento de admisión secreta y el número de sus miembros fluctuaba entre los dos mil y los cinco mil. La mayor parte era hombres de buena familia que provenían de la provincia de Buenos Aires. Entre 1900 y 1942, la exportación de carne equivalía aproximadamente a la mitad del comercio exterior del país. Por esa razón, las instituciones y actitudes de esa organización podrían tomarse como fuente fidedigna de otras más generales acerca del desarrollo económico y de la importancia relativa del sector agrícola-ganadero y su modelo agroexportador.

El **comercio exterior** era uno de los fundamentos de la economía argentina, como se ha venido observando en los apartados precedentes. El colapso del comercio mundial provocado por la Gran Depresión afectó severamente las posibilidades de importaciones del país (Véase Tabla 10). Los precios de los productos de exportación argentinos cayeron alrededor de un 42% entre 1928 y 1932; y el valor de las exportaciones pasó de cerca de 1000 millones de dólares en 1928 a 335 en 1932. Si se tiene en cuenta que el mecanismo de ajuste de la economía argentina era a través de las importaciones (Ford, 1962), de ello se deduce que la capacidad de maniobra del país era realmente pequeño. Uno podría pensar que los precios de las importaciones también se vieron afectados por la Depresión, sin embargo, en el caso concreto de la Argentina la incidencia en los precios fue sumamente desigual, hasta el punto que se calcula que en 1933 Argentina podía comprar en el exterior, con lo producido por sus exportaciones, sólo dos tercios de los que compraba en 1929.

La caída de los precios de los productos de exportación fue consecuencia de varios hechos. En primer lugar, una nueva tecnología en la producción agropecuaria que produjo un exceso de oferta. En segundo término, los países europeos fueron recuperando sus estructuras productivas después de la Gran Guerra y en éstas, se incluía el sector agrario. Finalmente, Estados Unidos tuvo una buena cosecha. Los tres sucesos juntos implicaban un aumento de la oferta y una caída de los precios.

Tabla 10: Exportaciones e importaciones durante la crisis

Año	Exportaciones (millones \$ US)	Importaciones (millones \$ US)	Términos de intercambio
1928	1029	806	100,0
1929	918	819	91,9
1930	516	613	87,3
1931	426	339	64,7
1932	335	215	66,4

Fuente: Gerchunoff & Llach, 2003.

El otro fundamento de la estructura económica eran las **entradas de capitales**, fruto de la escasez del ahorro interno (Díaz-Alejandro, 2002). Éstas habían decaído a partir de 1928, como consecuencia de la decisión del capital americano de invertir en Wall Street antes que en el extranjero. La salida de capitales hizo posible que entre junio de 1928 y septiembre de 1929, la Argentina perdiera 173 millones de dólares de reservas (Véase Tabla 11).

A medida que transcurría 1929, la balanza de pagos iba reflejando el deterioro de la situación económica. La Caja de Conversión no pudo frenar el drenaje de divisas provocado por la huida de capitales, acentuada por el desencadenamiento de la crisis mundial de octubre de ese año, lo que llevó a la suspensión de la convertibilidad del peso el 16 de diciembre.

Tabla 11: Existencia de oro y billetes en circulación

Año	Caja de Conversión	Billetes en circ.	Importaciones de oro	Exportaciones de oro	Tipo de cambio	
					pesos/ libra	pesos/100 US\$
1929	419,60	1.246,70	0,00	174,40	11,61	239,12
1930	425,80	1.260,70	0,00	25,20	13,31	273,84
1931	260,90	1.245,10	0,20	171,70	15,49	345,54
1932	236,90	1.338,80	0,10	5,00	13,71	388,64
1933	246,80	1.213,90	0,10	10,10	13,37	323,34

Fuente: Rapoport et alii, 2003.

Nota: Los datos de la Caja de Conversión, importaciones y exportaciones están en millones de dólares oro. Los datos de los billetes en circulación están en millones de pesos.

Sin embargo, Argentina era en 1929 uno de los países con más reservas de oro del mundo (Díaz-Alejandro, 2002). Ello le permitió al gobierno intervenir en el mercado cambiario y evitar una devaluación mayor de la moneda nacional. El objetivo de dicha intervención era no dificultar los pagos de la deuda. Además se añadía un factor reputacional puesto que “para un gobierno que nunca había dejado de pagar su deuda, esa posibilidad debía alejarse lo más posible” (O’Connell, 1984).

Tabla 12: Países en el Patrón Oro

País	Tipo de Patrón Oro	Inicio		Fin
		Estabilización del tipo de cambio	Convertibilidad de la moneda	
Centro				
Gran Bretaña	Lingote	1925	1925	1931
Estados Unidos	Moneda		1922	1933
Francia	Lingote	1926	1928	1936
Alemania	Cambios	1924	1924	1931
Periferia				
Australia	Moneda	1925	1925	1930
Canadá	Moneda	1925	1926	1929
India	Cambios	1925	1927	1931
Argentina	Moneda	1927	1927	1929

Fuente: Officer, Lawrence H. *Gold Standard*. EH.Net Encyclopedia

La salida de capitales acentuaba la contracción monetaria y la restricción del crédito por lo que el gobierno se enfrentaba al trilema que se analizó en el apartado 3.2.3. Ante esta tesitura, el gobierno optó por limitar la movilidad de capital mientras liberalizaba la política monetaria de anular y neutralizar los flujos financieros (Taylor, 1997), y nació la Comisión del Control de Cambios en noviembre de 1931. Ello era así porque se pensaba que “la vieja economía no necesitaba una nueva política económica” (Gerchunoff & Llach, 2003: 118). Es decir, que ante la adversidad, la recesión era la mejor receta para recuperar la actividad y el empleo.

En cuanto al nivel de tipo de cambio, se debe recordar que éste constituía un tema de controversia entre distintos grupos de interés (Véase Apartado 3.2.3.), y por tanto organizaciones. Por un lado, exportadores e intereses rurales, y los acreedores por el otro. Un tipo de cambio devaluado favorecía a los exportadores y perjudicaba a aquellos que deseaban remitir beneficios al exterior. Éstos eran empresas británicas que, normalmente, tenían el beneplácito de los ministros de Hacienda. Además, con un tipo devaluado debían soportar una carga por el servicio de la deuda cada vez mayor (O’Connell, 1984).

Sin embargo, ¿cómo fue posible desde el punto de vista económico que ciertas políticas heterodoxas fueran contempladas en un país que había sido testigo de la crisis del banco Barings (1890) y que había luchado durante años para mantener una política monetaria y unas organizaciones financieras creíbles? Según della Paolera & Taylor (1998), la explicación a tal cuestión son las ideas de Silvio Gesell (1862-1930) que publicó un artículo titulado “Anemia Monetaria” (1898) en la que hacía referencia a la trampa deuda-deflación (*debt-deflation trap*). Sus ideas influyeron en Irving Fisher, en John Maynard Keynes.... y en Raúl Prebisch. Éste, siempre según della Paolera & Taylor (1998), no sólo era el economista más influyente y respetado del momento, sino quizá el único que podía desafiar la mentalidad predominante y concebir un cambio de política para evitar las severas consecuencias de la deflación en la línea de las ideas de Gesell (della Paolera & Taylor, 1998)¹⁴⁴. Con ello, pudo persuadir a importantes personajes de la época como Federico Pinedo para crear un estado de opinión e imponer la necesidad de un cambio de régimen con el objetivo de destruir las expectativas negativas, consiguiendo con ello el efecto Mundell (*Mundell effect*) para eliminar las expectativas deflacionarias.

En un estudio de diez países europeos durante la década de los treinta (1930’s), Barry Eichengreen y Jeffrey Sachs (1985) muestran que la devaluación benefició a los países que la iniciaron primero y que no existía la presunción que la depreciación fuera para empobrecer al vecino. Campa (1990) muestra que el mismo argumento es válido para las economías latinoamericanas.

No obstante, estas medidas “heterodoxas” fueron presentadas como transitorias y extraordinarias. Así pudieron ser aceptadas por el resto de miembros del gobierno y de la élite económica, que eran más partidarios de la ortodoxia monetaria y financiera. Además, siempre se entendieron como una imposición de la realidad, de manera que cuando se volviera a la normalidad, se abandonarían y se volvería a la “buena doctrina” (Gurrieri, 2001), o lo que es lo mismo, al mantenimiento de las antiguas instituciones.

¹⁴⁴ “[Prebisch] was also a most influential and respected economist of the day perhaps the only one who could challenge the prevailing mentalité, and conceive of a policy change to avoid the severe consequences of deflation in line with Gesell’s ideas” (della Paolera & Taylor, 1998: 24).

4.4. Conclusiones

Este capítulo ha analizado cómo las **instituciones informales del Patrón Oro** han incidido en su funcionamiento diario y en la resolución y manejo de la crisis del sistema a partir de la Gran Depresión.

El Patrón Oro, desde el punto de vista teórico exigía sólo el cumplimiento de dos instituciones informales para su correcto funcionamiento: comprar y vender oro libremente a un precio pre-establecido y no obstaculizar bajo ningún concepto las importaciones y las exportaciones de oro. El funcionamiento teórico, tanto en una economía cerrada como en una abierta, del sistema concluía con idéntico resultado: estabilidad monetaria y de los precios de los bienes y servicios de dicha unidad económica en el largo plazo. No obstante, ése es un proceso teórico, aplicado sólo sobre el papel en el que fue escrito, y dista mucho del que se observó en la realidad. Luego, ¿qué sucedió realmente?

Paradójicamente, el sistema más duradero de la historia de la humanidad y el que ha tenido un mayor encanto hasta el punto de querer ser “resucitado” en varias ocasiones, cual ave Fénix, no fue inventado por nadie, ni se concibió jamás ningún plan grandioso, ni Tratado Internacional, ni se redactó manual alguno de reglas, ni sobre los códigos de conducta necesarios para su funcionamiento. Su nacimiento se debe a un conjunto de circunstancias: la suerte, las leyes de la física, la política y los conceptos económicos en boga en ese momento (Bersntein, 2002; Mc Kinnon, 1993). Por tanto, no existían instituciones formales a nivel global, aunque podía haberlas a nivel local. Un ejemplo de ello era la *Resumption Act* inglesa de 1819 por la que el gobierno británico se comprometía a cambiar una onza de oro a razón de 3 libras y 17 chelines.

Aun cuando no existía un auténtico Tratado Internacional, la observación de una serie de instituciones informales permitió el funcionamiento del sistema. En ese sentido Mc Kinnon (1993) provee una visión altamente simplificada de las mismas y que denomina “las reglas de funcionamiento” (Ver Cuadro 6). Según el autor, se podrían separar entre normas explícitas, las tres primeras, e implícitas, las otras tres.

La dualidad institucional hace tremendamente interesante analizar el seguimiento de estas instituciones en un país del centro, como podía ser Inglaterra, y en otro de la periferia, Argentina.

En **INGLATERRA**, la primera regla era una garantía para la estabilidad monetaria y de los precios y salarios en el largo plazo. Sin embargo, no tuvo una única implementación de obligado cumplimiento, sino que se cumplió, como mínimo, de tres maneras distintas; y por tanto, representó una modificación de la institución. Cada una de ellas ha tenido importancia histórica, en tanto que ha dado lugar a un subperiodo dentro del Patrón Oro. En primer lugar, y seguramente la más simple, el país podía comprometerse a acuñar monedas y a cambiar billetes por oro y viceversa, cuando los particulares lo exigiesen. Éste fue el sistema utilizado por Inglaterra y la mayor parte de los países, hasta 1914, y ha recibido el nombre de Patrón Oro “clásico”. Este subperiodo abarcaría entre 1870 y 1914. Si bien existe bastante consenso entre estas fechas, éste no es unánime puesto que no queda excesivamente clara la fecha de inicio. Esto es así porque la mayoría de los principales países se adhirieron en momentos distintos (Frieden, 1992).

Cuadro 6: Las "reglas de funcionamiento del Patrón Oro

1. Fijar un precio oficial del oro (mint parity), y convertir libremente la moneda nacional y el oro a ese precio.
2. Permitir la exportación e importación de oro a ciudadanos privados, no poner restricciones al cambio en operaciones de cuenta corriente o de capital.
3. Respalda el dinero nacional con reservas de oro específicas, y condicionar el crecimiento de los depósitos a la disponibilidad de oro.
4. En crisis pasajeras de liquidez con pérdida de oro, hacer que el banco Central preste ampliamente a un mayor tipo de interés.
5. Si se suspende temporalmente la regla 1., restablecer la convertibilidad a la paridad inicial lo antes posible, si es necesario desinflando la economía nacional.
6. Permitir que el nivel de precios (bienes comerciados) se determine endógenamente por la demanda y oferta global de oro.

Fuente: Mc Kinnon (1993), *The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective*.

En segundo lugar, el país podía comprometerse a cambiar oro en billetes y viceversa, pero no cuando los particulares lo exigieran, sino sólo por encima de una cantidad mínima y múltiplos de la misma. Éste es el Patrón "lingotes oro" (*Gold Bullion Standard*), siendo el caso más relevante de su aplicación la *Gold Act* inglesa de 1925.

Finalmente, el país podía mantener su paridad comprando y vendiendo divisas de otros países que mantuvieran el patrón oro en uno de sus formas anteriores. En ese sentido destacar la creencia que esas monedas "eran tan buenas como el oro". Éste es el patrón "cambios oro" (*Gold Exchange Standard*) que llegó a adquirir una gran importancia internacional en los últimos años antes de la Gran Depresión.

Por tanto, no existía una única institución formal, aunque el objetivo final de la norma fuera el mismo. Además, eran instituciones formales restringidas territorialmente (estado-nación), incluso se podrían considerar instituciones informales internacionales. No obstante, la capacidad para hacerlas cumplir no era en absoluta directa.

La segunda regla establecía un sistema de pagos internacionales con estabilidad en el tipo de cambio a través de una especie de unión monetaria. Ésta se estructuraba a través de un sistema de tipos de cambio fijos. Evidentemente, la práctica conllevaba la existencia de una serie de costes: de transacción, de transporte y de acuñación, entre otros. Si se incluyen en el modelo, aparecerá generalmente una banda dentro de la cual se moverá el tipo de cambio en sus operaciones diarias sin provocar operaciones de arbitraje; eran los denominados puntos de oro (*Gold Points*). Con todo, si esa segunda norma se hubiera respetado, hubiera debido observarse flujos de gran cantidad de oro entre los países. En este caso, no existía ningún tipo de institución; ni formal ni informal. Por tanto, el obligar al cumplimiento ante esa ausencia era absurdo. Luego, tal situación no se produjo.

La tercera conllevaba la no esterilización y junto con las otras dos, darían vida al mecanismo de Hume. A finales del s. XIX, estas tres reglas eran generalmente muy bien entendidas y según Eichengreen & Flandreau (1997), tenían la fuerza de la ley escrita en todos los países participantes, y eran virtualmente automáticas en su implementación en el día a día. En su análisis, estos autores argumentaban que tenían “el mismo valor que la ley”. Pero no constituían instituciones formales, excepto la primera. Además, la capacidad de obligar al cumplimiento de las informales es tremendamente compleja.

La entrada en el nuevo siglo implicó que el seguimiento de las viejas normas exigía nuevos y enormes esfuerzos por parte de los países tanto a nivel monetario como a nivel social. Además, aparecieron los movimientos de capital que no estaban previstos en el modelo, el cual contemplaba sólo la balanza comercial. Finalmente, se observó que no todos los países soportaban la misma carga del ajuste. Es decir, el sistema presentó una dualidad en sus instituciones. Una de las primeras explicaciones que se dieron a estos nuevos fenómenos fue que los bancos centrales (no necesarios en la concepción inicial) seguían lo que Keynes denominó como “las reglas del juego” (*the rules of the game*). O lo que es lo mismo, el seguimiento de una serie de instituciones informales. La norma cuarta sería un ejemplo de ellas.

Las normas implícitas (la 4,5 y 6) a su vez, podrían ser activas (la cuarta y la quinta) o pasivas (la sexta). En la cuarta, aparece el papel del banco central como prestamista de última instancia (*lender of last resort*). Un ejemplo sería la denominada regla de Bagehot. El Banco de Inglaterra era el máximo exponente en la utilización de esa “normativa” y el lugar en el que se conseguía la máxima eficacia. No obstante, las reglas de funcionamiento y ésta en particular, tenían un carácter asimétrico entre las naciones del centro y los de la periferia. Además, estudios posteriores de Nurkse (1944) y principalmente de Bloomfield (1959) descartaron completamente la posibilidad que la estabilidad del sistema se debiera al seguimiento por parte de los países de “las reglas del juego”, sean del centro o de la periferia. Por tanto, debían ser otras instituciones o la forma de hacerlas cumplir las que colaboraron a esa larga duración.

La quinta ofrece la idea de la inmutabilidad del sistema. De la misma se creía derivaba su credibilidad. Un ejemplo de ésta es la obcecación del gobierno británico de volver a la misma paridad (3 libras 17 chelines) después de la guerra. O lo que es lo mismo, el precio del oro en libras en 1925 era exactamente el mismo que en 1819, aunque lógicamente el resto de los precios no habían mantenido esa evolución precisamente. En este caso, se percibe con toda su extensión el concepto de institución. Inglaterra decidió volver a ese valor porque “creían” sus gobernantes que debían volver a ella. Por tanto, representa una institución informal sólo impulsada por la creencia y la confianza en el sistema. De hecho, Francia no lo hizo e inició el nuevo Patrón Oro con una paridad devaluada y le fue mejor.

Finalmente, en la sexta se sobreentiende la prohibición al gobierno de ejercer influencia duradera alguna en su nivel nacional de precios. Bajo esta norma pasiva subyace la confianza en el mercado mundial de oro para determinar el nivel de precios y asimismo, se refleja esa supuesta simetría esencial bajo el Patrón Oro.

En resumen, la mayoría de las normas analizadas a nivel mundial hasta ahora, tienen la representación abstracta de las **instituciones informales**. Si fueran instituciones

formales, evidentemente existirían reglamentos, leyes, penas y las organizaciones tendrían “el imperio de la ley” para conseguir su cumplimiento. Algunas de aquellas existieron a nivel nacional, pero ninguna a nivel internacional. Por tanto, se presenta una nueva problemática consistente en dilucidar qué capacidad tenían las organizaciones de la época para hacer cumplir las normas de funcionamiento, dado que no había ni organizaciones internacionales ni instituciones formales internacionales. En este capítulo se ha mostrado que la capacidad de obligar al cumplimiento de las instituciones venía por la credibilidad del compromiso propio, las consideraciones reputacionales y el poder hegemónico de Inglaterra. Un elemento consustancial a la credibilidad fue la cooperación. Si existió la cooperación es, en buena parte, porque se creía que ése era el sistema que debía regir el patrón monetario internacional. La prueba de ello es que al resquebrajarse la credibilidad y la confianza y empezar a surgir voces en los países que minaban la idea subyacente de la estructura, la cooperación se interrumpió; con el factor añadido que no existían organizaciones para imponerla, sea con o sin condiciones.

La **credibilidad** es por tanto, el eje central de la cuestión. Un primer factor que cimentaba esa credibilidad, como se ha desarrollado a lo largo y ancho del capítulo, era que el mecanismo de Hume tenía esa virtud. La elegancia y simplicidad del mismo tenía mucho encanto para los intelectuales de la época. Además, tenía una ventaja añadida: era automático. Esta característica al liberalismo económico, en boga en ese momento, le pareció una idea fantástica. El Estado no tenía que intervenir en el mecanismo de ajuste porque se realizaba sólo. En principio, por tanto, estaba lejos de las manos de los políticos. El automatismo significaba la elección de unas instituciones frente a la discrecionalidad en las medidas (Bordo & Kydland, 1990).

Otro factor era que esa institución era apoyada por las organizaciones domésticas. Es decir, banqueros, comerciantes, acreedores, grupos urbanos en general, tuvieron más peso que los agricultores, grandes terratenientes, deudores y grupos rurales. Ello se vio favorecido por la singular posición que ocupaba Gran Bretaña en la economía mundial. Ésta protegía su balanza de pagos de las perturbaciones y permitía que la libra esterlina constituyera el eje del sistema internacional. Las relaciones entre los préstamos británicos, por una parte, y las exportaciones de bienes de capital, por otra, estabilizaban sus cuentas exteriores y reducían las presiones a las que estaba sometido el Banco de Inglaterra. Lo mismo ocurría en alguna medida, en otros países del núcleo europeo del patrón oro.

Un tercer factor era que, desde el punto de vista político, el aislamiento de que gozaban las autoridades monetarias les permitía comprometerse a mantener la convertibilidad del oro. Es decir, el equilibrio interno no constituía un objetivo importante dentro de las opciones de la política económica.

Las circunstancias anteriores junto con la credibilidad edificaron otra institución informal: la **confianza** del mercado en la institución. Ésta junto con el compromiso creíble de las autoridades llevaba a los agentes a comprar una moneda cuando se debilitaba su tipo de cambio, reduciendo al mínimo la necesidad de intervención y las molestias que causaban las medidas tomadas para estabilizarlo (Eichengreen, 1996).

Otro factor, derivado de la confianza y la credibilidad, era que los términos de los contratos estaban expresados en oro. Por tanto, se reforzaban mutuamente, dado que si se declaraba la inconvertibilidad, los contratos serían seguramente violados y los costes

incrementarían substancialmente, y más grave, se perdería la seguridad en los mismos y finalmente, quizá en el sistema. Ésta sería una mala consecuencia para la autoridad monetaria.

Finalmente, la norma quinta ayudó a cimentar esa credibilidad con la institución de la inmutabilidad. En ese sentido, la descripción que hace Bernstein (2002) sobre la visión que del Patrón Oro tenían sus congéneres es sumamente descriptiva y elocuente:

“... el Patrón Oro desarrolló todas las características de una auténtica religión: creencias compartidas, sumos sacerdotes, códigos estrictos de conducta, un credo y una fe. Su evangelio había sido pergeñado en 1810 por la Comisión del Lingote, inspirada por Ricardo. Los altares ante los que oraban los miembros de esta religión eran los relucientes lingotes meticulosamente almacenados en las cajas fuertes de los bancos. Los sumos sacerdotes eran las autoridades monetarias, en la mayoría de los casos, los gobernadores de los bancos centrales, como el Banco de Inglaterra o el Banco de Francia y, con menos frecuencia, los ministros de Hacienda o secretarios del Tesoro. No está claro que hubiese una figura similar al Papa. Al igual que muchas grandes religiones, el Patrón Oro imponía terribles castigos a aquellos que se atrevían a desviarse del estrecho camino recto, pero también absolvía a quienes se comprometían a rechazar la apostasía, prometiendo retornar al redil tan pronto como les fuera posible. El Patrón Oro proporcionaba a sus creyentes una sensación de comodidad, comunidad, orgullo e inmortalidad” (Bernstein, 2002: 239).

Por tanto, la credibilidad del compromiso de los gobiernos con el mantenimiento del Patrón Oro se fundamentaba en una extraña mezcla de economía, diplomacia, política e ideología (Eichengreen & Flandreau, 1997). Estas circunstancias se daban en los países del centro y en particular en Gran Bretaña pero... **¿cómo le fue a la religión aurífera en ARGENTINA?**

La primera regla la cumplió aunque no sin esfuerzo. Un ejemplo de ello es la ley de convertibilidad 3871, que entró en vigor el 25 de agosto de 1899 en Argentina y, por la que se ordenaba a la Caja de Conversión que actuara como un “mesa de cambio” (*currency board*) y cambiara 2,2727 pesos papel por un peso oro. La segunda tuvo una vigencia más discontinua dado que el país, ya en aquella época, tuvo alguna que otra crisis cambiaria lo que le llevó frecuentemente a entrar y salir del sistema. En referencia a esta característica es por lo que se dijo que Argentina había mantenido “un patrón oro esporádico” (O’Connell, 2001). La fragilidad del sistema crediticio y bancario, vista anteriormente en este mismo capítulo, sugiere que la tercera norma no fue seguida estrictamente por los bancos argentinos. A ello puede sumarse que eran bancos privados, por lo que la búsqueda de su rentabilidad constituía un incentivo mayor que el seguimiento de esa institución. Institución que por otra parte, dado que no existía un Banco Central parecido a los que existen actualmente, no había quién tuviera capacidad para hacerla cumplir.

En la cuarta regla, destacar que la capacidad que tenía el Banco de Inglaterra en la aplicación de esta política distaba muchísimo del Banco de la Nación. Las economías de la “periferia” cuyos mercados de capitales estaban subdesarrollados, no podían esperar a

que el ajuste de los tipos de interés fuera tan eficaz como en las economías más avanzadas. En Argentina, el problema no era tanto la adhesión o no al Patrón Oro, como la política interna (della Paolera, 1988) que lo haría posible.

La quinta norma sí se respetó en Argentina. Por ello, el 25 de agosto de 1927 Argentina establece por ley la conversión de 2,2727 pesos moneda nacional por peso oro y además, se vinculó la emisión monetaria a las reservas de oro y divisas. Por tanto, exactamente la misma tasa de convertibilidad que en 1899.

La Generación del 80, con su cuerpo doctrinario y las condiciones de Argentina en aquella época, decidieron que la mejor inserción en la economía mundial era a través del esquema agroexportador. En éste, el país se convertía en un exportador, de carne básicamente, y en un importador de productos manufacturados. La implementación del “modelo” implicaba solucionar la falta de dos recursos: la mano de obra y el capital.

La primera se solucionó a través de grandes movimientos migratorios, aunque debido a la dura legislación del país (institución formal) pocos obtuvieron la nacionalidad argentina. Además, existía un gran contingente que no era ni residente, debido tanto a la ardua tarea de lograr el permiso de residencia como a las características del modelo de desarrollo, básicamente agrario y por tanto, ligada la demanda de mano de obra a una elevada temporalidad. Eran los denominados “inmigrantes golondrina” (*birds of passage* de Cortés Conde, 1979). Estas características implicaban que si bien desde 1896 existía un partido socialista y el asociacionismo estaba fuertemente arraigado en el país, aquél no tuviera suficiente respaldo en las urnas y por tanto en el Parlamento. En conclusión, las organizaciones sociales de las clases más pobres no tenían suficiente fuerza para hacer oír su voz.

Paradójicamente, tampoco existía un partido de derechas al uso según los cánones tradicionales. La “derecha”, si todavía se puede usar esa dicotomía, mantenía sus organizaciones sociales no en forma de partido político sino en forma de clubes, al estilo inglés. Ejemplo de ellos son el Círculo de Armas, la Sociedad Rural Argentina, el Club del Progreso, la Liga Patriótica y el Círculo de Tradición Argentina. En sus instituciones informales destaca el “vivir de espaldas a Argentina y con la vista fija en Europa”, en el sentido de que se copiaba de ella “hasta el último ladrillo, hasta la última ley” (Seoane, 2004: 12). Ello muestra, en una época temprana la dependencia de la senda (*path dependence*) con la copia de instituciones y organizaciones. La admiración llegaba a tal extremo que el Tango era una música prácticamente prohibida, sólo audible en burdeles, hasta que triunfó en París; o que en el imaginario erótico de la élite estaba pasionalmente ligado a la ópera y en especial, a las *prima donne* llegadas de Europa.

La segunda limitación, la falta de ahorro interno, se solucionó con las entradas de capital extranjero. Las naciones del centro, Gran Bretaña principalmente en una primera época, dirigían su mirada al país después de una recesión. Por esa razón, el Patrón Oro tendía a ser pro-cíclico en Argentina (Vernego, 2003). En ese momento, tenía que buscarse salida al exceso de liquidez del mercado londinense. A partir de entonces, el oro empezaba a fluir hacia allí incentivado por elevados tipos de interés. Por esa razón, era importante para el país estar dentro del Patrón Oro pues mandaba una señal positiva, *good housekeeping seal of approval*, al resto del mercado financiero (Broz, 2002). El país estuvo bajo las normas del Patrón Oro intermitentemente, pero su reputación como deudor se mantuvo intacta dado que nunca dejó de pagar la deuda.

El país respetó las instituciones del Patrón Oro en los siguientes períodos: 1867-1876, 1883-1885, 1900-1914 y 1927-1929. Una explicación de esas constantes entradas y salidas del sistema podrían ser las tradicionales: el ajuste era costoso tanto social como económicamente, el ajuste era lento debido a las características de la economía productiva del país, por lo que ese coste se difería en el tiempo. Argentina entraba cuando tenía muchas reservas que respaldaban esa decisión y salía con la pérdida de las mismas. Argentina fue víctima de su *path-dependence*. Su estrategia de crecimiento se había apoyado un crecimiento rápido de la población a través de la inmigración masiva, y elevados ratios de incrementos entre los nativos. Además, las relativamente bajas tasas de ahorro en el país hicieron que la acumulación continuada de capital y el crecimiento económico fueran dependiente del capital extranjero (Taylor, 1994). Por tanto, cuando alguno de estos flujos se debilitaba o se cesaba, no entraban suficientes divisas para mantenerse dentro de la estructura sin practicar ningún ajuste.

La desintegración definitiva del Patrón Oro tuvo su inicio el 12 de diciembre de 1929. En esa fecha, Argentina decide suspender la convertibilidad y empieza el desmantelamiento total del sistema. El país adoptaba políticas favorables al comercio y capital británicos debido a su presión (de Paiva, 1985). No obstante, la tensión ejercida por Raúl Prebisch, entre otros, fue suficiente para, aunque argumentara que sería temporal, salirse completamente del sistema. Curiosamente, Gran Bretaña se mantiene en él todavía un par de años más hasta 1931; y los Estados Unidos permanece hasta ¡¡cuatro años más!!, retirándose en 1933. ¿Cómo puede explicarse ese fenómeno? **¿Incidieron las instituciones en el resquebrajamiento del sistema?**

El sistema crediticio inglés no tenía una verdadera conexión con el sector industrial (Sayers, 1976). Por esta razón, la Gran Depresión no le afectó en demasía. El Banco de Inglaterra recurría a sus “ingresos invisibles”. Es decir, intereses y dividendos de inversiones exteriores, servicios de transporte, seguros, fletes y servicios financieros. Por ello, cuando el comercio internacional disminuyó fue cuando empezó a notar los efectos. Entre 1929 y 1930, la balanza comercial empeoró 60 millones de libras, pero las “cuentas invisibles” lo hicieron en 120 millones (Sayers, 1976). Se aumentó el tipo de descuento. No obstante, esa medida que había sido providencial en otras épocas, no servía en aquel momento. Además, el cierre de las empresas, el paro, y en definitiva, la depresión seguían empeorando. Se pidió un pequeño préstamo a Nueva York, pero no fue suficiente: el 19 de septiembre de 1931 Gran Bretaña suspendió finalmente la convertibilidad. Pero, ¿por qué esperó tanto? Una posible respuesta sería que las organizaciones no presionaron lo suficiente para romper la institución de la credibilidad; es decir, no generaron tensión suficiente para el cambio. Otra en la misma línea, sería que uno de los más prestigiosos economistas de la época (Keynes) estaba fuera de la organización política y por tanto, no pudo hacer la misma tarea que Prebisch desde dentro del gobierno de Argentina. Además, podía darse una confrontación personal entre el Primer Ministro y el conspicuo economista.

Luego ¿qué sucedió en los Estados Unidos para que aguantaran cuatro años? George Harrison, sucesor de Benjamin Strong en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, y Eugene Meyer, presidente del Federal Reserve Board de Washington, consideraron que la política de contracción era lo que exigían todas las reglas conocidas. Sólo Hoover el presidente de la nación parecía tener ideas distintas, pero no fue suficiente (Berstein, 2002). Con Franklin Delano Roosevelt, las cosas no mejoraron

demasiado al principio... pero finalmente, en una declaración del 3 de julio de 1933 manifestó que “la estabilidad del tipo de cambio representaba una completa falacia”¹⁴⁵.

En términos generales, la regla del Patrón Oro puede ser vista como una forma de *contingent rule* o una norma con cláusulas de escape. Esto implicaba que si el país estaba en “estado de emergencia”, como una guerra o crisis, podía suspender la convertibilidad. No obstante, esa salida del sistema tenía que ser temporal (Bordo, 1993). El sistema ideal, según Keynes (1930) serían un acuerdo que obligara a una uniformidad de acción para los países del centro”¹⁴⁶. Por otra parte, Frieden (1992) observa que cualquier sistema requiere un acuerdo implícito y explícito (instituciones informales y formales) sobre las características y requisitos de los estados miembros.

En conclusión, el sistema del Patrón Oro se constituyó sobre la base de unas instituciones informales, aunque no fueran las inicialmente previstas en el modelo. Asimismo, se constató una dualidad de las mismas según dos dicotomías: centro-periferia o país deficitario-país superavitario. El sistema funcionó relativamente bien y empezó a resquebrajarse al hacerlo sus instituciones de base. En ese sentido fue fundamental la ausencia de organizaciones o elementos con capacidad para obligar al cumplimiento de las instituciones, dado que se quedaron en una declaración de intenciones. Es decir, en convicción pero sin compulsión. El compromiso, la cooperación, la coordinación y la reputación se mantuvieron porque las organizaciones presionaron “socialmente”. Al retirarse esa presión y la creación de una tensión suficiente en sentido contrario significó el fin del sistema.

¹⁴⁵ Citado en Eichengreen, 1995: 333.

¹⁴⁶ “The ideal system, however –and one which would entirely overcome the competitive argument – would be an arrangement for uniform action by all leading countries” (Keynes, 1930).

Capítulo 5: La Institución Formal del Sistema de Bretton Woods: Argentina, un estudio de caso

“Suponer que existe algún mecanismo automático de ajuste suave confiando sólo en los métodos del *laissez-faire* es una ilusión doctrinaria que desprecia las lecciones de la historia sin tener detrás el sólido soporte del dinero”

JOHN M. KEYNES

En el Capítulo 4 se investigó cómo las instituciones informales del Patrón Oro intervinieron en el mantenimiento del sistema y en su desintegración. Éste constituye el segundo de los casos de la investigación. En él se analizará cómo las instituciones formales de Bretton Woods incidieron en la resolución y gestión de las crisis financieras del sistema.

En 1944, cuando todavía no había terminado la II Guerra Mundial (1939-1945), se planteó el interrogante de cómo se debía organizar el Sistema Monetario Internacional (SMI). Para resolver esa cuestión los países “ganadores” –si alguien gana una guerra– se reunieron para diseñar la estructura económica mundial. Naturalmente, los agentes económicos recordaban la época dorada del Patrón Oro, así como la debacle y la Gran Depresión del período de entreguerras. El resultado de la reunión fue el sistema de Bretton Woods¹⁴⁷.

Bretton Woods fue un intento de volver a un Patrón Oro... pero sin oro. Para ello se usaron como monedas reserva el dólar estadounidense y la libra esterlina en la reedición el Patrón de Cambios Oro. Los países que entraran a formar parte del sistema – excepto los del bloque de la libra y los Estados Unidos - fijarían sus reservas internacionales en dólares a una tasa de intercambio fija. Los Estados Unidos, por su parte, lo harían al oro a un precio de 35 dólares la onza. De este modo, el resto de países quedaba ligado a su vez al oro, aunque de forma indirecta puesto que era a través la convertibilidad al oro del dólar.

En el período inmediatamente posterior a la contienda, los continuados déficits de balanza de pagos americana ayudaron a financiar la recuperación mundial. En ese sentido, dicho período ha sido el de mayor crecimiento y estabilidad de los últimos tiempos (Bordo, 1993b). Sin embargo, el crecimiento estable (*steady growth*) en el uso de los dólares americanos como reserva internacional y los persistentes déficits americanos redujeron las reservas de oro de la Reserva Federal y consecuentemente el ratio de reserva de oro. Éste llegó a tal punto que aumentó considerablemente la desconfianza del público en la habilidad de los Estados Unidos para respaldar su moneda en oro. Este “problema de la confianza”, que se analizará posteriormente, aumentó con la aversión de muchos países a pagar el señoreaje y el impuesto de la inflación (*Inflation Tax*) a los Estados Unidos después de 1965. El problema de la confianza junto a los “problemas” de ajuste y liquidez, implicaron la ruptura del Sistema

¹⁴⁷ El sistema de Bretton Woods estaba constituido por instituciones formales, informales y la capacidad de hacerlas funcionar. Sin embargo, se equiparará a un conjunto de instituciones formales debido al gran peso específico de las mismas.

de Bretton Woods en 1971. No obstante, su desaparición definitiva no se produjo hasta 1973.

El caso de la institución formal de Bretton Woods tiene 4 partes. La primera (El Modelo de Bretton Woods) analizará las instituciones teóricas y las reales del periodo. En segundo término, se describirá brevemente la historia mundial del periodo y se colocará un especial énfasis en la detección de las instituciones y de las organizaciones. La tercera es un estudio de Argentina y se analizará cómo influyeron las instituciones dominantes de la época. Finalmente, las conclusiones.

5.1. El Modelo de Bretton Woods (*Bretton Woods Model*)

“Ahora todos somos keynesianos”
RICHARD NIXON

Las caóticas y desastrosas experiencias de los períodos anteriores condicionaron el diseño del sistema de Bretton Woods. Los hechos ocurridos durante la época inmediatamente posterior a la I Guerra Mundial y el período de entreguerras provocaron que antes de la finalización de la II Guerra Mundial, concretamente en 1944, se abriera un debate sobre cuál sería la mejor forma de organizar el Sistema Monetario Internacional (SMI). Con este propósito se organizó, por primera vez en la Historia, una conferencia mundial con este propósito. Ésta tuvo lugar en un pueblecito de New Hampshire, conocido luego mundialmente por este hecho: Bretton Woods. Sin embargo y en honor a la verdad, se ha de reconocer que no fue estrictamente la primera iniciativa. Este honor debe otorgarse a la Carta del Atlántico y a la Declaración de las Naciones Unidas del 1 de enero de 1942. En ésta última se expresaba el deseo de las naciones aliadas de llevar a cabo la más amplia colaboración entre las naciones en el campo económico.

El principal objetivo de la conferencia era la organización de un SMI que evitara los errores que se cometieron en los periodos precedentes (Bordo, 1993; Bordo & Eichengreen, 1993; Kenen, 1994). Por tanto, las principales áreas que apuntaban posibles problemas los creadores del sistema de Bretton Woods eran la monetaria, la comercial y la reconstrucción de las economías depauperadas por la guerra.

Con esas prioridades en mente, llegaron en tren a Bretton Woods 730 delegados de más de 40 países, por lo que esos ferrocarriles podrían considerarse una torre de Babel sobre ruedas. El número de partes era elevado (44 para ser exactos) para el intento de organización de cualquier cosa. Esa dificultad aumentaba considerablemente dada la tarea que tenían encomendada. Así lo expresó John M. Keynes (1944) en su discurso final:

“Nosotros hemos tenido que desarrollar al mismo tiempo tareas propias de un economista, de un financiero, de un político, de un periodista, de un publicista, de un abogado, de un hombre de estado e

incluso, creo que la de profeta y la de templador de gaitas” (Keynes, 1944)¹⁴⁸.

Por si fuera poco, los delegados eran sólo miembros de una orquesta que intentaba dar los primeros acordes de lo que se pensaba sería una gran obra. El principal obstáculo en los ensayos era la existencia de dos directores con ideas propias: John Maynard Keynes y Harry Dexter White. Los dos, además, tenían arreglistas propios, en Inglaterra y en Estados Unidos respectivamente, que no permitían una armonía simple entre los dos.

La planificación y la negociación que tuvo lugar en la conferencia de Bretton Woods entre Estados Unidos y Gran Bretaña reflejaban una visión parecida del futuro orden monetario internacional. Por ejemplo, ambas delegaciones querían evitar los defectos del periodo de entreguerras y promover la paz mundial. En ese sentido, existían numerosos puntos de acuerdo como serían un sistema de pagos multilateral, la estabilidad de los tipos de cambio o el pleno empleo como objetivo doméstico. Sin embargo, cada una de ellas tenía, a su vez, distintas percepciones nacionales. Por un lado, Estados Unidos era, después de la guerra, el país más rico y poderoso del mundo. Además, esperaba encontrarse en una posición acreedora. Por el contrario, el Reino Unido tenía sus recursos fuertemente debilitados a causa del conflicto bélico. Por tanto, esperaba ser una nación deudora. Así, mientras los americanos tenían como máxima preocupación la eliminación de cualquier obstáculo al comercio internacional, los británicos tenían en mente liberarse de las ataduras con las que el sistema anterior les colocó en un proceso de deflación y conseguir la libertad para perseguir el pleno empleo.

El **Plan de Keynes** estaba diseñado para conseguir un fuerte empuje en el comercio internacional y la producción doméstica, a través de una fuerte provisión de liquidez internacional. Además, tenía que existir una protección de la economía nacional frente a perturbaciones externas. Ello se conseguiría gracias a la provisión de un stock de reservas internacionales. La esencia del plan era establecer un banco central supranacional, la Unión de Clearing Internacional (*International Clearing Union, ICU*), que emitiría una nueva moneda internacional: el *bancor*. El valor nominal de éste estaría fijado en términos de oro; y cada moneda nacional fijaría su paridad en términos de la misma. El banco central de cada nación tendría sus cuentas en el ICU para liquidar sus balances con los otros miembros. Los países con superávit recibirían intereses por sus depósitos, mientras los deficitarios deberían pedir préstamos. Cada nación tendría asignada una cuota para determinar el límite de los recursos que podría obtener. El total de las mismas era de 26 billones de dólares. Un aspecto relevante del plan era que preveía control de capitales permanente para prevenir la especulación desestabilizadora contra las paridades. En resumen, el Plan de Keynes permitía a los países modificar su tipo de cambio y aplicar las restricciones necesarias en aras de conseguir el pleno empleo y el equilibrio en la balance de pagos (Eichengreen, 1996). O lo que es lo mismo, Keynes tenía en mente un sistema que no sólo escapara a la “tiranía del oro” sino que quería prevenir el establecimiento de cualquier SMI que limitara la autonomía de los gobiernos para determinar sus propias políticas monetarias. Este cambio filosófico importante en las concepciones británicas se debe a la consideración que el intento fallido de restablecimiento del Patrón Oro en 1925 agravó las consecuencias de

¹⁴⁸ “We have to perform at one and the same time the tasks appropriate to the economist, to the financier, to the politician, to the journalist, to the propagandist, to the lawyer, to the statesman – even, I think, to the prophet and to the soothsayer” (Keynes, 1944). <http://www.imf.org>

la Gran Depresión (Mc Kinnon, 1993; Temin, 1996) y a la posición que sostuvo John M. Keynes en ese episodio¹⁴⁹.

El **Plan de White**, por el contrario, ponía más énfasis en la estabilidad cambiaria y menos en la liquidez que el de Keynes. La organización clave del plan americano era el Fondo de Estabilización de las Naciones Unidas (*United Nations Stabilization Fund*). Cada miembro contribuiría al fondo con una cuota consistente en oro y en su propia moneda. En este caso el total de cuotas ascendía sólo a 5 billones. Cada país miembro declararían la paridad de su moneda en términos de *unitas*. Éste era el nombre de la una unidad internacional de cuenta que equivaldría a 10 dólares americanos. Cada miembro estaba obligado a mantener su paridad, excepto en el caso de un desequilibrio fundamental en la balanza de pagos. En esa particular situación, la paridad podía ser modificada.

Los artículos del acuerdo, como se observará posteriormente, incorporaron elementos tanto del plan de White como del de Keynes. Sin embargo, la delegación americana logró imponer buena parte de sus criterios, debido a su hegemonía económica mundial en ese momento (Foreman-Peck, 1995; Varela & Varela, 1996). Tanto es así que, siguiendo con la metáfora musical, podría decirse que White acabó haciéndose con la batuta mientras que Keynes tuvo que contentarse con ser primer violín.

No obstante, esas coincidencias entre los planes no acaban de explicar de forma convincente que los acuerdos a los que se llegó eran inevitables. De hecho, sigue siendo un auténtico rompecabezas cómo se llegó a los artículos, normativas y organizaciones. Existe en la literatura la argumentación que un conjunto de instituciones que aprobó la conferencia, inspiradas en el Keynesianismo y abrazadas por un grupo de economistas y políticos, ingleses y americanos, fue la clave para la definición de intereses y construcción de coaliciones para soportar la conferencia (Ikenberry, 1993). El argumento subyacente es que, bajo condiciones de incertidumbre, cuando los líderes gubernamentales desconocen qué posiciones tomar en el terreno económico, las comunidades transnacionales de expertos pueden intervenir y, de hecho, intervinieron decisivamente en el diseño de la política y condujeron a los gobiernos hacia el acuerdo. Según esta escuela, el consenso político incluyó tres aspectos esenciales. En primer lugar, existía una creencia común que la estabilidad monetaria y la convertibilidad de las monedas del sistema eran deseables. En segundo lugar, los expertos ingleses y americanos estaban de acuerdo que algún tipo de reserva internacional sería necesaria. Ésta estaría disponible para ayudar en los shocks de corto plazo y a solucionar aquellas situaciones en las que se necesitara una expansión de los recursos. Finalmente, los especialistas angloamericanos estaban de acuerdo en que las nuevas técnicas de management económico internacional deberían ser utilizadas para reconciliar los movimientos de capital y comercio con políticas para promover la estabilidad y el pleno empleo. Bernstein (2003: 317) refuerza esta teoría cuando pone en boca de Keynes las siguientes palabras: “He gastado mis fuerzas en convencer a mis compatriotas y al mundo en general para que abandonaran sus doctrinas tradicionales (...). ¿Acaso no fui yo, cuando muchos de los iconoclastas de ahora seguían adorando al Becerro, quien escribió que “el oro es una reliquia bárbara”?”.

¹⁴⁹ Véase apartado 4.2.3. La muerte de las instituciones: El fin del Patrón Oro.

En el caso de la estabilidad monetaria cabe destacar la influencia de Nurkse (1944: 138). Éste escribe que “si las monedas pueden fluctuar libremente, la especulación en su sentido más amplio es probable que juegue no sólo con los tipos de cambio en el mercado cambiario, sino también, con los bienes involucrados en el comercio internacional”¹⁵⁰. Sin embargo, ciertos aspectos sobre la flotación-fijación de las estructuras de tipo de cambio eran objeto de un fuerte debate intelectual. Milton Friedman (1953), por ejemplo, en su ensayo sobre los tipos de cambio flexibles pone en duda las tesis de Nurkse, tanto desde el punto de vista teórico como desde el empírico.

Por tanto, en el **área monetaria** aparecía de nuevo el ave Fénix del Patrón Oro. Por esa razón, los ejes del nuevo y ordenado SMI tenían que pivotar sobre la disciplina y la flexibilidad. La disciplina, aporte americano, sobre los temas monetarios para asegurar la estabilidad de los tipos de cambio tan querida bajo el Patrón Oro, pero sin dejar que esa estabilidad les clavara en la ya famosa “cruz de oro”¹⁵¹. Por esa razón, se demandaba flexibilidad, argumentada por Keynes, para no atar la política monetaria nacional a los compases del equilibrio externo ni que la economía interna tuviera que seguir el ritmo de los ciclos internacionales. Esta idea la sintetiza perfectamente Bordo (1993a) cuando escribe que “ningún arquitecto estaba a favor de un sistema basado en unas normas fijas”¹⁵².

El resultado fue un híbrido entre disciplina y flexibilidad que respondería al nombre de sistema de Bretton Woods, basado en unos tipos de cambio fijos, pero ajustables. Aunque la práctica demostraría que eran ajustables, pero fijos; puesto que para ello (la ajustabilidad) se requerían dos condiciones: un desequilibrio fundamental (concepto que necesitaría un filólogo-economista, porque no figura su definición en todo el Tratado Constitutivo) y la justificación del porcentaje de devaluación frente al FMI. Sin embargo, estos detalles se comentarán posteriormente.

Según Robert A. Mundell, no deja de ser paradójico que el momento en que se produce el auge de las teorías keynesianas con la publicación de *General Theory of Employment*, coincida con el del diseño de un SMI incompatible con esa teoría (Mundell, 2000)¹⁵³.

Finalmente, en las tres áreas (monetaria, comercial y de reconstrucción) se acordaron la creación de un organismo internacional para que velara por estos temas. De ahí el origen del Fondo Monetario Internacional (FMI), la Organización Internacional del Comercio (OIC), que nunca vio la luz al no ser ratificada por el Congreso de los Estados Unidos, y el Banco Mundial para la Reconstrucción y el Desarrollo; más conocido posteriormente como Banco Mundial (BM).

¹⁵⁰ “If currencies are left free to fluctuate, speculation in the widest sense is likely to play havoc with exchange rate-speculation not only in foreign exchanges but also, as a result, in commodities entering into foreign trade” (Nurkse, 1944: 138).

¹⁵¹ Esta expresión fue popularizada por William Jennings Bryan en 1921, cuando era candidato a la presidencia de los Estados Unidos. La recuperó del olvido en que había caído después de su primera alocución el 9 de julio de 1896 en una convención demócrata.

¹⁵² “Neither architect was in favor of a rule-based system” (Bordo, 1993a: 164)

¹⁵³ “The contradiction could hardly be more ironic. At a time when keynesian policies of national economic management were becoming increasingly accepted by economists, the world economy had adopted a new fixed exchange rate that was incompatible with those policies” (Mundell, 2000).

5.1.1. ¿En qué consistía teóricamente el Sistema de Bretton Woods?

El propósito de este apartado es analizar, desde el punto de vista teórico, cuál debería haber sido el funcionamiento del sistema de Bretton Woods. Con ese objetivo se realiza un repaso a las principales herramientas, organismos y rasgos característicos, así como a los artículos del Tratado Constitutivo en que se ven plasmadas. Los principales puntos del Tratado Constitutivo son el sistema de paridades, los pagos multilaterales, los recursos del Fondo y los poderes del Fondo, así como su organización (Bordo & Eichengreen, 1993).

5.1.1.1. El sistema de paridades

Uno de los principales problemas que se observaron bajo el régimen del Patrón Oro fue la dificultad en el ajuste de las economías domésticas. El capítulo precedente subrayó que era debido a la dualidad de instituciones que imponía el sistema y que constreñía las posibilidades de los países en la resolución y manejo de las crisis¹⁵⁴. Por esa razón, se buscó con ahínco una estructura que permitiera el ajuste. La solución fue la modificación de una institución: se establecerían unos tipos de cambios fijos pero ajustables. Éstos se convirtieron en la piedra básica del nuevo régimen. Esa importancia se reflejaba en la incorporación del concepto al Convenio Constitutivo del Fondo a través del Artículo IV, Sección 1, Apartado a). En él figuraba lo concerniente a la paridad de las monedas (*Par Value of Currencies*), así como su fijación.

“La paridad de la moneda de cada miembro deberá ser expresada en términos de oro como denominador común, o en relación con el dólar de los Estados Unidos del peso y ley vigentes el primero de julio de 1944”¹⁵⁵.

Una vez aceptado dicho valor de la moneda, el país debía mantener su tipo de cambio dentro de una banda, como se manifestaba en el mismo artículo pero en la sección 2. Estos márgenes delimitaban los valores entre los que se podían realizar transacciones de oro entre los países.

“El Fondo prescribirá un margen por encima y por debajo de la paridad para las transacciones de oro entre los miembros, y ningún miembro comprará oro a un precio por encima de la paridad más ese margen, o venderá oro por un precio por debajo de la paridad menos dicho margen”¹⁵⁶.

Además, en ese artículo pero en la sección siguiente se explicitaba ese margen. La variación máxima en torno a la paridad señalada era del uno por ciento (1%). Es decir,

¹⁵⁴ Véase el Apartado 4.1.2.1.2. “La disciplina de Hierro”.

¹⁵⁵ Art. IV, 1, (a). “The par value of the currency of each member shall be expressed in terms of gold as a Common denominator or in terms of the United States dollar of the weight and fineness in effect on July 1, 1944”. <http://www.imf.org/origins>

¹⁵⁶ Art. IV, 2. “The Fund shall prescribe a margin above and below par value for transactions in gold members, and no member shall buy gold at a price above par value plus the prescribed margin, or sell gold at a price below par value minus the prescribed margin”.

la separación máxima posible del valor de dos divisas era del dos por ciento (2%), de acuerdo con las prescripciones del Fondo Monetario, en el momento de su creación.

“El margen máximo y el mínimo para las transacciones entre las monedas de los países miembros no diferirá de la paridad en el caso de una transacción al contado de más de un uno por ciento”¹⁵⁷.

Esta obligación de mantener la paridad no tenía un carácter absoluto, como sucedía en el Patrón Oro, sino que como se enunció anteriormente, se podía modificar. En el sistema de Bretton Woods podía alterarse ese valor siempre que se cumplieran dos condiciones. En primer lugar, el país había de justificar la necesidad de variación y para ello era preciso que se encontrara en un “desequilibrio fundamental” (tal como reza el Artículo 4 en su sección 5, apartado a);

“Un miembro no podrá proponer un cambio en la paridad de su moneda excepto para corregir un desequilibrio fundamental (de la balanza de pagos)”¹⁵⁸.

Sin embargo, y a pesar de la importancia del concepto, el término “desequilibrio fundamental” no vuelve a aparecer en el Tratado. Además, era necesario justificar el porcentaje de la devaluación, como puede deducirse del resto del Artículo IV, Sección 5. De todas formas, el Fondo no podía rechazar el cambio si era menor del diez por ciento (10%). Si era por un porcentaje mayor, el Fondo debería decidir dentro de las 72 horas siguientes. En el caso que los cambios no fueran autorizados, ello podía implicar que el país no pudiera utilizar los recursos del Fondo. Si esos cambios no autorizados persistían, el miembro podía ser expulsado de la organización.

En cualquier caso, la utilización del tipo de cambio como instrumento de ajuste era contemplada como algo extraordinaria. Los desequilibrios temporales debían ser financiados y el Fondo prestaría ayuda condicional con este objeto. Aquellos que fueran más persistentes y modestos debían ser corregidos mediante actuaciones de la política fiscal y monetaria. Por tanto, sólo los desequilibrios persistentes e importantes podrían dar lugar a alteraciones de la paridad. Este planteamiento hacía recaer una buena parte de los problemas hacia el suministro adecuado de liquidez. Ello se debe a que cuanto menor sea la flexibilidad de los tipos de cambio, mayor debe ser la necesidad de disponer de recursos para financiar los desequilibrios de balanza de pagos y de esta forma, atenuar el proceso de ajuste.

5.1.1.2. Los Pagos Multilaterales

La segunda herramienta (después de los préstamos del Fondo) para facilitar una adecuada liquidez al sistema y por tanto, una vía para eliminar los acuerdos bilaterales de pagos era la constitución de una estructura que permitiera los pagos multilaterales. Con ese fin, los miembros tenían que hacer sus monedas convertibles para las

¹⁵⁷ Art. IV, 3. “The maximum and the minimum rates for exchange transactions between the currencies of members taking place within their territories shall not differ from parity in the case of spot exchange transactions, by more than one percent”.

¹⁵⁸ “Art. IV, 5 (a). “A member shall not propose a change in the par value of its currency except to correct a fundamental disequilibrium”.

transacciones de la cuenta corriente y no colocar ningún tipo de impedimento o restricción, como describe el Artículo VIII, Sección 2, Apartado a).

“Sujeto a las provisiones del Artículo VII, Sección 3, Apartado b) y al Artículo XIV Sección 2, ningún miembro impondrá, sin la aprobación del Fondo, restricciones a los pagos y transferencias de las transacciones de la cuenta corriente”¹⁵⁹.

Por contra, los controles de capitales estaban permitidos, tal y como explicita el Artículo VI en su Sección 3. Sin embargo, quedan al igual que el Artículo precedente sujeto a las provisiones del Artículo VII, Sección 3, Apartado b) y al Artículo XIV, Sección 2. Ese impedimento a la libertad del movimiento de capitales, provenía de las malas experiencias y de los efectos desestabilizadores de los flujos de los mismos durante el período de entreguerras (Bordo, 1993a).

Las dos limitaciones a la convertibilidad para las transacciones de la cuenta corriente a que hacen referencia esos dos artículos son la “cláusula de moneda escasa” (*scarce currency clause*; Art. VII, 3, b) y un período transitorio (*transitional period*; Art. XIV). La cláusula de moneda escasa analizaba la posibilidad que las demandas de los países de una determinada moneda amenazaran la habilidad de suministrarla por parte del Fondo. En esa situación, la organización podía invocar esa cláusula y limitar la libertad de intercambio en esa moneda o urgir a los países a racionar su uso mediante la utilización de controles. El otro artículo (el XIV) abría un “período de posguerra” que suponía una dispensa temporal. Ése podía prolongarse hasta un máximo de tres años después del establecimiento del Fondo. Durante ese periodo, los controles de cambios existentes podían ser mantenidos.

5.1.1.3. Los Recursos del Fondo

Los países miembros, como se ha relatado anteriormente, podían obtener recursos del Fondo para ayudar a financiar los desequilibrios de pago de corto o medio plazo, siempre y cuando éstos fueran de naturaleza temporal. Naturalmente, en este aspecto también surgieron diferencias entre los planes británico y americano. En la propuesta inglesa, no era necesario depósito previo y la creación de liquidez era más de cinco veces mayor. Así, mientras la propuesta de Keynes hablaba de 26 billones de dólares, el plan de White sólo mencionaba 5 billones. Finalmente, el monto total de contribuciones correspondientes a las cuotas de los miembros se fijó en 8,8 billones de dólares¹⁶⁰. Es decir, una cifra mucho más cercana a las tesis norteamericanas.

Las cuotas que se entregarían al Fondo por parte de los países miembros deberían ser el veinticinco por ciento (25%) en oro y el setenta y cinco por ciento (75%) restante en otras monedas convertibles (Artículo III, Sección 3, b).

El Tratado Constitutivo prevé, además, un número de condiciones en el uso de esos recursos por parte de los países con déficit para prevenir que acumulen monedas “soft”

¹⁵⁹ Art. VIII, 2, (a). “Subject to the provisions of Article VII, Section 3 (b), and Article XIV, Section 2, no member shall, without the approval of the Fund impose restrictions on the making of payments and transfers for current international transactions”. <http://www.imf.org/origins>

¹⁶⁰ Su desglose por país puede encontrarse en el Art. XX, 4.

y que agoten sus posesiones de monedas “hard”. Los requerimientos y condiciones de la devolución de un préstamo, incluyendo la potestad por parte del Fondo de decidir en qué moneda debe devolverse el crédito, también están establecidos en el Tratado, concretamente en su Artículo V (*Transactions with the Fund*). Una parte de las mismas es la figura denominada Condicionalidad (*Conditionality*). Esta capacidad para hacer cumplir las instituciones no apareció en el Tratado sino años más tarde por lo que se analizará con detalle en el Capítulo 6.

5.1.1.4 La Organización del Fondo

La estructura y funcionamiento del Fondo se pensó para tener un consejo de gobernadores (*Board of Governors*), directores ejecutivos (*Executive Directors*), director general (*Managing Director*) y el staff. El órgano principal sería el consejo de gobernadores. Éstos serían elegidos por los países miembros.

“El Fondo tendrá un Consejo de Gobernadores, Directores Ejecutivos, un Director General, y un Staff”¹⁶¹.

Además, ese consejo de gobernadores tomaría las principales decisiones, como por ejemplo, (Art. XII, 2, (b) i.) admitir nuevos miembros y determinar las condiciones de admisión, (Art. XII, 2, (b) ii.) aprobar una revisión de las cuotas o (Art. XII, 2, (b) iii.) aprobar un cambio de paridad, entre otras competencias. Por contra, las operaciones del Fondo serían dirigidas por directores ejecutivos elegidos por sus miembros y directores generales elegidos entre los ejecutivos.

En general, todas las decisiones se tomarían por la mayoría de votos. No obstante, algunas de ellas, por su especial importancia, requerirían una mayoría de votos cualificada. El número de votos a su vez, estaba ligado al tamaño de la cuota de cada miembro, que estaba determinada por su economía. Así, por ejemplo, todos los países tendrían 250 votos y un voto adicional por cada cien mil dólares americanos de su cuota correspondiente (Art. XII, 5, (b)).

5.1.2. ¿En qué consistió realmente el Sistema de Bretton Woods?

Los arquitectos de Bretton Woods, Keynes y White, no determinaron exactamente cómo tenía que funcionar el sistema y, desgraciadamente, no pudieron participar en su implementación¹⁶². El funcionamiento del mismo difirió notablemente de lo acordado en la Conferencia (Mc Kinnon, 1993). Por esta razón, puede hablarse de una dicotomía entre la literalidad del Tratado y lo que existió en la práctica.

Poco tiempo después de la puesta en marcha del sistema, aparecieron dos novedades. Por una parte, el ajuste a través de los tipos de cambio se hizo cada vez más infrecuente, al menos entre los países industrializados. Por otra, el sistema se ancló en el dólar y por

¹⁶¹ Art. XII, 1. “The Fund shall have a Board of Governors, Executive Directors, a Managing Director, and a Staff”. <http://www.imf.org/origins>

¹⁶² Keynes murió en 1946 y White en 1948.

tanto, el resto de países tuvo que hacer pivotar sus políticas en torno a las de los Estados Unidos, aunque no figurara en ningún artículo del Tratado esa preeminencia. En realidad se proponía lo contrario: igualdad para todos los países.

El surgimiento de esas dos novedades hizo patente la presencia de tres problemas. Además, los tres estaban interconectados (Véase Figura 6, página 54). En primer lugar, el sistema carecía de un efectivo mecanismo de **ajuste**. Ello se debía, entre otras causas, a que cuanto más fija es la estructura de tipos de cambio, mayor es la necesidad de **liquidez**. Dado que el descubrimiento de oro no era una herramienta adecuada, como se observó en el régimen del Patrón Oro, se hizo recaer el peso sobre el otro activo reserva: el dólar. Por tanto, la provisión de liquidez dependía del signo de la balanza estadounidense. Si el signo de la balanza era negativo, es decir, los Estados Unidos suministraban mucha liquidez al sistema, podía suceder que el dólar no estuviera *suficientemente* respaldado por el oro (los dólares en el extranjero era más que las reservas sitas en Fort Knox), por lo que podía producirse una crisis de **confianza** en el sistema. Por tanto, los tres problemas fueron: ajuste, liquidez y confianza.

5.1.2.1. Instituciones formales e informales de Bretton Woods

La Conferencia de Bretton Woods representó, según Ikenberry (1993: 155), “un experimento sin precedentes en la formación de normas internacionales y en la creación de organizaciones”¹⁶³.

Si bien no puede desprenderse de la lectura de los artículos del Tratado Constitutivo un retorno a la normativa del Patrón Oro, lo cierto es que los dos regímenes guardan ciertas similitudes. En ambos se produce la fijación del precio de oro y la libre convertibilidad de las transacciones de la cuenta corriente. Así, el precio fijo del oro a 35 dólares la onza que Estados Unidos debía mantener, representaba el ancla nominal del sistema a la que aludían Bordo & Kydland (1990). Además, al igual que en el Patrón Oro, existía una cláusula de escape. No obstante, ésta no era la guerra sino un “desequilibrio fundamental”, que al igual que en el régimen anterior constituía una situación de excepcionalidad. Por estas razones se puede visualizar **el sistema de Bretton Woods como un conjunto de instituciones formales** o de mecanismos de compromiso y analizarse de forma similar a la que se realizó en el capítulo anterior con el Patrón Oro.

En el caso de los países que no poseían una moneda reserva, las normas eran mantener una paridad fija, que podía alterarse en el caso contingente de un desequilibrio fundamental en la balanza de pagos. En esas situaciones, las posibilidades son las que se describieron con anterioridad. Sin embargo esos procedimientos provocaban, en palabras de Bordo (1993a: 168), que “al permitir cambios en la paridad en el caso de un desequilibrio fundamental, el sistema de Bretton Woods incentivara a la autoridades monetarias a retrasar el ajuste hasta que estuvieran seguros que era necesario”.

En el otro extremo, para Estados Unidos, el país del centro, el mandato de la institución formal consistía en fijar el precio del oro a 35 dólares la onza y mantener la estabilidad de precios. Sin embargo, si la mayoría de miembros del sistema se ponía de acuerdo, los Estados Unidos podían cambiar el precio del oro. Por tanto, también existía una cláusula

¹⁶³ “The Bretton Woods agreements represented an unprecedented experiment in international rule making and institution building” (Ikenberry, 1993: 155).

de escape. En los apartados siguientes se analizará cómo las instituciones y organizaciones afectaron a los tres problemas del sistema: ajuste, liquidez y confianza.

5.1.2.1.1. La “disciplina de hierro”, otra vez

El Capítulo 4 analizó la problemática de la “disciplina de hierro” desde el punto de vista de la presencia de una dualidad de instituciones dentro del Patrón Oro. En este apartado, el problema del ajuste se analizará desde la misma óptica. Asimismo, tiene dos vertientes. Por un lado, hace referencia a la ausencia de un verdadero mecanismo para equilibrar los déficits de la balanza de pagos de los países. Por el otro, el mecanismo existente era asimétrico. O sea, la carga del ajuste no era la misma para los miembros que tenían déficit y los que tenían superávit.

¿Cómo es posible que se hable de la **ausencia de un mecanismo de ajuste** cuando la institución formal que domina todo el periodo abre tal posibilidad? La redacción del Tratado explicitaba claramente la comunicación de una petición de devaluación o revaluación, es decir, de un cambio de paridad, ante el FMI. Sin embargo, ello hacía visible las intenciones del gobierno al resto de los agentes de la economía, por lo que reducía enormemente los incentivos a realizarla, como se analizó en el capítulo 4. Además, según Eichengreen (1998) una pequeña variación (fuera devaluación o revaluación), denominada microvariación tampoco era aconsejable. En esas circunstancias, aunque no era necesario el beneplácito del Fondo, podía constituirse en una señal visible de que el gobierno podía estar dispuesto a una acción mayor, y por lo tanto, provocar ventas de la moneda en cuestión.

Estas consideraciones implicaron que el mecanismo de modificación de paridades, que en el esbozo del sistema ya se consideraba excepcional, fuera cada vez más difícil de llevar a la práctica. Por un lado, aparecían las cuestiones políticas. En ese sentido, las palabras de Yeager (1966) son esclarecedoras a la par que contundentes cuando afirma que devaluar era admitir un fracaso demasiado visible. Por otro lado, desde el punto de vista técnico, la progresiva liberalización de las transacciones de la cuenta corriente, así como posteriormente la de la cuenta de capital, conllevaron que los movimientos especulativos fueran cada vez más frecuentes y de mayor volumen. Esta fue una de las razones por las que el cambio de paridad trató de evitarse y se postergaba hasta que resultaba absolutamente inevitable.

La renuncia al ajuste cambiario de las economías implicaba que los países que se encontraran con un déficit persistente en su balanza de pagos sólo podían revertir esa situación a través de mecanismos internos. Éstos lentos y costosos debido a la falta de flexibilidad de salarios y precios. De esta forma, con el transcurso del tiempo se observaría que el sistema carecía de mecanismo de ajuste para corregir los desequilibrios de la balanza de pagos.

En realidad, la modificación de paridades fue un hecho casi normal en los primeros años de existencia del FMI. Entre 1948 y 1949, se produjeron cuarenta y cuatro propuestas de devaluación. Además, en 1949 se produjo la devaluación de la libra, que fue seguida por casi todos los países. La cuantía y volumen de los ajustes parece indicar que se cometió un error al establecer las paridades después de la guerra (Eichengreen, 1996). Posteriormente, a partir de 1950, el tipo de cambio como mecanismo de ajuste continuó

siendo utilizado por los países en desarrollo, pero no por los países industriales, excepto en contadas ocasiones¹⁶⁴ (Bordo, 1993a). Además, cuando se hizo, se practicó con retraso. Ello implicó que los movimientos fueran mayores de los que deberían haber sido. Esa mayor variación era necesaria para evitar los ataques especulativos ante el riesgo de tener que repetir la modificación de la paridad poco después ante la circunstancia que la primera decisión no fuera creíble.

Además, los países europeos tampoco podían utilizar la política monetaria como herramienta de ajuste. Por ello, sólo podían implementar controles de cambio. Sólo el hecho que fueran en coordinación con la Unión Europea de Pagos (UEP) hacía que dicha política fuera aceptable para sus socios comerciales (Tew, 1982). Lógicamente, eran excepciones al proceso de liberalización en que se encontraba la economía mundial y su carácter temporal, así como su aprobación por parte de la UEP, le daban credibilidad.

En resumen, Yeager (1966) manifiesta que el sistema carecía de un mecanismo internacional automático de ajuste. Mc Kinnon (1993) matiza la afirmación anterior en el sentido de que no existía un mecanismo financiero privado automático, pero que había intervenciones públicas. Finalmente, Obstfeld (1993) es más tajante cuando afirma que el sistema de Bretton Woods no tenía un mecanismo de ajuste efectivo.

La segunda vertiente del proceso de ajuste era su asimetría; es decir, presentaba una **dualidad de instituciones**. Además, lo era por partida doble. Ésta se producía en el proceso entre los países con déficit y los países con superávit, y entre los Estados Unidos y el resto del mundo.

5.1.2.1.1.1. Países con déficit y países con superávit

La especial estructura del sistema de Bretton Woods hacía recaer todo el peso de los ajustes sobre los países con déficit de la balanza de pagos. Ello era así porque los países con superávit tenían pocos incentivos para corregirlos. Los países con superávit no se encontraban ante ninguna restricción provocada por sus reservas. Nada, en principio, limitaba la cuantía de reservas que podían acumular y, además, podían esterilizar sus efectos y por tanto, lograr que no afectara al nivel de precios o a los tipos de interés. En definitiva, el ajuste podía posponerse indefinidamente. Por otra parte, los países con déficit se veían obligados a tomar medidas, tanto más urgentes cuanto más reducidas eran sus reservas¹⁶⁵. Por tanto, el mecanismo de ajuste del sistema producía una carga desproporcionada en los países deficitarios (Obstfeld, 1993).

Michaely (1971) analizó el problema y llegó a la conclusión que los países tendían no tanto a perseguir el equilibrio de su balance de pagos como a evitar el déficit. Es más, la pérdida de reservas era vista con preocupación, mientras que su acumulación era vista con satisfacción o con indiferencia¹⁶⁶. Los países con superávit y los países con déficit

¹⁶⁴ Por ejemplo, las devaluaciones del franco francés en 1957 y 1958, o las pequeñas revaluaciones del marco alemán y el florín holandés en 1961.

¹⁶⁵ Sin embargo, esta problemática no es nueva. Véase el apartado 4.1.2.1.2.1. (Países con déficit versus países con superávit) del capítulo anterior (La Institución Informal del Patrón Oro).

¹⁶⁶ "Countries tend to regard as their external target not so much the attainment of balance-of-payments equilibrium as the avoidance of deficits (...). The loss of reserves is viewed with

alternaban su objetivo entre la convertibilidad externa y la estabilidad interna. Los casos paradigmáticos de una y otra situación serían Alemania y Gran Bretaña, respectivamente. Alemania, como ejemplo de país con superávit, alternaba entre el signo positivo de la balanza de pagos que implicaba inflación, con políticas de austeridad. Por otro lado, el Reino Unido alternaba políticas monetarias expansivas que implicaban un déficit en la balanza de pagos y políticas de austeridad.

La **Alemania Federal** ilustra perfectamente lo limitados que eran los incentivos, para los países con excedentes, a realizar el ajuste. Ésta tenía un superávit en la balanza de pagos y en consecuencia, se enfrentaba a un problema opuesto al de Gran Bretaña. Las consecuencias inflacionarias de esta situación llevaron a las autoridades alemanas en 1959 a seguir una política monetaria restrictiva y a tomar medidas para prevenir las entradas de capital. Según Bordo (1993b: 55) “las autoridades alemanas se resistieron a ajustar durante el régimen de Bretton Woods”¹⁶⁷. La razón de la ausencia del ajuste era la creencia alemana que el problema principal de un SMI era la inflación que se importaba del exterior.

En el otro extremo se encontraba Gran Bretaña. Durante buena parte del período, **Inglaterra** alternó las políticas fiscales y monetarias expansivas para mantener el pleno empleo y ayudar a la producción con los programas de austeridad. Este tipo de estrategia fue conocida como *stop-and-go*. El nexo era el estado de la balanza de pagos. Cuando se seguían políticas expansivas se producía un deterioro de la balanza por cuenta corriente, una disminución de las reservas internacionales y una especulación contra la paridad de la libra.

5.1.2.1.1.2. Estados Unidos y el resto del Mundo

El sistema, en su concepción, pretendía que todas las monedas fueran igualmente importantes. De ahí la elección del oro como elemento neutral. En el “espíritu del Tratado” se recogía una simetría en la elección de los *par values* (valores paritarios en el Artículo IV, sección I (a) del Tratado Constitutivo). Es más, no existía, en 1945, la suposición que alguna moneda nacional llegara a ser la moneda reserva clave (*dominant “key” currency*) del sistema (Mc Kinnon, 1993). Sin embargo, con el paso del tiempo éste dependió del dólar, debido a la solución del problema de la redundancia (Véase Cuadro 7), para sus necesidades de liquidez. Esa dependencia minó la supuesta simetría esgrimida en el Tratado Constitutivo. Algunos autores, como Eichengreen (1996) denominaron a esta problemática el problema De Gaulle, en tanto que el presidente francés fue su mayor crítico. Además, la consistencia histórica de la posición francesa es casi increíble; desde la Conferencia de Génova de 1922, Francia se ha opuesto a cualquier esquema que confiriera un estatus especial a una moneda en particular.

Además, Estados Unidos como poseedores de la moneda reserva y gracias al “problema de la redundancia” enunciado por R.A. Mundell no tenían necesidad de ajustar su economía doméstica a la balanza de pagos. Es más, la Reserva Federal esterilizaba automáticamente las salidas de dólares (Bordo, 1993b; Obtsfeld, 1993). Por esa razón, los europeos tenían sus propias argumentaciones para no estar conformes con esta

concern, but their accumulation (...) is viewed with satisfaction or indifference” (Michaely, 1971: 64).

¹⁶⁷ “Germany resisted adjustment during Bretton Woods regime” (Bordo, 1993b: 55).

asimetría. Los alemanes, por ejemplo, veían a los Estados Unidos como exportadores de inflación a los países en superávit a través de esa práctica. Mientras, los franceses veían a los americanos como los poseedores de un “exorbitante privilegio”, según las palabras del General De Gaulle, debido a esa misma operativa.

Cuadro 7: El problema de la redundancia

El problema de la redundancia (*The Redundancy Problem*) fue enunciado por Robert A. Mundell (1968) en los siguientes términos: “sólo son necesarios N-1 instrumentos independientes para gestionar la balanza de pagos en un mundo de N países porque el equilibrio en la balanza de los N-1 países implica forzosamente el equilibrio del país enésimo. El problema de la redundancia es el problema de cómo decidir la utilización de ese grado de libertad”¹⁶⁸.

Mc Kinnon (1993) puntualiza que se llegó a esa situación más por accidente que por el propio diseño del sistema. Fueron el Plan Marshall y la UEP los que entronizaron al dólar puesto que con ellos se recuperó, en un primer momento, la convertibilidad de la cuenta corriente. Posteriormente, o sea después de 1950, los países europeos y Japón prefirieron mantener el dólar como denominador de las paridades para simplificar las operaciones de *clearing* y mejorar la credibilidad de sus políticas internas antiinflacionarias al utilizar la moneda americana como ancla nominal externa.

5.1.2.1.2. La Liquidez

Las dificultades para realizar el ajuste hicieron que el problema de la liquidez adquiriese un papel fundamental puesto que si los desequilibrios son cada vez mayores y más duraderos, también lo será la necesidad de reservas para financiarlos.

El problema de la liquidez se produce debido a la escasez de dólares en el comercio internacional. En consecuencia, la creación de liquidez, al igual que había sucedido en el régimen anterior, no podía depender del crecimiento del oro. La producción de oro en esa época era prácticamente igual a la demanda privada (Foreman-Peck, 1995). Luego, las cantidades que podían obtener las autoridades monetarias eran francamente escasas. Si se añade además la capacidad limitada de los préstamos del FMI, la consecuencia no puede ser otra: la creación de liquidez tenía que depender del crecimiento adecuado de las monedas reserva. De ahí que con el transcurso de los años, el dólar adquiriera una mayor preeminencia respecto al resto de monedas, y consecuentemente su política monetaria.

Sin embargo, el hacer depender la liquidez – su escasez o su exceso – de la balanza de pagos de Estados Unidos era ilógico y presentaba dos problemas añadidos. El signo y la

¹⁶⁸ “Only N-1 independent balance of payments instruments are needed in a N-country world because equilibrium in the balance of N-1 countries implies equilibrium in the balance of Nth country. The redundancy problem is the problem of deciding how to utilize the extra degree of freedom” (Mundell, 1968: 195).

cuantía de los desequilibrios de su balanza de pagos dependerían, en todo momento, de cuestiones internas. Luego, en momentos de crisis era razonable pensar que la necesidad internacional de liquidez ocuparía siempre un nivel secundario. Con todo, esto no era el principal problema. La situación podía provocar una crisis de confianza.

Por tanto, un déficit de la balanza de pagos americanos implicaba el suministro de liquidez al resto del mundo. Si se eliminaba el déficit se crearía un problema de escasez de dólares. Las instituciones de cada país provocaban que las visiones fueran distintas para cada unos de ellos. Por ejemplo, para Alemania, la situación se percibía como que americanos exportaban inflación a los países con superávit a través de sus déficits. E inflación era la palabra maldita en Alemania desde la hiperinflación del período de entreguerras. Francia lo percibía como una dominación financiera y por tanto, una especie de vasallaje del resto del mundo que debía rendirle pleitesía al gigante americano. Por esta razón, a partir de 1965, comenzó a convertir sus pasivos en dólares en oro.

Luego si las necesidades de liquidez del sistema eran enormes y era una cuestión importante para el desarrollo del mismo, ¿cómo los delegados americanos minusvaloraron el problema? Eichengreen (1996) apunta como posibles respuestas una mala apreciación del daño que sufriría la economía americana con los costes de reconstrucción de Europa y Japón, y la fe de los estadounidenses en el comercio internacional como remedio a todos los males. En ese último sentido, el autor destaca la figura del secretario de estado de la administración de Franklin Delano Roosevelt, Cordell Hull, como principal abanderado de la causa.

Pero, en los años iniciales, el sistema operó razonablemente bien porque las monedas europeas no eran convertibles (Foreman-Peck, 1995). Sin embargo, pronto el problema tuvo nombre propio: la escasez de dólares (*dollar shortage*). La solución inicial al mismo vino de la mano de dos organizaciones, que modificaron las instituciones vigentes, creadas *ex professo*: el Plan Marshall y la Unión Europea de Pagos. Posteriormente y ante la incapacidad de las citadas organizaciones e instituciones para solucionar el problema, se crearon otras como el Acuerdo General de Préstamos, los acuerdos bilaterales de crédito (*Swaps*) entre bancos centrales, el euromercado, el “pool” del oro, el doble mercado del oro y, eventualmente, los derechos especiales de giro (DEG; *Special Drawing Rights, SDR*).

El segundo y principal problema, la crisis de confianza, se analizará en el apartado 5.1.2.1.3. debido a su entidad.

5.1.2.1.2.1. El Plan Marshall

El Plan Marshall insufló 13 billones de dólares aproximadamente en ayudas, préstamos y donaciones al oeste europeo entre 1948 y 1952. El plan requería que los que recibían la ayuda cooperasen en la liberalización del comercio y la multilateralización de los pagos. La ayuda americana, por tanto, se utilizó para pagar las importaciones y proveer de reservas internacionales. Cada país tenía una delegación de los administradores americanos que asesoraban al gobierno sobre el gasto de los fondos. Naturalmente, esa gran cantidad de dólares presente en el mercado ayudó a encumbrarla como moneda reserva dominante.

5.1.2.1.2.2. La Unión Europea de Pagos

En Octubre de 1947, la comisión de pagos (*Committee on Payments*), que se estableció para los países receptores de la ayuda del Plan Marshall, elaboró un informe en el que manifestaba la necesidad de una mayor flexibilidad en el sistema de pagos debido a la escasez de dólares (Tew, 1982). De ahí la creación de un Acuerdo de Compensación Monetaria Multilateral (*Agreement on Multilateral Monetary Compensation*) en noviembre del mismo año. En esa misma línea, se crea el Comité para la Cooperación Económica Europea (*Committee of the European Economic Cooperation*) en abril de 1948. Llegados a este punto, en octubre se crea el primer Acuerdo de Pagos Intra-Europeos (*Intra-European Payments Agreement*). Éste operó nueve meses entre octubre de 1948 y junio de 1949. Se diferenció del resto de acuerdos en que englobaba a todos los países del Comité e incorporaba provisiones de ayuda indirecta. El segundo Acuerdo de Pagos Intra-Europeos se produjo entre julio de 1949 y junio de 1950.

Estas organizaciones e instituciones fueron los precedentes de la Unión Europea de Pagos (UEP; *European Payments Union*). La UEP fue establecida el 19 de septiembre de 1950 por los países pertenecientes a la Organización para la Cooperación Económica Europea. Inicialmente, y a diferencia de las anteriores, tenía un período de vigencia de dos años renovable por un año más. Sin embargo, estuvo activa hasta el final de 1958. Su funcionamiento seguía el principio básico del *clearing* de los bancos comerciales¹⁶⁹. Es decir, al final de cada mes, cada miembro debía liquidar su posición neta, fuera de crédito o de débito con los otros miembros. Esta operativa ya fue utilizada bajo la institución informal del Patrón Oro para limitar los movimientos de oro entre los países, y por tanto, como forma de ahorrar recursos líquidos. El Banco de Pagos Internacionales de Basilea (*Bank of International Settlement*) actuaba como su agente. Además, también podía proveer de una línea de crédito.

Según Tew (1982), la UEP constituyó una versión limitada geográficamente del compromiso de los acuerdos del Tratado Constitutivo y, en consecuencia, una institución formal limitada. Se adoptó incluso un Código de Liberalización que prescribía la eliminación de cualquiera barrera a las transacciones de la cuenta corriente. Sin embargo, representaba a la vez un claro desafío por parte de las naciones europeas a los Estados Unidos. Ello era así en la medida que el descenso en las barreras al comercio entre ellas se producía a un ritmo mayor, que entre ellas y los Estados Unidos, por lo que el resultado final era una discriminación al comercio norteamericano.

La UEP ayudó a la reducción del volumen de las transacciones y produjo una fuerte base para la gradual liberalización de los pagos (Yeager, 1966). Ello provocó el paso de una estructura predominantemente bilateral de pagos intraeuropeos a un sistema multilateral de compensación. Por tanto, el surgimiento de esta organización introdujo nuevas instituciones.

¹⁶⁹ Para analizar el funcionamiento de forma detallada ver Tew (1982) página 38 y ss.

5.1.2.1.2.3. El Acuerdo General de Préstamos

El transcurso del tiempo hacía que las necesidades del FMI fueran mayores con mayor frecuencia. En esa tesitura se elaboró una institución formal denominada el Acuerdo General de Préstamos.

El FMI adoptó en enero de 1962 una Decisión sobre las “Condiciones de un Acuerdo General de Préstamos”. Éste entró en vigor el 24 de Octubre de 1962 por un periodo de cuatro años prorrogables. El procedimiento previsto en el Acuerdo General de Préstamos suponía que un determinado país solicitaba al Fondo un crédito. Si éste era de tal cuantía que la organización no tenía recursos suficientes o se creía que por motivos de cobertura tenían que ser incrementados, el Fondo podía invocar el Acuerdo. En esa situación, el director gerente del Fondo debía consultar a los países participantes en el Acuerdo y al Consejo de Directores Ejecutivos del Fondo. Si los miembros daban su conformidad, el FMI solicitaría un incremento de las cuotas de cada uno de los países en relación con su situación de la balanza de pagos y reservas internacionales y, en caso de ser satisfactoria, en proporción al volumen máximo de crédito comprometido por cada uno de ellos. Una vez decididas las contribuciones, los países tenían que transferir al Fondo las cantidades que les habían correspondido. Éstos recibían un título no negociable, como señal de contrapartida y en reconocimiento de la deuda. El cierre de la operación se realizaba con la devolución del título a cambio del principal más los intereses. El vencimiento no podía ser superior a cinco años.

Por tanto, el FMI podía obtener más recursos de los que contaba inicialmente a través del Acuerdo General de Préstamos. El Acuerdo significó, en consecuencia, un reforzamiento de la posición del FMI dentro del sistema, e indirectamente, de las monedas reserva (Eichengreen, 1996). Sin embargo, si el país que solicitaba ayuda era Estados Unidos, el volumen total de recursos que podía proporcionársele por este método era poco significativo. Por eso fue necesario recurrir a otros mecanismos.

5.1.2.1.2.4. Los acuerdos bilaterales de crédito (SWAP) entre bancos centrales

Estados Unidos intentó frenar el drenaje de sus reservas de oro como solución al problemas de liquidez y confianza (Tew, 1982). Una posible solución podía estar en que los dólares obtenidos por el resto del mundo no fueran cambiados en oro.

Un *swap* es una institución formal que articula la compra o venta de divisas al contado contra la venta o compra de dichas divisas a futuro. Los acuerdos de este tipo, concertados por el Tesoro norteamericano en un primer momento – y por el Banco de Reserva Federal de Nueva York, más tarde –, con bancos centrales o instituciones extranjeras, establecían líneas de crédito mutuo en las correspondientes divisas que podían ser utilizadas por el país que se encontraba en dificultades para atender sus obligaciones de pago.

Las operaciones *swap* tienen un vencimiento y por tanto, un límite de tiempo. Por esa razón, el empleo de su financiación ha de cubrir forzosamente un desequilibrio temporal de balanza de pagos. En el caso que sea un desequilibrio estructural, esta herramienta

carecía de sentido al financiar a corto plazo una necesidad de largo plazo, produciéndose un desajuste en el período de maduración (*maturity mismatch*)¹⁷⁰.

La red de acuerdos bilaterales tuvo un enorme desarrollo y desempeñó un papel importante en el funcionamiento del sistema al margen del FMI que, reticente en un primer momento, terminó por aceptar los acuerdos *swap* como instrumento fundamental de la cooperación entre autoridades monetarias (Foreman-Peck, 1995). El Tesoro americano incluso llegó a emitir bonos, denominados en la moneda del país acreedor, lo que suponía para éste una garantía de cambio. Estos títulos recibieron el nombre de bonos Roosa, nombre del entonces subsecretario del Tesoro. Esa emisión evitaba el pago derivado del *swap* establecido con anterioridad y, por tanto, también el drenaje de las reservas de oro.

5.1.2.1.2.5. El “pool” del oro

En octubre de 1960 el aumento de la demanda de oro y la incertidumbre sobre el futuro del dólar presionó al alza el precio del metal hasta situarse en torno a los 40 dólares la onza. Ese precio representaba una diferencia de cinco dólares respecto de los 35 dólares a los que Estados Unidos garantizaba la convertibilidad. El Banco de Inglaterra consideró que era peligroso para el sistema monetario y solicitó del Tesoro de Estados Unidos autorización para intervenir, realizando una operación eficaz – puesto que se volvió a la normalidad –, pero extraordinariamente costosa, porque se actuó con retraso.

Los bancos centrales de los países industrializados, en marzo de 1961 y a través de una institución informal (un acuerdo verbal), se comprometieron a no comprar oro en el mercado de Londres a un precio superior al de 35,17 dólares la onza¹⁷¹. En el caso que esos bancos desearan adquirir oro, lo pedirían directamente a la Reserva Federal Americana. En octubre de ese mismo año, se estableció una organización a través de otro acuerdo, el llamado “pool del oro”, con sus instituciones pertinentes. En él se especificaba que ocho bancos centrales y el Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BIS) se comprometían a actuar conjuntamente para estabilizar el precio del oro en el mercado de Londres. El éxito de la actuación del pool se aprecia en el decrecimiento de la diferencia entre las cotizaciones máximas y mínima, durante los años que siguen a 1960.

5.1.2.1.2.6. El doble mercado del oro

En 17 de marzo de 1968 las fuertes pérdidas obligaron a suspender las operaciones del pool y se cerró, temporalmente, el mercado de Londres. Cuando se reabrió, se estableció una institución que articularía un sistema doble. Éste consistía en dos mercados: uno libre de intervenciones con un precio del metal, independiente de la cotización oficial; y otro para las transacciones de las autoridades monetarias, a la paridad establecida.

A este sistema de doble mercado se le auguraba poco éxito. Sin embargo, duró varios años. Ello fue debido a una serie de factores favorables. Por una parte, Sudáfrica

¹⁷⁰ Esta situación se describió con más detalle en el 2.2.3. del Capítulo 1.

¹⁷¹ Ese era el precio de sumarle al oficial de 35 dólares los gastos de fletes, comisión y seguro.

experimentó un déficit superior al previsto y se vio obligado a vender oro. Por otra, apareció un nuevo activo de reserva, los Derechos Especiales de Giro (DEG) y se realizaron algunos reajustes cambiarios, como la devaluación del franco francés y la revaluación del marco, entre otros.

5.1.2.1.2.7. Los Derechos Especiales de Giro (*Special Drawing Rights, SDR*)

El Presidente Kennedy, en el mensaje que dirigió al Congreso el 6 de febrero de 1961, aceptaba la necesidad de aumentar las reservas internacionales. Con él, se inició un proceso que culminaría con la creación de un activo de reserva primario introducido a través de la primera enmienda de los artículos del acuerdo el 31 de mayo de 1968 (*First Amendment to the Articles of Agreement*): los Derechos Especiales de Giro (DEG). Así en el Artículo XV, Sección 1 se decide que:

“A fin de satisfacer la necesidad, cuando ésta surja, de complementar los activos de reserva existentes, el Fondo queda facultado para asignar derechos especiales de giro a los países miembros que sean participantes en el Departamento de Derechos Especiales de Giro”.

Éstos, al igual que el oro, no estaban respaldados por ningún país. Por tanto, su fuerza, como instrumento de reserva, residía en el compromiso solemne contraído por los países miembros del FMI, en virtud del cual aceptaban los DEG's y entregaban, a cambio de ellos, moneda convertible.

Inicialmente se discutió sobre la proporción que debían aportar los países industriales y los países en desarrollo. Finalmente se acordó que el incremento de las cuotas se realizara por un porcentaje uniforme (Eichengreen, 1996). Los DEG los recibirían los países con superávit, cuyas reservas aumentarían. Una parte de ese incremento tendría la forma de DEG. Éstos se podrían utilizar incondicionalmente cuando se tuviera necesidad de hacerlo, es decir, cuando incurriera en déficit. La creación de los DEG tendría lugar mediante una decisión internacional a partir de una propuesta que formularía el director gerente del Fondo, cuando haya acuerdo suficiente entre los países participantes, para aumentar las reservas globales o “de evitar que ocurran en el mundo situaciones tanto de estancamiento económico y deflación como de demanda excesiva e inflación” (Artículo XVIII, Sección 1, a).

5.1.2.1.2.8. El euromercado

El euromercado tiene su origen en la década de los 50 cuando los ingresos derivados del petróleo de la Unión Soviética, en dólares, fueron sacados de Estados Unidos y depositados en Europa ante el temor que las autoridades americanas incautaran dichas cuentas en el escenario de la Guerra Fría. Posteriormente, en los años 60 los impuestos estadounidenses como el *Interest Equalization Tax* y otras regulaciones provocaron que fuera más rentable pedir y prestar dólares en Europa que en Estados Unidos.

Por tanto, las organizaciones modifican gradualmente las instituciones en busca de su propio beneficio.

5.1.2.1.3. Confianza: Los movimientos internacionales de Capital

La balanza de pagos americana estuvo en déficit a partir de 1958 hasta el final del sistema, sólo exceptuando 1968 y 1969. Sin embargo, Estados Unidos tuvo un superávit en la balanza por cuenta corriente hasta 1970. Por tanto, el déficit en la balanza de pagos se producía porque las salidas de capital eran mayores que los superávits de la balanza por cuenta corriente. Este hecho era percibido por las autoridades monetarias americanas como un problema, debido a la presión que ejercía sobre la confianza del sistema. Ello se debía a que los pasivos en dólares que se poseían en el extranjero aumentaban con los déficits. Ese incremento, provocaba su vez, un aumento de la probabilidad que esos dólares se convirtieran en oro. Si el stock de oro monetario que poseían los Estados Unidos llegaba a un punto suficientemente bajo; es decir, si los dólares no estaban suficientemente respaldados por oro, ello podía provocar una “estampida de depósitos” (*bank run*). El problema residía en que si se eliminaban los déficits antes de la crisis, se crearía una situación de iliquidez internacional y en último extremo, una deflación a gran escala, similar a la Gran Depresión. Por el contrario, si no se corregía, se daría una crisis de convertibilidad.

Por tanto, un factor condicionante de la evolución del sistema con el que no se había contado, al igual que en el régimen precedente, fue la liberalización de las transacciones de capital. En efecto, aunque los tipos de cambio podían facilitar el ajuste ocasional, con mayor movilidad de capitales el desplazamiento de fondos especulativos se anticipaba a la acción de las autoridades e, incluso, podía forzarlas a actuar. Además, aunque no se hubieran liberalizado las transacciones de capital, la liberación de las operaciones corrientes – obligada por el Convenio Constitutivo – hubiera sido suficiente para originar desplazamientos cuantiosos de fondos y disfrazar los movimientos de capital.

En la creencia que el déficit de la balanza de pagos era agravada por la exportación de capital, las administraciones de Kennedy y Johnson impusieron una serie de restricciones a las salidas de capital (Bordo, 1993b). En ese sentido, los controles de capital fueron un elemento que funcionó, más o menos, como estaba planeado (Obstfeld, 1993). Sin embargo, Eichengreen (1996) advierte que la operativa y el supuesto éxito de los controles no deben ser exagerados en tanto que los movimientos eran de cuantías muy inferiores a las actuales. No obstante, cabe destacar la importancia de los mismos en la generación de desconfianza en el sistema ante la ausencia de un verdadero mecanismo de ajuste. Una de las consecuencias de las medidas de las administraciones de Kennedy y Johnson fue el incremento de dólares fuera de las fronteras de Estados Unidos que fue el origen del euromercado.

En realidad, en 1959 se igualaron los totales pasivos externos en dólares y el stock de oro monetario americano; y el stock de oro monetario del mundo excedía el de los americanos. En 1964, ya excedía los pasivos externos al stock americano (Bordo, 1993a). En 1960, un profesor de Yale, Robert Triffin publicó un influyente libro; *Gold and the Dollar Crisis*. En él ponía de manifiesto lo que se vino en denominar el problema de la confianza. Éste consistía en que la acumulación de reservas de dólares sólo era atractiva en la medida en que no hubiera ninguna duda sobre su convertibilidad en oro. Pero cuando los saldos extranjeros en dólares crecieran en relación con las reservas de oro de Estados Unidos, podría ponerse en duda la credibilidad de este compromiso.

El argumento del profesor Robert Triffin predecía que el aumento continuado del pasivo monetario de Estados Unidos provocaría a la larga una desconfianza en la capacidad de dicho país para hacer frente a sus obligaciones de la convertibilidad del dólar, sobre todo. Ello habría de afectar, sin duda, a la utilización del dólar como moneda de reserva. La aparición de dudas respecto a la convertibilidad de la moneda reserva haría que los países no estuvieran dispuestos a seguir utilizando dicha moneda. Si ello se producía, habría conversiones masivas que provocarían en última instancia la quiebra del sistema. La situación no era nueva. En el Patrón de Cambios Oro en 1925 y en 1931 había sucedido algo parecido.

Un prestamista de última instancia (*lender of last resort*), como el que proponía Kindleberger (1986), podía temporalmente prevenir el colapso si era capaz de emitir dinero de alta potencia (*high-powered money*) que fuera equivalente al dinero de alta potencia doméstico. No obstante, si el problema era la escasez de oro, entonces el prestamista de última instancia tampoco hubiera sido efectivo.

Sin embargo, poco tiempo después, un artículo de Despres, Kindleberger & Salant (1966) realizaba la siguiente analogía. Comparaba la Reserva Federal de los Estados Unidos, cuyas organizaciones prestaban o invertían en el exterior mientras obtenían de los extranjeros préstamos en el corto plazo, con un banco comercial. El artículo concluía que, si un banco era sólido, las dificultades procederían de la “irracionalidad de los depositantes” y que ninguna organización (bancaria) podría sobrevivir en un mundo tan analítico, donde los propietarios de una riqueza insistieran en que su medio de pago fuera “más definitivo” y cercano a la liquidez.

En esa situación, la inflación parecía la única fuerza capaz de amenazar la viabilidad del dólar. Este hecho se refleja en las reflexiones del presidente de la Reserva Federal, William McChesney Martin, cuando anunció que consideraba a la inflación una amenaza tan seria como el comunismo para la seguridad y el futuro de Estados Unidos. (Bernstein, 2002). Tanta fue su credibilidad que convenció incluso a los empleados de Westinghouse y de General Electric para que renunciasen a la cláusula sobre el coste de la vida de sus contratos.

5.1.2.2. Capacidad de hacer cumplir las instituciones bajo el sistema de Bretton Woods

El análisis institucional no puede detenerse en el ámbito de las propias instituciones, sean formales o informales ni de las organizaciones. Ello es debido a que es tan importante la definición y el análisis de las mismas, como la capacidad de las organizaciones para imponer su cumplimiento. La capacidad de hacer cumplir las instituciones en el sistema de Bretton Woods recaía en el Tratado Constitutivo y en el poder hegemónico de Estados Unidos, el país más importante en el sistema.

5.1.2.2.1. Tratado Constitutivo

El Fondo tenía menos poder discrecional sobre las políticas domésticas de sus miembros del que querían sus arquitectos (Bordo, 1993a). Sin embargo, y a tenor de la literalidad del Tratado tenía suficiente poder para influir en el SMI de manera

considerable¹⁷². Tenía, por ejemplo, autoridad para aprobar o rechazar cambios en la paridad de las monedas; o potestad para declarar una moneda como “escasa”; o declarar a un miembro ineligible para utilizar sus recursos (como le sucedió a Francia en 1948) o incluso podía expulsar a países miembros.

El Fondo también tenía (y tiene) un considerable poder como organización monetaria internacional tanto en la consulta como en la cooperación con otras autoridades monetarias, fueran nacionales o internacionales¹⁷³. Ése se manifiesta a través de un complejo sistema de señales.

En el período de preconvertibilidad, el prestigio del Fondo sufrió un severo revés como consecuencia de tres hechos. En primer lugar, la devaluación del franco en enero de 1948, la cual dio origen a un sistema de tipos de cambio múltiples. El segundo fue la devaluación de la libra en septiembre de 1949 cuando el FMI, en lugar de estar envuelto activamente en la consulta, fue simplemente informado con 24 horas de antelación. Finalmente, la decisión de Canadá de dejar flotar su moneda en septiembre de 1950. Además, los recursos del Fondo eran inadecuados para solucionar el problema de liquidez, como se ha apuntado en los apartados anteriores.

De todas maneras, seguramente la herramienta más importante que tiene el FMI para hacer respetar sus instituciones es la cláusula de condicionalidad. Ésta estaba inicialmente implícita en el acceso de los miembros al crédito de sus cuotas pero se hizo explícita posteriormente. No obstante, la importancia y relevancia de esta cláusula ha aumentado considerablemente en la resolución de las últimas crisis financieras. Por esta razón, se analizará con más detalle en el capítulo siguiente (6. El enforcement del No-Sistema).

5.1.2.2.2. Poder hegemónico de Estados Unidos

En el período de preconvertibilidad se produce un descenso de la libra como activo reserva. Ello es debido a la crisis que tiene la libra esterlina en 1949 que le obliga a una fuerte devaluación y con ella la pérdida de confianza por parte de los agentes económicos.

La capacidad de hacer cumplir las instituciones por parte de los Estados Unidos –acceso a su mercado de capitales– venía presumiblemente por su poder dominante debido a que el FMI, como se ha analizado en el apartado precedente, tenía poco poder. Según Giovannini (1992), esa dominancia le venía por ser el país enésimo en el problema de la redundancia de Robert A. Mundell (Véase el Cuadro 5.1.).

Sin embargo, ese poder fue disminuyendo con el paso de los años, básicamente debido al miedo a una crisis de confianza y a la sustitución de esa hegemonía total de los Estados Unidos por un sistema más acorde con la hegemonía compartida.

Además, ese supuesto corsé que tenían las autoridades americanas de seguir una política antiinflacionaria resultó inútil en las postrimerías de los 60. Finalmente, aunque existía un mecanismo para practicar la devaluación del dólar, las autoridades monetarias tenían

¹⁷² Ver Artículo XII del Tratado Constitutivo.

¹⁷³ Ver Artículo X y XI del Tratado Constitutivo entre otros.

recelo en utilizarlo por miedo que se perdiera la confianza en el dólar y consecuentemente en el sistema.

5.1.2.2.1. La Guerra Fría

El fenómeno de la **Guerra Fría** determinó en buena medida las acciones que se tomaron durante esa época al tener un fuerte impacto en las decisiones de política económica de los Estados Unidos y sus aliados. La Guerra de Vietnam y la Doctrina de la Seguridad Nacional serían dos buenos ejemplos. Por otro lado, la Unión Soviética decidió no asumir las obligaciones como miembro del Fondo a partir de 1950.

La **“Doctrina de la seguridad nacional”** se fundaba sobre la hipótesis de guerra interna permanente en distintos frentes. Además, establecía una estrecha relación entre seguridad y desarrollo. Según esta concepción ideológica, el subdesarrollo originaba pobreza y descontento social, y éste a su vez, generaba condiciones propicias para que prosperaran el mensaje revolucionario comunista y la acción de grupos guerrilleros que ponían en peligro la seguridad nacional. En esas circunstancias, las Fuerzas Armadas, aunque normalmente apartadas de competencias políticas, debían erigirse en garantes de los valores supremos de la nacionalidad y obrar cuando se vieran amenazados.

En el caso argentino, el teniente general “azul”¹⁷⁴ Juan Carlos Onganía fue el que manifestó su adhesión a esa doctrina en la V Conferencia de Jefes de Estado Mayor de los Ejércitos Americanos (CEA) que se llevó a cabo en agosto de 1964 en la academia militar norteamericana de West Point. De este modo, “hemos señalado –dijo Onganía– que las instituciones armadas tienen como misión, en el orden interno, la preservación de la paz interior, el mantenimiento de las instituciones republicanas y el sostén de la Constitución. Está claro, entonces, que tal deber de obediencia habrá dejado de tener vigencia absoluta si se produce, al amparo de ideologías exóticas, un desborde de autoridad que signifique la conculcación de los principios básicos del sistema republicano de gobierno, o un violento trastocamiento en el equilibrio o independencia de los poderes (...) en circunstancias de esta índole, las Fuerzas Armadas no podrían, ciertamente, mantenerse impasibles, so color de una ciega sumisión al poder establecido, que los convertiría en instrumentos de una autoridad no legítima. El pueblo recobraría en tales circunstancias el derecho a la resistencia a la opresión, claramente señalado en la declaración de Independencia de los Estados Unidos”¹⁷⁵.

¹⁷⁴ Los sectores del ejército eran “azul” y “colorado”. Ambos eran antiperonistas pero por distintas razones. Los azules por temas profesionales, mientras los colorados lo eran por cuestiones sociales. Al final, se impuso el sector “azul”.

¹⁷⁵ Citado en Lanata, 2003: 496.

5.2. La realidad de Bretton Woods

“Es nuestra moneda pero es vuestro problema”
JOHN CONNALLY

En el apartado precedente se analizaron las instituciones y las organizaciones a las que dio origen el sistema desde un punto de vista teórico o programático. No obstante, al igual que en el capítulo anterior (Las instituciones informales del Patrón Oro), se observó una dicotomía entre el modelo y la realidad. El propósito de este apartado, la realidad de Bretton Woods, es describir cómo se tradujeron a la realidad.

La exposición se ha dividido en dos subperiodos dado que el funcionamiento del sistema difirió notablemente entre ambos y presentó características distintas. Los países de Europa occidental no declararon la convertibilidad de sus monedas hasta el 27 de diciembre de 1958, lo que dio lugar a unas distintas “reglas de funcionamiento”. Así, el sistema de Bretton Woods se puede subdividir en dos períodos: antes (1946-1958) y después de la convertibilidad de Europa (1959-1971).

5.2.1. La historia de Bretton Woods: la Preconvertibilidad, 1946-1958

El periodo de transición de la guerra a la paz fue mucho más largo y doloroso del que se había previsto. La plena convertibilidad de la mayoría de países no se consiguió hasta finales de 1958. En esta primera etapa se evidenciaron dos problemas interrelacionados: el **bilateralismo** y la **escasez de dólares**.

Después de la II Guerra Mundial, las economías de los principales países desarrollados quedaron devastadas. La producción industrial, y por tanto, buena parte de la recuperación pasaba por el suministro de alimentos básicos y de materias primas, y por la generación de comercio. Esta última vía sobredimensionada seguramente por el secretario de Estado norteamericano, Cordell Hull. La necesidad de una fuerte inyección de capital era evidente. Su insuficiente capacidad de ahorro también lo era dado el estado de las estructuras económicas. Por tanto, cualquier solución para la recuperación económica de los países desarrollados pasaba por la tenencia de divisas.

La obtención de divisas se da a través de las relaciones entre países o por la posesión previa de reservas. La mayoría de países, en virtud del Artículo XIV de los Acuerdos, habían establecido controles de cambio para evitar, entre otros, los movimientos desestabilizadores de capital, por lo que esa posibilidad se veía reducida. Por eso, inicialmente se dieron acuerdos bilaterales de pagos con los socios comerciales más habituales. Sin embargo, Bordo (1993a) señala que la dificultad inicial en el comercio internacional se agravó por una sobrevaluación de las paridades oficiales que se establecieron a finales de 1946. Ello se reflejaba en los déficits por cuenta corriente de los países europeos que ilustraban además de la necesidad de importación de materias primas y otros productos, la reducida capacidad de exportación de las empresas nacionales.

Por otra parte, Estados Unidos poseía dos terceras partes del oro monetario mundial al finalizar la II Guerra Mundial (Foreman-Peck, 1995). El oro fluyó hacia América en los años treinta como consecuencia de la devaluación del dólar en 1934. Además, durante la guerra se produjo la salida de capitales de Europa, entre otras causas, para la financiación de la misma. Por tanto, al final de la contienda ni en Europa ni en Japón se encontraban ni oro ni divisas en cantidad suficiente para iniciar la recuperación económica. Un suceso y dos organizaciones, con sus instituciones, fueron las claves para solucionar el problema de la liquidez en este primer subperíodo.

El evento importante de este período fueron las devaluaciones de 1949. En verano de aquél año, el gobierno británico después de muchas reticencias, informó al FMI de su decisión de devaluar la libra un treinta con cinco por ciento (30,5%). Poco tiempo después 23 países redujeron sus paridades con cifras similares en la mayoría de los casos. Estas devaluaciones se consideran importantes porque ayudaron al desarrollo de los países europeos y les permitieron pasar de una balanza por cuenta corriente deficitaria a una con superávit. No obstante, las reticencias del gobierno británico eran comprensibles puesto que su decisión revelaba una debilidad básica del acuerdo: las especulaciones de un sentido contra la paridad (*one way speculation*) (Friedman, 1953). En ellas, el especulador “no podía perder”. Si éste apostaba por la pérdida de valor y se producía, obtenía pingües beneficios al comprar barato y vender caro. En caso contrario, compraba y vendía la moneda al mismo precio y sólo perdía un pequeño porcentaje por el derecho a realizar la operación. Existía otra consideración, y era la creencia del gobierno británico que los efectos (de una devaluación) sobre el comercio eran pequeños (Obstfeld, 1993).

Los problemas se solucionaron a mediados los años 50 con el Plan Marshall, la Unión Europea de Pagos y el Euromercado. Organizaciones e instituciones cuya fundación y operativa se describió en anteriores apartados.

Finalmente, el 27 de diciembre de 1958, ocho países declararon sus monedas convertibles para las transacciones de la balanza por cuenta corriente. Sin embargo, eran virtualmente convertibles en 1955. Ese retraso en la adopción de la convertibilidad se debe a la evolución de la institución. En tanto que el resto de países mantuvieran sus monedas inconvertibles, no tenía sentido que un país, de forma individual, realizara la convertibilidad de su moneda (Eichengreen, 1996). El ejemplo paradigmático de esta situación fue el intento de convertibilidad de la libra protagonizado por Inglaterra en 1947. Por tanto, aunque todos los países ganaran con esa decisión individual, en realidad esperaron a realizarla conjuntamente y de forma simultánea, en 1958.

2.2. La historia de Bretton Woods: la Popularidad, 1959-1967

El autor Brian Tew (1982) destaca la doble acepción del concepto “convertibilidad”. Una moneda puede ser convertible *en el mercado*. En ese primer sentido, el acceso de los individuos a los mercados cambiarios en cualquier parte del mundo no está seriamente limitado por los controles de cambio. Una moneda también puede ser *oficialmente convertible*. En esa segunda acepción, la libra, por ejemplo, era convertible en el Banco de Inglaterra dado que éste siempre estaba preparado para suministrar al

mercado una libra a cambio de 2,80 dólares. Además, tenía un segundo mandato: la convertibilidad de esos dólares en oro a través de la Reserva Federal americana.

El sistema de Bretton Woods estuvo en pleno funcionamiento con la convertibilidad de las transacciones que se estableció entre los principales países industriales en 1958. Cada miembro intervenía en el mercado cambiario comprando y vendiendo dólares, con el objetivo de mantener su paridad dentro de los límites prescritos. A su vez, el Tesoro americano fijaba el precio del oro en 35 dólares la onza comprando y vendiendo oro. De esta forma, cada moneda estaba anclada al dólar e indirectamente al oro. El arbitraje triangular mantenía todos los tipos de cambio cruzados en una banda de un dos por ciento (2%) en cada lado de la paridad.

Esa nueva operativa –la convertibilidad de las monedas– provocó dos cambios fundamentales para el devenir del sistema. En primer lugar, en lugar de un sistema entre monedas con el mismo peso específico, se derivó hacia una variante del Patrón de Cambios Oro, denominado **Patrón Dólar** o *Dollar Standard* (Mc Kinnon, 1993). Aunque inicialmente era un modelo con dos monedas reserva, el dólar y la libra, el papel de esta última como moneda reserva disminuyó paulatinamente durante los 60. Paralelamente, se produjo un auge del dólar por las razones que se detallaron al hablar de las instituciones de la época. Esa jerarquía fue intolerable para el General De Gaulle, hasta el punto de hablar de un “exorbitante privilegio” y plantearse un retorno a la estructura del Patrón Oro y recuperar ese metal como “dinero” mundial. De Gaulle apoyado en las críticas de Rueff decidió ejercer uno de los derechos básicos del sistema: la conversión en oro de sus excedentes de la balanza de pagos.

El segundo gran cambio fue la evolución de un sistema de tipos de cambios fijos pero ajustables a **un sistema de tipos de cambio fijo sin ajuste**. El sistema se tornó cada vez menos ajustable debido a que las autoridades monetarias, basadas en la experiencia de finales de los 40, estaban menos predispuestas a aceptar los riesgos asociados de los cambios en la paridad (Obstfeld, 1993). En la medida que la estructura realizó ese proceso, los tres problemas principales del sistema analizados previamente (ajuste, liquidez y confianza) hicieron su aparición.

El primer atisbo de una crisis de confianza se produjo con el *gold rush* de octubre de 1960. Los especuladores elevaron el precio del oro en el mercado londinense de los 35 dólares la onza hasta los 40 dólares. Supuestamente el movimiento fue provocado por las expectativas de una victoria demócrata en las elecciones presidenciales americanas de 1960. El discurso de Kennedy de “conseguir que América se mueva de nuevo” (*to get America moving again*) fue interpretado como la voluntad del presidente de seguir una política inflacionaria que podría forzar a Estados Unidos a devaluar su moneda (Solomon, 1977). Las autoridades monetarias americanas tuvieron miedo que la especulación en el mercado pudiera derivar hacia demandas para la conversión y provocar la crisis de confianza que aludía Triffin (1960). Por esa razón, en un famoso discurso el 31 de octubre de 1960, John F. Kennedy dijo que “si salgo elegido Presidente, no devaluaré el dólar. Es más, defenderé su paridad actual y su solidez”¹⁷⁶. Eichengreen (1996) defiende que más que un tema monetario, JFK entendía la estabilidad del dólar como una cuestión de prestigio y en consecuencia, no tenía ninguna intención de devaluar.

¹⁷⁶ “If elected President, I shall not devalue the dollar from the present rate. Rather, I shall defend its present value and its soundness”, citado en Solomon, 1977: 35.

El Tesoro ofreció al Banco de Inglaterra suficiente oro para restaurar la estabilidad. Además, se formó el *Pool del Oro*, por el que los bancos centrales de los países industriales se obligaban a comprar y vender oro al precio de 35 dólares la onza. También durante el período, 1961-1967, Estados Unidos realizó una serie de acuerdos para proteger sus reservas de oro monetario y se crearon unas instituciones y organizaciones para prevenir el drenaje de oro de la Reserva Federal. Éstos incluían los acuerdos *swap* con otros bancos centrales o la emisión de bonos Roosa. Una vía totalmente distinta a las anteriores era disminuir el papel del dólar como moneda reserva. Sin embargo, esta posibilidad era algo que las administraciones de Kennedy y Johnson no estaban dispuestas a contemplar (Volcker & Gyothen, 1992).

Inicialmente, el *Pool del Oro* funcionó razonablemente bien. La nueva producción de oro llegaba a Londres en cuantía suficiente para atender a la demanda. Francia, sin embargo, no realizó demasiados esfuerzos y empezó su campaña contra el dólar en febrero de 1965. El General De Gaulle empezó a presionar para tratar que aumentase el precio del oro. Esa presión llegó a su punto culminante cuando el general retiró a Francia del grupo en 1967. Desde ese momento, la lucha con los especuladores se tornó cada vez más violenta hasta que finalmente, el 17 de marzo de 1968, tras siete años de funcionamiento, el *pool* se disolvía. Se anunció que a partir de ese momento, ya no se remitiría oro al mercado londinense ni a ningún otro; ni se compraría. Simplemente proseguirían las transacciones oficiales entre los bancos centrales a 35 dólares la onza, mientras la cotización del oro en el mercado privado sería determinada por la demanda y la oferta de los particulares. Se había creado el doble mercado del oro.

Un hecho clave, no tanto en sí mismo, sino por el efecto que tuvo sobre las instituciones de la época, fue la política monetaria de la libra, o mejor dicho, las sucesivas crisis de la libra esterlina. La economía inglesa se desarrolló, como se ha analizado con anterioridad, bajo un modelo de *stop and go*. Éste se distinguía por períodos de crecimiento económico en el que disminuía el paro, aumentaba la renta nacional y aparecía un fuerte déficit en la balanza de pagos. Ello exigía, por parte de las autoridades británicas, tomar cartas en el asunto para frenar dicho crecimiento (*stop*). Una vez se habían implementado esas medidas, se producía el equilibrio de la situación internacional y se podía volver a una senda de crecimiento (*go*). Este modelo era una demostración clara que la libra estaba sobrevaluada, y en consecuencia necesitaba de una devaluación. La resistencia a ella se produjo debido a la importancia de la misma como moneda reserva¹⁷⁷. Finalmente, se decidió devaluar la libra en 1967, lo que reforzó todavía más, si cabe, la hegemonía del dólar y abrió la caja de Pandora al eliminar una de las bases del sistema: la confianza. La devaluación de una moneda reserva era posible. A partir de ese momento, las sucesivas oleadas contra la moneda norteamericana provocaron que el Pool del Oro necesitara grandes recursos para hacerles frente. Se tuvieron que vender grandes cantidades de oro hasta la decisión de su cierre.

¿Por qué fracasó el *Pool*? Éste fracasó, además de la postura francesa, por el *one-way-speculation* (la especulación en un solo sentido) que había enunciado Milton Friedman (1953) y que se había observado en otro contexto en el subperíodo precedente, aunque la sustancia era idéntica. Las reglas eran las siguientes. Estados Unidos estaba dispuesto

¹⁷⁷ Esta situación ya se había producido en épocas anteriores. Ver Obstfeld 1993.

a comprar cualquier cantidad de oro a 35 dólares la onza. Por otra parte, los miembros del grupo tenían que proporcionar el suficiente oro para mantener el precio en el mercado de unos 35,17 dólares la onza¹⁷⁸. Los especuladores sólo se arriesgaban a perder la diferencia entre lo que pagasen por el oro y los 35 dólares. No obstante, si se devaluaba el dólar, el beneficio podía llegar a ser enorme. ¿Cuándo se produciría esta situación? Sería posible si las demandas de los especuladores llegaban a reducir de forma considerable las reservas oficiales de oro. En ese momento, si las monedas principales se veían respaldadas de forma insuficiente por oro sólo quedaba un remedio: aumentar el precio oficial del oro; o lo que es lo mismo, devaluar el dólar.

La única salida sería frenar las expectativas de los especuladores. Ello era posible si la balanza de pagos norteamericana mejoraba de forma sustancial. Sin embargo, los Estados Unidos parecían incapaces de restaurar su equilibrio internacional. Los déficits de la balanza de pagos estadounidense habían sido moderados hasta 1958. Posteriormente, la situación se tornó mucho más aguda. Al principio no constituyó ningún problema. Al fin y al cabo, el déficit americano se tradujo en un aumento de las tenencias de dólares por parte de países que querían aumentar sus reservas. No obstante, el persistente déficit conllevó que los principales países europeos y Japón vieran aumentar esos activos en una proporción mayor a la deseada. En ese momento empezó a gestarse el problema de la confianza. Ello propició que en algunos casos, y a pesar de la influencia norteamericana, se hicieran algunas conversiones de dólares en oro. Ello agravó la situación. Así, los lingotes cambiaban de propiedad. Pasaban de propiedad estadounidense a propiedad extranjera. Pero su ubicación no variaba demasiado: de Fort Knox al Banco de la Reserva Federal de Nueva York o a lo sumo, al Banco de Francia.

Por si fuera poco, durante este periodo se produce la existencia de dos fuerzas subterráneas que minarían la relación del dólar con el oro: la escasez en el crecimiento del oro y el aumento de la inflación en Estados Unidos. Y por tanto, se añadirían a otros procesos que implicarían, a la larga, la descomposición del sistema.

5.2.3. El fin del sistema de Bretton Woods

Paradójicamente, “el colapso del sistema Bretton Woods fue uno de los sucesos económicos más detallados y predecidos” (Garber, 1993)¹⁷⁹ con anterioridad. Ello era así, según Eichengreen (1996) porque “en ausencia de un mecanismo de ajuste, el colapso del SMI de Bretton Woods era inevitable. Lo maravilloso es cómo sobrevivió tanto tiempo”¹⁸⁰.

El apartado precedente describió la disolución del *Pool del oro* y la creación del doble mercado. Luego, surge una pregunta inquietante ¿qué impediría a un banco central cualquiera convertir sus dólares en oro a 35 dólares en la Reserva Federal y transportarlo al mercado privado londinense, en el que el precio del oro superaba los 40

¹⁷⁸ El precio oficial más seguro, flete y gastos varios.

¹⁷⁹ “The collapse of Bretton Woods system of fixed exchange rates was one of the most accurately and generally predicted of major economic events” (Garber, 1993: 461).

¹⁸⁰ “In the absence of an adjustment mechanism, the collapse of the Bretton Woods international monetary system became inevitable. The marvel is that it survived for so long” (Eichengreen, 1996: 26).

dólares, y obtener grandes beneficios? Según Bernstein (2002), aunque no hubo un pacto oficial, se deduce la existencia de un acuerdo no formal para hacer frente al problema. En él, los miembros europeos del grupo se comprometerían a abstenerse de convertir dólares en oro mientras durase la guerra de Vietnam. A cambio, los estadounidenses se comprometerían a una cierta disciplina presupuestaria y a tipos de interés más elevados. Por tanto, una institución informal fue la que cohesionó el sistema en su última etapa.

Hacia 1968, se propusieron un número de soluciones al problema de la confianza. Éstas incluían la introducción de un nuevo activo reserva, un aumento en el precio del dólar y la desmonetización del oro (Bordo, 1993b). La creación de un nuevo activo reserva no parecía la solución adecuada en tanto que al ser el nuevo activo convertible en oro, simplemente se cambiaría la dirección de la presión hacia el mismo. Por tanto, se iniciaría otra vez el problema de la confianza.

La segunda propuesta es sólo a corto plazo puesto que salen inmediatamente dos interrogantes. ¿Qué impedimentos harían que ante una situación similar no se recurriera a la misma medida? ¿Qué sucederá cuando en el largo plazo se vuelva a la misma situación?

La tercera opción, la desmonetización del oro, parecía la mejor propuesta. Se trataba de desmonetizar el oro (obviamente) y eliminar cualquier obstáculo a la operativa de un *Dollar Standard*. Los americanos tenían que seguir una política pasiva en su balanza de pagos (*benign neglect*) y estabilizar el precio de sus bienes comerciables. No obstante, ésta tampoco era la panacea dado que los europeos no estaban dispuestos a permitir una hegemonía del dólar y además, sin la convertibilidad en oro, no existía un mecanismo para obligar a los Estados Unidos a seguir una política monetaria estable (Bordo, 1993b). El principio que los EEUU no tuvieran una política cambiaria independiente fue respetado hasta que el Presidente Nixon insistió en que el dólar debía ser devaluado en 1971 (Mc Kinnon, 1993). Aunque Nixon actuara de acuerdo con el espíritu del Tratado de Bretton Woods que contemplaba la flexibilidad del tipo de cambio, la devaluación propuesta del dólar violaba las instituciones informales del dólar standard.

El aumento de la inflación en los Estados Unidos y en el resto del mundo estuvo íntimamente relacionado con el crecimiento de la masa monetaria y del crecimiento del dinero en relación a la producción real (Bordo, 1993b). La política monetaria expansiva a principios de los 60 reflejaba la creciente preferencia de las autoridades por el pleno empleo en relación a la estabilidad de precios; por tanto, un cambio de las instituciones informales había tenido lugar (Eichengreen, 1996). Posteriormente, a mediados de los 60, la evolución se hizo evidente con la presencia de los déficits presupuestarios asociados a la Guerra de Vietnam y al incremento de programas sociales. La Guerra de Vietnam comportaba un problema añadido a los del déficit presupuestario y la inflación, y es que se estaba financiando una guerra impopular con el consecuente malestar en la población.

Las presiones sobre el SMI se multiplicaron en la primavera de 1971. En ese momento, los países europeos adoptaron políticas monetarias restrictivas para frenar la inflación. Ello provocó la conversión de dólares en diversas monedas europeas y en particular en marcos. Las autoridades monetarias alemanas, ante el incremento de su masa monetaria, se encontraron ante una difícil tesitura. Por un lado, renunciaban a su política monetaria

y mantenían el nivel de tipos de interés de los Estados Unidos, que era relativamente bajo. Esta postura tenía un efecto secundario: no podían luchar contra la inflación. Por otro lado, podían aumentar sus tipos de interés y con ello, parar la inflación. Sin embargo, ello podía implicar una revaluación del marco para contrarrestar la entrada de capitales atraídos por unas tasas más elevadas de rentabilidad. El Gobierno alemán dio preferencia a la lucha contra la inflación y optó por esta segunda posibilidad. Inicialmente trató de mantener la paridad. Ello comportó un fuerte incremento de sus reservas. Sin embargo, en mayo de 1971, con una especulación masiva hacia el marco, tuvo que cambiar de actitud y abandonó el tipo de cambio fijo. El marco y el franco suizo pasaron a una situación de flotación. En ese momento, se hizo notar con fuerza una cierta presión, tanto desde el ámbito académico como oficial, para una mayor flexibilidad en el tipo de cambio.

En agosto de 1971, la flotación se había extendido a las monedas principales. Además, los Estados Unidos seguían experimentando fuertes presiones para la conversión, en oro o en divisas, de los saldos en dólares acumulados por otros países. En estas condiciones el presidente Nixon se vio obligado a declarar, formalmente, la inconvertibilidad del dólar en oro el 15 de agosto de 1971. Además, se adoptaron unas medidas adicionales como una sobretasa (del 10%) sobre mercancías importadas y una reducción de la ayuda económica a países extranjeros (también en un 10%). Ello significaba, desde el punto de vista internacional, la ruptura definitiva del SMI de posguerra, puesto que se quebraba la piedra angular del sistema: el nexo entre el dólar y el oro.

La agonía, en el sentido de lucha, entre instituciones estaba servida. Por un lado, las autoridades americanas, que consideraban que la paridad del dólar no debía modificarse y que la forma de llegar a una nueva alineación debía ser la flotación libre. De esta forma, es decir, sin intervenciones oficiales, se determinaría el nuevo equilibrio. Por otro, los países europeos, que mantenían que el dólar tenía que devaluarse y que el reajuste global de paridades tenía que ser decidido a través de una negociación. Finalmente, dominó el punto de vista europeo.

El llamado Grupo de los Diez se reunió en Roma, en noviembre de 1971. Los representantes americanos aceptaron finalmente la idea de una devaluación del dólar, con la condición que el nuevo cambio implicara una mejora sustancial de su balanza de pagos. Pocas semanas después, los días 17 y 18 de diciembre tuvo lugar una nueva reunión en el Smithsonian Institute de Washington. Las principales conclusiones fueron dos. En primer lugar, se decidió una realineación general de los tipos de cambio de los principales países. Ésta incluía una devaluación del 9 por 100 del dólar, siendo la nueva paridad con el oro de 38 dólares la onza, y revaluaciones del marco, yen, franco belga, franco suizo y florín. La segunda medida atañía a una mayor flexibilidad de los tipos de cambio. Se ampliaban los márgenes de fluctuación permitida alrededor del nivel de paridad. Desde aquel momento dejaban de ser del uno por ciento (1%) para establecerse en un dos con veinticinco por ciento (2,25 %) y por tanto, se pasaba de una banda del dos por ciento (2%) a una del cuatro y medio por ciento (4,5%).

Los acuerdos de Washington pretendieron dar una solución definitiva al problema del ajuste, dentro del sistema monetario existente. En ese sentido cabe destacar la afirmación de Nixon al considerar el Acuerdo del Smithsonian como “el acuerdo monetario más importante en la historia de la humanidad” (Wall Street Journal, 1971). Sin embargo, en lo fundamental no había existido ninguna modificación y lo que era

peor; si el dólar podía haber sido devaluado una vez, no había ya razón para dudar que podía suceder de nuevo.

En junio de 1972 se produjo una nueva crisis especulativa. Esta vez le tocó el turno a la libra esterlina, y el resultado no pudo ser más desalentador para la estabilidad del sistema. Las autoridades inglesas decidieron abandonar la nueva paridad de su moneda y aceptar un nuevo régimen de tipo de cambio: la flotación. Ello significó su devaluación *de facto*. Los acuerdos de Washington habían permanecido sólo durante siete meses. La situación fue cada vez peor en 1973. Los especuladores volvieron la vista otra vez hacia el marco alemán. La Reserva Federal y el Bundesbank, en una operación concertada, trataron de mantener el alud que se les venía encima. El 12 de febrero, lunes, los Estados Unidos anunciaron una nueva devaluación. Esta vez sería del 10 por 100, con lo que la paridad con el oro se disparaba hasta los 42 dólares por onza. La decisión se tomó tras un fin de semana de consultas y negociaciones. Casi ningún país siguió al dólar en su modificación de la paridad de forma que su impacto sobre la balanza de pagos americana no se vio contrarrestado. Esa medida se reveló también insuficiente para convencer al mercado. El 1 de marzo, después de una nueva escalada especulativa, se decretó el cierre de los mercados de divisas. Éste se prolongaría hasta el 19 de marzo de 1973, fecha en que finalizó definitivamente el sistema de Bretton Woods.

En resumen, el sistema fue incrementando su inestabilidad hasta “cerrar la ventana del oro” (*closed the Gold Window*) en agosto de 1971. El colapso del sistema fue provocado por una aceleración de la tasa de inflación mundial, en gran parte consecuencia del incremento de la inflación en los Estados Unidos. Ese aumento estaba íntimamente relacionado con el crecimiento de la masa monetaria y con el incremento de la masa monetaria en relación al crecimiento de la producción real. El mecanismo de transmisión al resto de mundo fue el clásico mecanismo del flujo de la especie¹⁸¹ aumentado por los movimientos de capital (Bordo, 1993). Además, la inflación mundial fue agravada por políticas monetarias y fiscales expansivas en el resto de los países industrializados, puesto que sus gobiernos adoptaron políticas de estabilización de pleno empleo. La única alternativa a la importación de la inflación americana era la flotación, y ése es el camino que siguieron todos los países en 1973.

5.3. Argentina durante las instituciones formales de Bretton Woods

Antes de la finalización de la II Guerra Mundial, se produjo un golpe de estado en Argentina. Concretamente, el 4 de junio de 1943, un gobierno militar se hizo con el poder. Éste fue ejercido sucesivamente por Pedro Pablo **Ramírez** y Edelmiro J. **Farrel**. El gobierno militar tomó dos decisiones, una externa y otra interna, que condicionaron no sólo su mandato, sino también los posteriores. La decisión “externa” hace referencia a la entrada del país en la Segunda Guerra Mundial, en marzo de 1945, al declarar la guerra a los países del Eje. La “interna” fue la nacionalización del Banco Central en 1946.

¹⁸¹ Véase el apartado 4.1.1. de la presente investigación.

El coronel Juan Domingo **Perón** fue también uno de los miembros más destacados del gobierno militar. Ello le permitió ganar las elecciones del 24 de febrero de 1946, aunque su “victoria popular” se hubiera producido unos meses antes, concretamente, el 17 de octubre de 1945. Entre ésta elección y la última en 1973, se produjeron numerosos avatares: golpes de estado, proscripción de partidos, exilio de Perón, secuestro de un cadáver... todo ello con tres organizaciones distintas y cada una con sus instituciones: los sindicatos, la iglesia y el ejército.

5.3.1. La Argentina entre 1946 y 1958: el Peronismo

“El principio de “libertad económica” no se vulnera, ni siquiera se empaña, cuando el Estado “dirige la economía”, de la misma manera que la libertad de transitar libremente por el país no queda afectada cuando se encauza o se dirige por determinadas rutas, en vez de permitir que, galopando a campo traviesa, se causen daños irreparables a terceros, sin conseguir, de paso, provecho alguno para el viajero”.

JUAN DOMINGO PERÓN

Perón fue elegido democráticamente en febrero de 1946 y fue reelecto en 1951. Su segundo mandato no finalizó puesto que fue depuesto por un golpe militar en septiembre de 1955. Sin embargo, durante todo ese período fue la figura central de la política argentina. Tal es su importancia, que Romero (2001) no duda en afirmar que **Perón** y el **peronismo** imprimieron a la vida del país un giro sustancial y perdurable. En esa misma dirección, Seoane (2004) manifiesta que a lo largo del s. XX existen dos movimientos sin los cuales es imposible entender la historia de la argentina: el radicalismo y el peronismo. Por estas razones, es imprescindible analizar qué política económica tenía en mente Perón para entender los sucesivos pasos, algunos vacilantes, que dio el país en esa época.

En el discurso de Perón aparecen claramente dos ejes: la justicia social y ciertas actitudes nacionalistas. El primero de los ejes es de vital importancia. Tanto es así que su idea derivó hacia la doctrina llamada “justicialista” y que posteriormente, incluso dio nombre al partido de Perón. Sin embargo, antes de profundizar en ese concepto, es interesante observar las organizaciones que soportaron al coronel en su ascenso. En las elecciones de 1946, Perón es aupado al poder con los apoyos de los sindicatos, la Iglesia y los militares, quizá incluso por este orden. De esta configuración podría deducirse la concepción que Perón tenía de los distintos estamentos. En palabras de Gerchunoff & Llach (2003: 169), “los militares, el “ejército que cuida, los sindicatos, “el ejército que produce” y la Iglesia (...) era la fuente de “poder moral””.

Sin embargo, y a pesar de dicha contextualización, Perón intentó por todos los medios diferenciarse de las ideas izquierdistas. Por esta razón, acuñó el concepto “armonía de clases” en contraposición al de “lucha de clases”. Según el propio de Perón,

“Buscamos superar la lucha de clases, suplantándola por un acuerdo justo entre obreros y patrones, al amparo de la justicia que emana del Estado”¹⁸².

¹⁸² Citado en Gerchunoff & Llach, 2003: 170.

Por tanto, visualizaba al Estado como una organización garante de la justicia y en medio de las otras con el fin de ayudar al desarrollo de la nación. La concepción equidistante del Estado argentino por parte de Perón, no sólo se observó en el aspecto interno, sino que también en el externo. La solución se denominó “Tercera Posición”. Ésta se basaba en una relación de independencia tanto de los Estados Unidos como de la Unión Soviética. Paradójicamente, esa equidistancia casi se rompió al inicio de su mandato, cuando en su ascenso emergió de forma abrupta el nacionalismo argentino. Ello fue gracias a una particular dialéctica con el embajador norteamericano en Argentina, Spruille Braden. La efervescencia fue tal que una de las consignas en las elecciones fue “Braden o Perón”. Además, la visión de moderación no tiene el consenso entre sus coetáneos. Así, Díaz-Alejandro (2002) llega a afirmar en sus Ensayos de la Economía Argentina que el apoyo multitudinario al general Perón se debió a un programa, de mejores salarios y de reformas sociales, inspirado en un nacionalismo extremo.

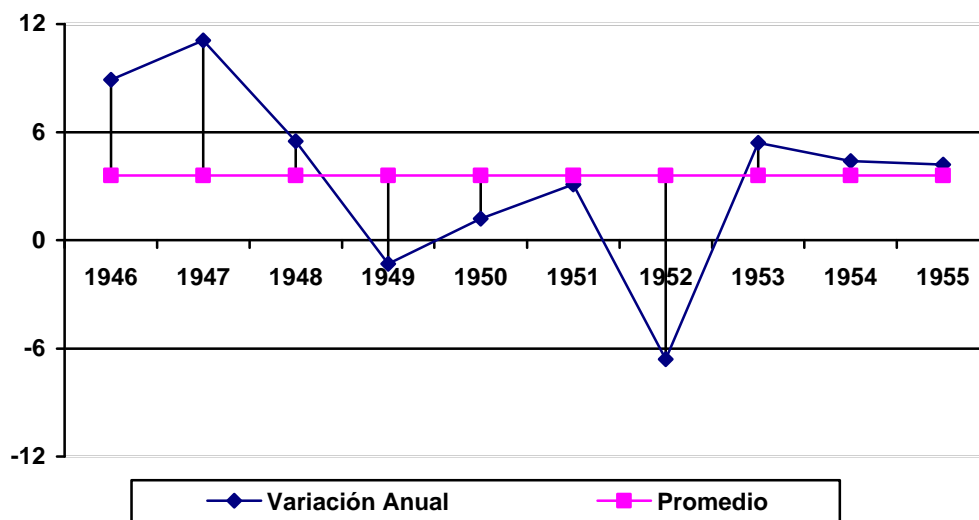
En el plano económico, la institución formal dominante en el periodo anterior, plasmada en el Plan Pinedo de 1940, se basaba en la estimulación de las industrias “naturales”, en una asociación con Estados Unidos para sustentar ese crecimiento y cierto equilibrio entre el sector industrial y el agropecuario (Llach, 1984). Perón, por el contrario, presentaba una ruptura con esas ideas liberales tradicionales. Sin embargo, no se contraponía a las nuevas ideas económicas. Es decir, sus directrices no estaban alejadas de las instituciones informales de la época. El triunfo del Keynesianismo y la consideración de los problemas distributivos estaban en primera línea del pensamiento económico. En ese sentido sus pilares económicos fueron dar una mayor importancia al mercado interno, el papel central de la industrialización y una defensa del pleno empleo. Los dos primeros provocaron que la nacionalización de la economía y su control por el Estado fueran una de las claves de la política económica. El otro aspecto fundamental apoyado en esos dos pilares era la estrategia de sustitución de importaciones. El tercero tuvo que ver con el mantenimiento de una de las organizaciones que la había apoyado (los sindicatos) y la elevación de su nivel de vida. La financiación de esa política económica pudo llevarse a cabo gracias a las abundantes reservas de divisas que se había acumulado durante la guerra y la inmediata posguerra.

La coyuntura económica de los mandatos de Perón puede observarse en la Tabla 13. Aquélla puede subdividirse en tres etapas bastante diferenciadas, con características distintivas. Aunque el crecimiento del PIB durante esos años es de un promedio del tres con seis por ciento (3,6%), la evolución no es en absoluto constante sino que presenta una elevada variabilidad (Véase Figura 12).

La **primera etapa** comprendería entre 1946 y 1948 (Véase Tabla 13). Recién terminada la II Guerra Mundial, es un período próspero para el país. Las economías europeas están devastadas por la guerra y necesitan alimentos básicos. Los superávits comerciales se acumulan. Sin embargo, ese fenómeno no obedece a un gran desarrollo de la economía argentina, sino a las dificultades para que aumenten las importaciones. En esa dirección Gerchunoff & Llach (2003) hablan de la importancia del cambio de aforismo: se pasa de “comprar a quien nos compra” a “vender a quien nos vende”. Es decir, las exportaciones aumentan pero es imposible hacerse con algunos bienes necesarios para el futuro desarrollo del país (Diéguez, 1969), lo que era básico en la estrategia de sustitución de importaciones. En ese sentido cabe destacar la suspensión de la convertibilidad de la libra en agosto de 1947. Ello supuso un duro golpe para la economía argentina, dado

que le impedía utilizar el superávit comercial que tenía con los británicos para cancelar deudas fuera del área de la libra.

Figura 12: Tasa de crecimiento anual del PIB, 1946-1955



Fuente: CEPAL, 1958.

Un hecho destacado es la expansión salarial sin precedentes. Era un elemento esencial para entender la relación entre los trabajadores y Perón, y estaba en la línea de las instituciones informales de la época. Por ejemplo, la compañía Ford en Estados Unidos pagaba salarios más elevados con la finalidad que sus obreros pudieran comprar sus propios automóviles y de esta forma ayudar no sólo a la empresa, sino a la reconstrucción nacional a través del incremento de la demanda interna o del mercado interior.

Tabla 13: PIB, tasa de crecimiento del PIB y componentes del PIB en Argentina, 1946-1955

Año	PIB	PIB (% crec)	Consumo	Inversión
1946	50.035	8,9	37.698	11.007
1947	55.600	11,1	42.451	17.470
1948	58.679	5,5	44.505	17.464
1949	57.888	-1,3	44.660	14.667
1950	58.599	1,2	45.466	14.735
1951	60.423	3,1	46.000	15.530
1952	56.411	-6,6	43.811	13.448
1953	59.499	5,4	44.649	13.143
1954	62.072	4,4	46.525	14.325
1955	64.661	4,2	49.794	15.427

Fuente: CEPAL, 1958.

Nota: En millones de pesos de 1950

El primer Plan Quinquenal (1947-1951) representaría la primera institución formal desarrollada por el régimen peronista. En él se describen unas directrices de política nacionalista y estatizante que estaban en concordancia con las tendencias de la época. Todavía llegaban los ecos del *New Deal* del presidente Roosevelt y las nacionalizaciones del laborismo inglés de 1945. La segunda institución formal fue la Constitución de 1949, que sustituiría a la de 1853. En ella, la doctrina peronista pasaba a ser doctrina nacional, en un intento del régimen de “peronizar” al país. En cuanto a materia económica, es destacable la modificación del artículo 40. Con la nueva redacción, el estado monopolizaría el comercio exterior y adquiriría la propiedad de los servicios públicos y de las fuentes de energía. Por tanto, en esta primera etapa el crecimiento de la demanda agregada lo protagonizaron el gasto del estado y el incremento de los salarios. De esta forma, el gobierno ayudaba al desarrollo económico y al incremento de equidad.

El estatismo se manifestaría en el comercio exterior a través de la creación de una organización, el Instituto Argentino para la Promoción del Intercambio (IAPI), que canalizaba las ventas de los productos. La idea no puede calificarse de novedosa en tanto se creó siguiendo las tendencias internacionales. Así, Canadá (Canadian Wheat Board), Australia (Australian Wheat Board) y los Estados Unidos (Commodity Credit Corporation) tenían organismos similares.

El esquema de Perón empezaría a hacer aguas en 1949 cuando se abrieron dos grandes vías. Éstas eran la balanza comercial y la inflación. Ello marca el inicio de la **segunda etapa** (Véase Tabla 13). La coyuntura externa favorable empezó a decaer ese año (Véase Tabla 14). Por un lado, los precios de los alimentos básicos (cereales y carne) volvieron a la normalidad, después que las depauperadas economías europeas empezaran su recuperación. Además, los dólares del Plan Marshall no llegaron a ningún país latinoamericano puesto que sus productos competían con los estadounidenses y su objetivo era la recuperación de las economías europeas. Por otro, las reservas acumuladas durante la guerra se habían agotado. Al gobierno le quedaba la esperanza de un nuevo conflicto bélico y la verdad es que indicios no le faltaban. En ese sentido, hay que mencionar la crisis de Berlín o la guerra de Corea para entender que los anhelos gubernamentales tenían cierta base real.

Tabla 14: Balanza Comercial en Argentina, 1949-1952

Año	Exportaciones	Importaciones	Saldo
1949	933,8	1.072,6	-138,8
1950	1.167,6	1.045,4	122,2
1951	1.169,4	1.480,2	-310,8
1952	687,8	1.179,3	-491,5

Fuente: CEPAL, 1958

Nota: datos en millones de dólares

En cuanto a la inflación, el último vestigio de convertibilidad fue eliminado ese mismo año. La cláusula que obligaba al Banco Central a respaldar la base monetaria como

mínimo con un veinticinco por ciento (25 %) de reservas internacionales era anulada. Esta medida junto con la nacionalización bancaria de 1946 permitiría al gobierno el desarrollo de una política monetaria a su medida. Para algunos peronistas, la inflación era un mal necesario; en el caso que la consideraran un mal (Romero, 2001). Ello suscitaba interesantes reflexiones: ¿hasta qué punto la inflación estaba relacionada con las dificultades cambiarias de la posguerra? o ¿fue la inflación la que dio lugar a las dificultades cambiarias, o viceversa?

Según Díaz-Alejandro (2002), era la escasez de divisas la que originaba la inflación. Ello, según el mismo autor, unido a la especial estructura del comercio exterior implicaría que los planes de estabilización fracasarían a menos que se consiguiera que los ingresos en divisas aumentaran en tasas no muy inferiores a la tasa de crecimiento anual deseada. Naturalmente, ello era imposible en la Argentina de la época a no ser con la aportación del capital extranjero. Sin embargo, durante el primer mandato presidencial ello fue imposible.

La **tercera etapa** se inicia con el Plan de Estabilización Económica de 1952 (Véase Tabla 13). Éste tenía como objetivos básicos el intento de detención de las dos vías de agua: la inflación y el déficit comercial externo. En ambos sentidos, aquél tenía una sola idea: austeridad. Ésta se implementaría a través de medidas más “ortodoxas”, tales como la restricción del consumo, el fomento del ahorro y el aumento de la productividad. El éxito del Plan se observa en la Tabla 5.1. Pero, la política de austeridad castigaba los consumos populares y por tanto, provocaba cierto descontento en la base social del peronismo. Por si fuera poco, un mazazo zarandeo el imaginario colectivo del país: Evita moría el 26 de julio.

La naturaleza de los problemas (inflación y déficit comercial) hacía pertinente la actuación en dos frentes, interno y externo. Así, a nivel interno, Perón y los conductores de la política económica creyeron que una de las salidas a la crisis pasaba por la profundización en la estrategia de sustitución de importaciones; es decir, por el incremento de la producción local de maquinaria y materias primas industriales y la exportación de combustibles. La organización que debía liderar la “profundización” o “integración” de la industrialización argentina era, desde luego, el mismo estado en línea con los pilares del peronismo. Esas ideas se plasmaron en otra institución formal: el Segundo Plan Quinquenal (1953-1957). Éste era mucho más específico que el anterior y que debía tener vigencia entre 1953 y 1957. Para reducir a la inflación se redujo el consumo interno, en un movimiento paralelo al Plan de 1952. Además de regulaciones, Perón hizo una apelación a la reducción voluntaria y consciente del consumo, de sorprendente efecto, en una clara demostración de cómo las instituciones informales que pueden determinar el rumbo económico.

Por otro lado, en el frente externo, las prácticas peronistas a los problemas de pagos externos estaban en concordancia con las que se tomaban en otros países. El control de cambios se reforzaba o se relajaba según la gravedad de la coyuntura. En cuanto al tipo de cambio, éste no era único. Convivían varios tipos de cambio, cada uno aplicado a un conjunto distinto de productos, lo que no dejaba de ser una devaluación encubierta.

La inversión de origen interno, fuera pública o privada, era insuficiente para aumentar sensiblemente la productividad y para reducir el peso de ciertas importaciones en su balanza de pagos (Díaz-Alejandro, 2002). No era sólo que no se contara con el ahorro

necesario; el problema principal seguía siendo la escasez de divisas para comprar en el exterior los bienes de capital necesarios. Finalmente, el gobierno se decidió a tomar el único camino viable: recurrir a la inversión extranjera. Esta vía ya se había apuntado en el segundo Plan Quinquenal en el que se declaraba la importancia del capital extranjero y se abría la posibilidad de que participaran en los servicios. Esto constituía una clara vulneración del artículo 40 de la Constitución. Sin embargo, una ley plasmó el nuevo espíritu del gobierno. Esa era la disposición 14.222 de 1953, denominada ley de Radicación de Capitales. Si bien establecía importantes objeciones a la repatriación de ganancias y otras medidas, suponía un cambio fundamental respecto a los postulados peronistas iniciales.

No obstante, la concurrencia de capitales extranjeros no contaba con la conformidad de todo el mundo. Así, mientras unos los imaginaban como la piedra filosofal, para otros era el caballo de Troya. Seguramente por esa razón, uno de los criterios especificados en la ley y que el Poder Ejecutivo debía tener en cuenta en el momento de aprobar una inversión extranjera era “que la actividad a la que se destine la inversión contribuya a la realización del desarrollo económico previsto en los planes de gobierno, traduciéndose directa o indirectamente en la obtención o economía de divisas”¹⁸³.

A finales de 1954, la Iglesia Católica, una de las tres organizaciones que había soportado al peronismo, pasaba a la oposición. Las causas del cambio de postura fueron varias. Perón, por ejemplo, derogó la ley que imponía la enseñanza religiosa en las escuelas públicas. Más grave fue la propugnación de la separación de la Iglesia del Estado. Ello significaba el fin del sostén económico estatal. Finalmente, siguiendo la estrategia del Vaticano de impulsar la construcción de partidos demócratas cristianos, se fundó el Partido Demócrata Cristiano. Al gobierno pareció turbarle la conspicua intromisión de la Iglesia en la política.

El 16 de septiembre de 1955 estalló en Córdoba una sublevación militar que encabezó el general Eduardo **Lonardi**. Las fuerzas “leales” manifestaron poca voluntad para combatir a los sublevados. A partir de ese momento, los hechos se precipitaron. El 20 de septiembre Perón se refugiaba en la embajada de Paraguay. El 23 de septiembre el general Lonardi se presentaba en Buenos Aires como presidente provisional de la Nación.

Al día siguiente de la victoria se advirtió la heterogeneidad del frente que había coincidido para derribar al presidente Perón. Lonardi proclamó que “no había ni vencedores ni vencidos” (Seoane, 2004). Sin embargo, el 13 de noviembre, apenas dos meses después de su designación, debía renunciar. Su lugar fue ocupado por el general Pedro E. **Aramburu**, más afín a los sectores liberales y antiperonistas. Ello se plasmó en la prohibición de cualquier propaganda favorable al peronismo, así como la mera mención del nombre de quien desde entonces empezó a ser designado como “el tirano prófugo” o el “dictador depuesto”. Además, se derogó por decreto una de las instituciones formales clave para el peronismo: la Constitución de 1949.

A partir del golpe militar de Lonardi, la Argentina comenzó a acercarse a los lineamientos que en materia de política exterior los Estados Unidos habían diseñado para América Latina en el marco de la Guerra Fría. La **REVOLUCIÓN**

¹⁸³ Citado en Gerchunoff & Llach, 2003: 228.

LIBERTADORA tenía objetivos algo más claros y más limitados que los golpes de estado anteriores de 1930 y 1943. Se trataba entonces de volver a la normalidad constitucional, una especie de “democracia sin Perón”. Esta tendencia se enmarcaba en un mundo en el que se concluía la reconstrucción de la posguerra y se encontraba en plena Guerra Fría. En ese sentido la consigna democrática del gobierno militar coincidía con las directrices políticas de Occidente. En ellas, la democracia liberal constituía el Telón de Acero frente al Este.

La breve administración de Lonardi contrató a Raúl Prebisch. La contratación tenía como fines diagnosticar la salud económica nacional y diseñar una política coherente. Sus trabajos dieron como fruto, en octubre de 1955, el *Informe preliminar acerca de la situación económica*. El llamado *Informe Prebisch* subrayaba la gravedad de dos problemas: las dificultades de la balanza de pagos y la inflación. Es decir, seguían los problemas tanto en el frente externo como en el interno.

La situación exterior venía caracterizada, según Prebisch, por la imposibilidad de aumentar las importaciones. Esta dificultad se debía a las limitadas exportaciones agropecuarias. Por tanto, en el corto plazo, se requerían ajustes en el tipo de cambio para hacer más rentable la exportación. Por esa razón, Eduardo Folcini, ministro de Economía de Lonardi, procedió a practicar una fuerte devaluación y unificar el tipo de cambio. Así, de un régimen de tipos de cambio múltiples se pasó a un régimen de tipo de cambio fijo. Numéricamente, se pasó de tres tipos de cambio entre preferenciales y no preferenciales (de 5 dólares, 7,5 dólares y 15 dólares por un peso moneda nacional) a una única cotización de 18 dólares.

Esa apertura al comercio exterior, así como la búsqueda de mayor participación de los capitales extranjeros, llevó a la incorporación del país a las organizaciones internacionales. Asimismo, se alineaban con los planes que los Estados Unidos tenían para la región latinoamericana. De esta forma, con el decreto 15.970 del 30 de agosto de 1956, Argentina entraba a formar parte de los acuerdos de Bretton Woods. Además, se incorporaba al FMI y al Banco Mundial y se estableció que su cuota sería de 150 millones de dólares. Éstos, según los Artículos del Tratado¹⁸⁴, debían ser el veinticinco por ciento (25%) en oro y el resto en moneda nacional. Con el ingreso, se obtuvo la ayuda de esos organismos y se inició una voluble relación que dura hasta nuestros días. Esa ayuda se concretó en un préstamo a corto plazo y unas recomendaciones. El crédito junto con la pérdida de reservas se esperaba que financiara el déficit externo.

Las recomendaciones del FMI incluían una serie de políticas “ortodoxas”. Entre ellas, cabe destacar el cese de subvenciones a sectores “artificiales”, abrir los mercados y estimular las actividades de exportación tradicionales. Es decir, medidas similares a las que figuraban en el Plan Pinedo (1940). Sin embargo, existía una política alternativa. Ésta era elaborada en el ámbito de la Comisión Económica para la América Latina (CEPAL). Desde ese momento, la receta “monetarista” (FMI) y la “estructuralista” (CEPAL) compitieron en la región. Eso produjo un choque de instituciones.

A pesar del ingreso en esas organizaciones internacionales, no se realizó ningún cambio sobre el capital extranjero. Las opiniones al respecto, seguían divididas. Además, la escasez de dólares se manifestaba a nivel mundial y no sólo en la Argentina como se

¹⁸⁴ Ver Artículo III, Sección 3, Apartado b) del Tratado Constitutivo del FMI.

detalló en el apartado anterior. En consecuencia, debían buscarse nuevas fórmulas. Una consistió en reemplazar los convenios bilaterales de pagos con países europeos por un sistema multilateral de pagos. Éste constituyó el denominado “Club de París”. En virtud de este convenio, los pagos internacionales que involucraran a las naciones integrantes del club¹⁸⁵, podrían realizarse en cualquiera de sus respectivas monedas que, a su vez, eran convertibles entre sí.

En cuanto a la situación interior, destaca la elaboración de un escrito, en enero de 1956, denominado *Moneda sana o inflación incontenible*. Éste se conoció popularmente como *Plan Prebisch*. Los modos de la estabilización serían los “ortodoxos”: reducción de la tasa de creación de dinero paralela a la corrección del déficit fiscal. Además, se preveía la disminución del empleo estatal y una mayor racionalidad en el manejo de las empresas públicas. Ello debía implicar forzosamente una disminución del gasto público.

La lucha contra la inflación, sin embargo, tampoco estaba exenta de polémicas intelectuales. Por un lado, una vertiente más ortodoxa, encabezada por Álvaro Alsogaray, defendía que las causas de la misma se debían al uso del crédito, fuera interno o externo. Por el otro, se encontraba un grupo que defendía las expectativas inflacionarias, como elemento principal. Entre éstos últimos destacaba el que fue posteriormente ministro de economía, Krieger Vasena. Por esta razón, argumenta de Pablo (1975), que Vasena era partidario de un tipo de cambio fijo que redujera las expectativas de los agentes económicos.

La precariedad de la política económica de esos años se comprueba con sólo contar la cantidad de ministros de Economía que actuaron durante el gobierno provisional: cuatro en menos de tres años (Véase Anexos). Éstos fueron Folcini, Blanco, Verrier y Krieger Vasena. En 1957, las dificultades económicas así como una creciente conflictividad social hicieron que el gobierno provisional empezara a pensar en el restablecimiento de la democracia. Con ese motivo se convocaron las elecciones presidenciales.

Fronidzi se impuso en las elecciones del 23 de febrero de 1958. Sin embargo, su elección no deja de tener rasgos pintorescos. El principal fue la negociación con el propio Perón para su apoyo electoral a cambio del futuro levantamiento de las proscripciones. En ese sentido, gracias al pacto entre Frondizi y Perón, aquél obtuvo 4.070.000 votos frente a los 2.550.000 de Balbín (su oponente). Los militares llegaron incluso a discutir la hipótesis de no entregar el poder, pero luego se impuso entre ellos la línea “legalista”: Frondizi sería “un rey en constante jaque, ejercería la presidencia pero las Fuerzas Armadas conservarían el poder” (Lanata, 2003).

En una primera etapa, antes de 1959, el gobierno de Frondizi se caracterizó por la adopción de unas políticas desarrollistas. La fuerte expansión que provocaron dichas políticas hizo, de forma más que probable, que la crisis de finales de 1958 fuera más intensa que las anteriores (1952 y 1956). Sus características principales, difícilmente podían ser otras, eran una fuerte inflación y las dificultades en la balanza de pagos. Díaz-Alejandro (2002) definió que estas crisis estructurales de la economía argentina tenían su origen en el “estrangulamiento”. El término ilustraba el fenómeno recurrente consistente en que cada vez que la economía se expandía, aumentaban las importaciones y empeoraba la balanza de pagos. Entonces, entraban en la operativa las medidas

¹⁸⁵ Éstas eran Austria, Bélgica, Dinamarca, Francia, Italia, Noruega, Alemania Federal, Inglaterra, Suecia y Suiza.

habituales: control de cambios, elevar los aranceles aduaneros y establecer cuotas, entre otras. El gobierno anterior, el de la revolución libertadora, había modificado parcialmente ese mecanismo al depreciar la moneda. Se confiaba en que un tipo de cambio devaluado desalentaría las importaciones y estimularía las exportaciones. Sin embargo, el comercio entre 1955 y 1957 siguió siendo deficitario. El deterioro de los precios de exportación tuvo parte de culpa.

Cuadro 8: ¿Qué fue el desarrollismo?

Su punto de partida eran una serie de políticas aplicables a todas las regiones del mundo que todavía no habían completado su industrialización.

Un primer postulado sobre el que se basaba el desarrollismo era el pesimismo respecto a las exportaciones de productos primarios. Desarrollarse era desarrollar las manufacturas hasta transformarse en una economía enteramente industrializada. La clave era la expansión “vertical”, es decir, la integración de las actividades de producción de insumos y bienes de capital a las ramas ya más extendidas.

Se creía que sólo así podía quebrarse lo que se llamaba por entonces “trampa de la pobreza”. La forma más habitual de este mecanismo de causalidad tenía que ver con la capacidad de ahorro e inversión. Se argumentaba que los países más pobres ahorraban una proporción menor de su ingreso que las naciones desarrolladas. Como consecuencia de ese bajo ahorro, invertían poco y por lo tanto crecían lentamente, quedando condenados ad infinitum a la pobreza.

Según la sombría fórmula de Nurkse, “los países pobres son pobres porque son pobres”.

Ante esta tesitura, el gobierno de Frondizi buscó una salida al problema. La encontró con la aportación de capital extranjero, al igual que otros gobiernos anteriores. Por esa razón, en diciembre de 1958 pidió ayuda al FMI y se elaboró un Plan de Estabilización. Además, desde el estado se especulaba que el nuevo período de *coexistencia pacífica* entre las dos grandes potencias, Estados Unidos y Unión Soviética, permitiría una liberación de recursos. La evolución política internacional no era la única que iba en esa dirección. El desarrollismo tenía un alcance continental. La visualización mundial se observó en 1961 cuando los Estados Unidos refrendaba la Alianza para el Progreso. Ésta era un sistema de ayuda técnica y financiera para los países de América Latina dirigido a combatir la pobreza mediante el desarrollo.

Así, con estas directrices en mente se dictaron determinadas instituciones formales. En primer lugar, se sancionaron la ley 14.780 de Radicación de Capitales y la 14.781 de Promoción Industrial. Esas reglamentaciones permitían a los inversores extranjeros libertad para remitir sus ganancias a sus países de origen e incluso repatriar el capital. En segundo término, se anunció un acuerdo con el FMI por el que se otorgaba un crédito *Stand By* por 75 millones de dólares. Este préstamo tenía un doble objetivo. Por un lado, conseguir fondos para que el Banco Central pudiera intervenir en el mercado cambiario con el objetivo de evitar una elevada volatilidad. Por el otro, garantizar que

el esfuerzo de estabilización y contención del gasto no condujera a comprometer los objetivos del futuro plan de desarrollo.

Naturalmente, estas instituciones formales sólo tenían credibilidad, que no capacidad de hacerlas cumplir, si se eliminaba el déficit fiscal (Kydland & Prescott, 1977). Por ello, se pensó que era necesaria una profunda reestructuración y racionalización del aparato burocrático del Estado. En ella, se contemplaba tanto la reducción del déficit de la administración como el de las empresas públicas. En diciembre de 1958, se elaboró un Plan de Estabilización y Desarrollo. Éste abarcaba distintas medidas.

Una de las áreas donde más radicalmente cambiaron las cosas fue el sector externo. El gobierno tomó la decisión de unificar y liberalizar el tipo de cambio. Éste fluctuaría de acuerdo con la oferta y la demanda de moneda extranjera y el Banco Central podría intervenir para asegurar la estabilización. Es decir, Argentina se encontraría bajo un régimen de flotación sucia. La gran depreciación que suponía (correctamente), iba a producirse como resultado de la liberación cambiaria, tendería inevitablemente a beneficiar a los exportadores, básicamente del sector primario. Asimismo, el gobierno impuso unos impuestos sobre las exportaciones, de entre un diez (10%) y un veinte por ciento (20%), como forma de atenuar ese impopular aumento del precio de los alimentos. Estas medidas fueron las precursoras de la denominada “sobrevaluación compensada” de 1967.

Díaz-Alejandro (1965) manifestó que de todos los varios planes de estabilización alternativos sugeridos por los economistas del FMI, el Presidente Frondizi escogió personalmente el más duro y austero. El interés de la nueva administración en atraer cantidades ingentes de capital extranjero podía haber sido la causa de dicha actitud. En consecuencia, se vuelve a hacer patente la necesidad por parte del gobierno de mostrar al resto de organizaciones su compromiso con una línea de actuación y por tanto, de obtener credibilidad a través de la “dureza” de las instituciones.

Esta línea política, liberal y ortodoxa, era contradictoria con la desarrollista inicial. El plan de Estabilización puso fin a una precaria convivencia entre el gobierno y los sindicatos peronistas. La orientación ortodoxa del plan colmó la paciencia de los sindicatos. No podían aceptar que el oficialismo, a quién le habían prestado sus votos peronistas, les diera las gracias con un programa que creían impuesto por el FMI y alejado del “espíritu nacional y popular”.

5.3.2. Argentina entre 1959 y 1970

El desarrollo económico de la primera mitad de 1959 fue realmente decepcionante, a pesar del Plan. Los efectos de éste, empezaron a vislumbrarse a partir de mediados de año. El dólar, que había tenido un pico de casi 100 pesos moneda nacional en mayo, retrocedió hasta 83 en agosto, gracias, sobre todo, a una mayor confianza y a crecientes entradas de capital extranjero. En ese momento, el Banco Central temió una mayor apreciación. Por eso, estableció una paridad fija, *de facto*, a ese nuevo nivel.

El 22 de junio de 1959 Álvaro Alsogaray asumía el Ministerio de Economía. Su nombramiento fue el resultado de las presiones ejercidas por los militares, como

reconocía el propio Frondizi al escribir que “la designación del capitán ingeniero Álvaro Alsogaray fue, en su momento, un factor de estabilización político-militar”¹⁸⁶. Se trataba de un ingeniero acorde con las corrientes liberales y aplicó un programa de devaluación muy ortodoxo (Lanata, 2003). El ministro profundizó en la concepción austera y restrictiva del plan de estabilización auspiciado por el FMI que recomendó aplicar con mayor rigor las medidas ortodoxas en sus misiones de septiembre de 1959 y de noviembre de 1960.

La entrada de capital internacional, tanto en forma de inversión directa como de préstamos públicos y privados, permitió detener el problema de la balanza de pagos. Ese fenómeno permitió un período de expansión, similar al que se observó entre 1946 y 1948. Sin embargo, si durante el mandato de Perón la variable clave de la recuperación había sido el consumo, en el período actual lo era la inversión. La creación de un conjunto de organizaciones, como el Instituto Nacional de Tecnología Agropecuaria, tenía como misión complementar la obra de gobierno en ese sentido. No obstante, la expansión no implicó la creación de empleos. Esto, naturalmente, repercutió de forma negativa en las condiciones de vida de la población.

La prosperidad se fundamentaba básicamente en la aportación de capital extranjero. La Tabla 15 es ilustrativa en ese sentido. Asimismo, podía deducirse la llegada de una nueva crisis en cuanto cesara su ritmo de entrada, puesto que en todo ese período, la balanza por cuenta corriente seguía siendo deficitaria.

Tabla 15: Balanza de Pagos Argentina, 1957-1962

Año	Importaciones	Exportaciones	Saldo	Servicios Netos	Saldo Cta.Cte.	Capitales. Saldo
1957	1.310,4	974,8	-335,6	34,3	-301,3	62,9
1958	1.232,6	993,9	-238,7	-19,1	-257,8	43,5
1959	993,0	1.009,0	16,0	-1,8	14,2	113,4
1960	1.249,3	1.072,2	-177,1	-20,2	-197,3	357,2
1961	1.460,4	964,1	-496,3	-75,8	-572,1	425,2
1962	1.356,5	1216,0	-140,5	127,6	-268,1	-47,3

Fuente: BCRA. Memorias Anuales.

En abril de 1961, Roberto Alemann reemplazó a Álvaro Alsogaray al frente del Ministerio de Economía. Pero la política monetaria siguió siendo “conservadora”. Ese conservadurismo u ortodoxia tenía su reflejo en el sistema cambiario en la inmovilidad del dólar en su valor de 82 pesos. Esto constituía una barrera contra la inflación de los bienes comercializables, tanto exportables como importables.

Una de las premisas del desarrollismo era la racionalización del estado. Con esa idea, el gobierno de Frondizi vendió empresas públicas y elaboró un plan de reestructuración de las líneas ferroviarias del país. Las medidas de éste contemplaban la eliminación de las vías deficitarias y el despido de 40.000 trabajadores. Poco tiempo después declaró la

¹⁸⁶ Citado en Lanata, 2003: 451.

“batalla del transporte”. En ella se produjeron una serie de huelgas con el apoyo de organizaciones sindicales y de la oposición. Finalmente, la paz se firmó a costa de cuantiosas indemnizaciones. Esto implicaba un incremento de las necesidades a corto plazo del gobierno. Éste decidió acudir al Banco Central¹⁸⁷. Esta decisión fue motivo suficiente para que Alemann presentara su renuncia en enero de 1962 y fuera reemplazado por Coll Benegas.

Finalmente, el gobierno de Frondizi intentó elaborar una política social más flexible ante la proximidad de las elecciones. El año que siguió a la caída de Frondizi fue probablemente el más confuso de la historia de Argentina. Los golpistas de marzo habían optado por una salida semiconstitucional. Ésa se concretó en la designación de José María **Guido** al frente de la primera magistratura. Naturalmente, el poder, no estaba en la Casa Rosada, sino en las Fuerzas Armadas. Sin embargo, según Gerchunoff & Llach (2003) esto tampoco es precisar demasiado puesto que la cúpula militar se renovaba constantemente.

La caída de Frondizi significó también el abandono de los postulados desarrollistas. En su lugar, se impusieron las teorías monetaristas (liberal). En este mandato, el de Guido, el número de ministros fue mayor que en el anterior: cinco (Véase Anexos). A saber, Wehbe, Pinedo, Alsogaray, Méndez Delfino y Martínez de Hoz. Algunos muy fugaces. En ese sentido, cabe destacar a Federico Pinedo que estuvo diecinueve días en el cargo. No obstante, en ese corto espacio de tiempo dio un brusco golpe de timón en la conducción económica del país. La principal medida que adoptó fue la liberación del mercado cambiario y el retiro del Banco Central de la operativa. Con ello, intentaba proteger las reservas de divisas. Esta decisión provocó una fuerte devaluación. El precio del dólar se incrementó de 83 pesos a 154. Finalmente, se estabilizó en 132,5 pesos la unidad. No obstante, la devaluación no tuvo éxito, incluso produjo efectos contrarios a los esperados. En los años previos, el sector privado había contraído importantes deudas en el exterior. Con la devaluación aumentó la carga de la deuda, muchas empresas no pudieron hacerle frente y tuvieron que cerrar. Esta contracción del mercado junto con el aumento de costes provocó una recesión importante. Se hizo necesaria la petición de un nuevo préstamo *Stand By* al FMI. En esta oportunidad fue de 100 millones de dólares. Romero (2001) argumenta que los únicos beneficiarios de la espectacular devaluación fueron los grupos agropecuarios en general, y los amigos de Pinedo en particular. Después de esos 19 días Pinedo fue reemplazado por Álvaro Alsogaray.

En julio de 1963 se produjo una situación muy parecida a las elecciones de 1957. El radical Arturo **Illia** gobernó entre octubre de 1963 y junio de 1966, aunque su elección fue sólo parcialmente democrática. La razón era que los peronistas seguían proscritos, al igual que en la elección de Frondizi. Esta segunda experiencia constitucional posperonista se inició con peores perspectivas que la primera. La política tuvo un perfil muy definido. Concretamente, estaba centrado en un grupo de técnicos con fuerte influencia de la CEPAL, lo que propició las expectativas de un cambio en las instituciones.

Sin embargo, el problema básico de Illia fue el mismo que el de Frondizi: era imposible gobernar el país. No se podía contentar a la vez a las dos mitades de la población (peronistas y no peronistas). En materia económica, se seguía considerando al

¹⁸⁷ Recordar que en un sistema de tipo de cambio fijo, como el que regía de facto en la Argentina, la cantidad de dinero de la economía está determinada por el signo de la balanza de pagos.

desequilibrio del sector externo como una de las prioridades. No obstante, la solución no dependía, según el gobierno, del capital extranjero. El radicalismo siempre lo había observado con recelo (Romero, 2001). Por ello, hacía falta elaborar otros mecanismos.

La incógnita principal era si el nuevo gobierno sería capaz de romper el “ciclo de marchas y contramarchas” (Díaz-Alejandro, 2002) o, dicho de otra forma, el desarrollo *stop and go*. Eugenio Blanco fue escogido para pilotar la nave económica y dilucidar la cuestión. Si bien es cierto que utilizó los instrumentos macroeconómicos de corto plazo que constituían la base teórica keynesiana, su política cambiaria merece una mención especial. El precio del dólar pasó a establecerse de forma asaz novedosa. El régimen de tipo de cambio huía de las rigideces del tipo de cambio fijo y de la volatilidad del tipo de cambio flexible. A lo largo del mandato de Illia, el peso fue devaluado nueve veces. Sin embargo, en ningún caso fue un suceso brusco como había pasado anteriormente. Fue precisamente al contrario. Las devaluaciones fueron suaves y se ajustaban al ritmo de la inflación interna. Ese régimen de tipo de cambio que luego se denominaría tipo de cambio deslizante (*crawling peg*).

Las continuadas devaluaciones suponían fuertes impactos con la finalidad de conseguir la reactivación del desarrollo del país. Sin embargo, podían poner en peligro las cuentas externas de la Argentina. Por esta razón, en 1964 se optó por actuar con independencia del FMI. En lugar de aceptar la intermediación del organismo internacional, se pactó directamente con los países acreedores, y en 1965 se consiguieron importantes refinanciaciones. Pero a comienzos de 1966, empezó a difundirse la sensación que la economía se dirigía irremisiblemente hacia una nueva recesión. La expectativa era tan intensa como la que se avecinaba un nuevo golpe de estado. Si bien se erró en el cálculo económico, desgraciadamente no ocurrió lo mismo con el político. El aforismo de Gerchunoff & Llach (2003) resume perfectamente la caída del gobierno: “todos lo sabían, y todos sabían que todos sabían: el final de Illia estaba cerca”. En ese entorno se produjo un golpe de estado.

Además, en este momento aparecen por primera vez indicios de una presencia guerrillera en la Argentina. En esa situación, los militares se sienten legitimados para adoptar la “doctrina de la seguridad nacional” que Onganía había enunciado un par de años atrás¹⁸⁸.

Un factor importante en el golpe de Estado que derrocó a Illia tuvo que ver con la actitud del empresariado industrial. Tanto la anulación de los contratos petroleros como el proyecto de ley de medicamentos y la regulación de la industria automotriz fueron considerados desafortunadas intervenciones del Estado en la actividad económica privada. Pero, no sólo contó con esa organización sino que el golpe fue acompañado por un amplio consenso. En ese sentido, Potash afirma que “desde mediados de 1965 ciertos medios se habían comprometido en una campaña deliberada para desacreditar a la administración del partido radical y alentar a los militares a que la eliminaran”¹⁸⁹.

La Junta de Comandantes de las Fuerzas Armadas promovió el 28 de junio de 1966, un golpe de estado. Ésta depuso a Illia y designó presidente al General Juan Carlos **Onganía**. Además, elaboró un documento denominado “Estatuto de la Revolución

¹⁸⁸ Véase apartado 5.1.2.2.2.1. Guerra Fría de este Capítulo.

¹⁸⁹ Citado en Lanata, 2003: 497.

Argentina”. En él se decretaba la eliminación de la división de poderes. Se iniciaba así el período conocido como **REVOLUCIÓN ARGENTINA**.

El golpe de estado de 1966 era más ambicioso que los anteriores y por primera vez, no se anunciaron ni plazos ni fechas para la convocatoria de elecciones. En su lugar, se definían una serie de objetivos elaborados a partir de un esquema temporal. El “tiempo económico” era el primero. En él debía hacerse de Argentina un país rico. Posteriormente, habría un “tiempo social”. El principal objetivo del mismo era una redistribución de la riqueza que se hubiera conseguido en la etapa anterior. Finalmente, se daría paso a un “tiempo político”. En él se permitiría la apertura a la participación de la sociedad. Sin embargo, el sistema bajo el que se daría, era una incógnita.

En el terreno económico, el Ministerio de Economía estuvo inicialmente a cargo de Salimei. En su breve mandato no pudo distinguirse una dirección clara de sus intenciones (Gerchunoff & Llach, 2003; Rapoport *et alii*, 2003). Además, parecía estar lejos de conformar al establishment (Romero, 2001). Así, a finales de 1966 se empezó la búsqueda de un sustituto. Se barajaron nombres de personalidades más vinculadas al liberalismo; entre las que destacaban Roberto Alemann, José Alfredo Martínez de Hoz, Álvaro Alsogaray y Adalbert Krieger Vasena. Finalmente, el General Onganía se decidió por este último y el 30 de diciembre lo nombró Ministro de Economía y Trabajo. Krieger Vasena tenía como antecedentes el haber ensayado un plan de estabilización durante la Revolución Libertadora.

Naturalmente, y como venía siendo habitual en la Argentina de la posguerra, el gobierno esperó algún tiempo antes de lanzar un plan económico. Así, el 13 de marzo de 1967 Adalbert Krieger Vasena anunció un Plan de Estabilización y Desarrollo. Éste incluía una serie de medidas entre las que destacaba una “sobrevaluación compensada” del peso. La divisa norteamericana pasó de 255 a 350 pesos por dólar. De esta forma, se pensaba acabar con la dinámica especulativa originada en las expectativas de devaluaciones futuras. Por esa razón, los funcionarios afirmaban que ésa sería la última devaluación y que a partir de ese momento, se mantendría un tipo de cambio fijo (de Pablo, 1975). El concepto de compensación hacía referencia a la introducción al mismo tiempo de unos impuestos a las exportaciones y a una reducción de los aranceles a las importaciones, con el objetivo de amortiguar el impacto de la devaluación sobre los precios internos. En la práctica, el efecto era parecido al de un doble tipo de cambio. Un tipo de cambio más bajo para la exportación de productos primarios y la importación de materias primas, y uno más elevado para la exportación de productos industriales, la importación de bienes de consumo final y las transacciones financieras (Lanata, 2003).

Asimismo, se recuperaba la confianza del *establishment*. Ésta tenía dos componentes: el interno y el externo. Por un lado, el gobierno recibió el apoyo de las principales organizaciones empresariales (de Pablo, 1975; Sanz Villarroya, 2003). Por el otro, figuraban los organismos internacionales. En este sentido, la visualización se realizaba a través de un nuevo préstamo *Stand By* del FMI por un total de 125 millones de dólares. En este nuevo clima, la actividad económica comenzó a exhibir signos de recuperación y crecimiento. Las reservas del Banco Central empezaron a aumentar. Este incremento, como puede verse en la Tabla 16, es fruto del saldo positivo de la balanza comercial y de la entrada de capitales. Pero éstos son a corto plazo. Ello nos indica dos posibilidades. Por una lado, la existencia de cierta desconfianza por parte de las

empresas multinacionales en las perspectivas a largo plazo. Por el otro, la existencia de una gran capacidad por utilizar en el momento de implementación del plan. Esto explicaría la posibilidad de incrementar la producción sin la necesidad de nuevas inversiones.

Tabla 16: Balanza de Pagos Argentina, 1966-1972

	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Cuenta corriente	255,7	177,2	-14,5	-219,3	-158,7	-126,5	-218,9
Balance Comercial	503,5	296,8	127,0	-59,9	66,8	129,4	114,7
Mercancías	468,9	369,0	198,7	36,0	79,1	-127,7	36,4
Servicios Reales	34,6	-72,2	-71,7	-95,9	-12,3	-1,7	78,3
Otros	-247,8	-119,6	-141,5	-159,4	-225,5	-255,9	-333,6
Utilidades e intereses	-151,1						
Diversos	-96,7						
Transferencias unilaterales	-3,2	-3,0	- 4,0	- 4,3	- 3,2	- 3,4	- 4,0
Capitales y oro monetario	- 234,5	243,8	175,2	- 37,8	413,7	- 189,5	- 74,5
Privado	- 214,8	232,7	128,4	- 150,4	328,8	-331,5	44,7
Capital Largo plazo	-36,7	- 21,7	- 5,1	- 71,9	143,6	66,1	118,4
Capital Corto plazo	-178,1	254,4	133,5	- 78,5	185,2	- 397,6	-73,7
Instituciones oficiales y bancarias	- 197,7	11,1	46,8	112,6	84,9	142,0	- 119,2
Errores y omisiones	-18,4	- 3,2	2,8	8,1	5,1	17,8	12,7

Fuente BCRA. Memorias Anuales

Nota: En millones de dólares corrientes.

El gobierno tenía en mente la conversión del país en una plaza atractiva para el capital financiero (Lanata, 2003; Vercesi, 2001). Para ello contaba con el sostenimiento de la paridad peso-dólar, la libre disponibilidad de divisas para su transferencia al exterior y una importante diferencia en el tipo de interés del mercado local en relación al internacional.

A tenor de las cifras de la Tabla 16, se deduce que si el objetivo era la atracción de capital extranjero, el resultado del plan puede considerarse un fracaso. O lo que es lo mismo, no se habían generado “todavía” las condiciones para que las empresas multinacionales estuvieran dispuestas a formular estrategias de largo plazo. La inversión extranjera fue de corto plazo o mediante la compra de empresas rentables beneficiándose de la prima de inversión que se había generado con la

“sobrevaluación”. Ello dio motivo a que a esta época se la conozca como el período de la “desnacionalización de empresas” (Vercesi, 2001). En ese sentido, los beneficiarios de la devaluación fueron el Estado y los capitales extranjeros. Éstos se veían favorecidos además por la liberalización del mercado de cambios. Ésta eliminaba los requisitos para los movimientos de capital con el exterior (de Pablo, 1975).

La otra cara de esta moneda era la inflación. Argentina empezaba a presentar sus credenciales como sería candidata al récord mundial de inflación. Lo peor era que no existía ningún consenso ni sobre el diagnóstico ni sobre el tratamiento. Según Díaz-Alejandro (2002) era la cara monetaria de la política de marchas y contramarchas o del *stop and go*. Además, la población había convivido tanto tiempo con ella, que sus expectativas generaban la temida espiral inflacionaria; lo que hacía inaplicable buena parte de la experiencia internacional en la materia.

Un hecho decisivo en el devenir de la Revolución Argentina sucedió el 29 de mayo de 1969. Se organizó en Córdoba, centro industrial donde se concentraban las fábricas más importantes de automóviles, una marcha de protesta de organizaciones obreras y estudiantiles. Ésta estaba inspirada en el “mayo francés” y las movilizaciones americanas contra la Guerra de Vietnam. La fortísima represión policial y militar generó un violento enfrentamiento. Al cabo de tres días, el orden fue restablecido. El gobierno reconocía dieciséis muertes, numerosos heridos y más de dos mil detenidos; sin contar con los daños materiales y la pérdida de salarios. A partir de entonces, el gobierno entró en una fase de decadencia. Es más, las acciones de organizaciones como el Ejército Revolucionario del Pueblo, los Montoneros y las Fuerzas Armadas Revolucionarias fueron cada vez más frecuentes. En este punto de la Historia se produce un fenómeno paradójico, la reconciliación de la clase obrera (básicamente peronista) con la iglesia, hasta el punto que buena parte de las corrientes de izquierda aceptó profesar la religión católica. Esto se unía al Movimiento de Sacerdotes para el Tercer Mundo. Ésta era una organización que expresaba la “teología de la liberación” en la Argentina. Afirmaba que la violencia “de abajo” era consecuencia de la violencia “de arriba” y por tanto, autorizaba a franquear el límite, cada vez más difuso entre la denuncia y la acción.

Krieger Vasena fue uno de los damnificados por ese suceso que se denominó “El Cordobazo”. El 4 de junio de 1969 Onganía lo reemplazó por José María Dagnino Pastore. Éste era considerado socialdemócrata (*social cristiano*), aunque “seguía como sombra de su predecesor” (Lanata, 2003: 514). Sin embargo, y a pesar de dicho seguimiento, padeció la fuga de capitales causada por la desconfianza de los agentes internacionales y tuvo que encarar fuertes renegociaciones salariales. Una explicación era que el establishment económico-financiero no lo consideraba uno de ellos y ello hacía que no tuviera credibilidad (Vercesi, 2001).

5.3.3. El fin

El asesinato de Aramburu por los Montoneros a mediados de 1970 determina el principio del fin de la Revolución Argentina. El General Onganía era partidario de endurecer la política represiva. No obstante, las Fuerzas Armadas no parecían estar por la labor. Así, el 8 de junio de 1970, la Junta de Comandantes decide destituirlo. El

General Roberto M. **Levingston** será su sustituto. Éste era un militar “azul” poco conocido por la opinión pública.

En 1970 puede considerarse además, la tercera fase económica del gobierno de la Revolución. El primero, que podría considerarse una fase preparativa, abarcaría desde junio de 1966 hasta marzo de 1967. La segunda, en el que podría hablarse de cierta estabilización, iría desde marzo de 1967 hasta junio de 1970. Finalmente, la de declive que se prolongaría hasta 1973. Si bien la anterior podría caracterizarse por una “desnacionalización de la economía”, uno de los postulados de Levingston será la introducción de medidas moderadamente nacionalistas. Con ellas, pretendía limitar la introducción extranjera y por tanto, “la extranjerización de la economía”, y favorecer a empresas nacionales. La figura encargada de lograr tales fines será Carlos Moyano Llerena. No obstante, éste se caracteriza por sus planteamientos liberales, por lo que no parecía ser la persona adecuada. Moyano Llerena se anticipó a las expectativas de devaluación. El dólar pasa de 350 a 400 pesos. Sin embargo, intenta reducir el impacto sobre los precios. Para ello, al igual que Krieger Vasena, redujo retenciones a las exportaciones, redujo los aranceles a la importación y anunció acuerdos de precios. Pero, las condiciones ya no eran las mismas. Las huelgas, y en definitiva la conflictividad social, motivaron su reemplazo. Su sustituto fue Aldo Ferrer.

El economista Aldo Ferrer parecía estar más en la línea de las directrices del gobierno. Su orientación era nacional desarrollista. Consideraba que los niveles de ahorro nacional eran suficientes y que si se traducían en inversión podía producirse la reactivación de la economía. Por esa razón, en el plano interior, sancionó la ley “compre nacional”. En el plano exterior, reemplazo el peso nacional por el “peso ley 18.188”. Éste fue el primer cambio de signo monetario del siglo. El nuevo peso valía cien veces más que el anterior. Sin embargo, ello no impidió que perdiera rápidamente su posición ante el dólar.

Un nuevo alzamiento popular decidió la suerte de Levingston. Éste se producía en la ciudad de Córdoba. Se denominó “el viborazo”. A poco más de nueve meses de su asunción, el 22 de marzo de 1971, el jefe de Estado debió renunciar. El General Alejandro A. **Lanusse** sería el encargado de buscar una salida a la crisis. Se presentó como un gobierno de transición que convocaría elecciones generales (Rapoport *et alter*, 2003; Romero, 2001). Por tanto, la evolución económica se subordinaba a la política. Paradójicamente, los “tiempos” se habían invertido. Ejemplo de ese pensamiento fue la abolición del Ministerio de Economía (Rougner,). En contrapartida cuatro secretarías (la de Industria, Comercio y Minería; la de Trabajo; la de Hacienda y Finanzas; y la de Agricultura y Ganadería) asumían el rango ministerial. No obstante, también encaró un plan económico, aunque de corto plazo, para evitar la recesión y el aumento de desempleo, contener el ritmo inflacionario y modificar las expectativas de los agentes económicos. Así, mientras el Plan 1967 podía considerarse como una “estrategia ofensiva”, el nuevo plan se trataba de una “estrategia defensiva”.

El Gran Acuerdo Nacional fue la institución formal más importante del periodo en Argentina. El peronismo, después de dos décadas de proscripción, se volvería a presentar a unas elecciones. Paradójicamente, una cláusula de residencia impidió la participación del propio Perón. Por eso, el Frente Justicialista de Liberación designó candidato a Héctor J. Cámpora. Éste ganaría las elecciones del 11 de marzo de 1973, poco después de la desintegración del sistema de Bretton Woods.

5.4. Conclusiones

“Y digo yo...
 ... ya que es tanto lío cambiar las estructuras...
 ¿No se podría por lo menos darles una pintadita?
 ¿O ni eso?”

MAFALDA, QUINO

Este capítulo ha analizado cómo las **instituciones formales de Bretton Woods** han incidido en el funcionamiento diario del sistema así como en la resolución y gestión de su derrumbamiento a partir del cierre de la “ventana de oro” estadounidense el 15 de agosto de 1971.

El sistema de Bretton Woods nació en 1944, cuando delegados de 44 países se reunieron en el hotel Mt. Washington de la ciudad que dio nombre al mismo, en New Hampshire, para negociar un “nuevo orden mundial” que gobernara los tipos de cambio y el comercio internacional. Los acuerdos más notables fueron la creación de un sistema de tipos de cambios fijos pero ajustables y la creación de nuevas organizaciones que velaran por esa nueva operativa. Los 25 años posteriores son conocidos como “la era de Bretton Woods”. Ésta, con el paso de los años se ha reivindicado como la edad dorada de la estabilidad cambiaria y de rápido crecimiento económico (Bordo, 1993b). Los tipos de cambio de los principales países industriales permanecieron fijos durante largos períodos de tiempo. La inflación mundial se mantuvo a niveles extraordinariamente bajos, en comparación con períodos anteriores y posteriores (Bordo, 1993a). La Renta Nacional se incrementó como en ningún otro período de la historia. Por estas razones, es tentador realizar la afirmación que tal desarrollo extraordinario fue debido al acuerdo monetario internacional que se realizó en Bretton Woods (Bordo & Eichengreen, 1993).

Los arquitectos del sistema querían componer un sistema que combinara las ventajas del Patrón Oro Clásico (e.g., la estabilidad del tipo de cambio) con las de los tipos de cambio flexibles (e.g., la independencia de la política monetaria). O lo que es lo mismo, ellos querían evitar los defectos de los tipos de cambio flexibles (e.g., las especulaciones desestabilizadoras y las devaluaciones competitivas) y de los tipos de cambio fijos (e.g. subordinación del equilibrio interno al externo y transmisión internacional del ciclo económico). De esta forma, el nuevo pensamiento y las ideas surgidas de la Conferencia de Bretton Woods intentaba jugar un rol políticamente integrador, de forma que permitiera a los líderes políticos y organizaciones sociales visualizar un orden económico de posguerra donde múltiples objetivos podían conseguirse simultáneamente (Ikenberry, 1993).

El resultado de la negociación entre la postura americana de los tipos de cambio fijos y la insistencia británica sobre la ajustabilidad fue la previsible: un **sistema de tipos de cambio fijo pero ajustable**. Es decir, los países empezaban fijando la paridad de su moneda y se obligaban a mantenerla dentro de un estrecho margen de un uno por ciento (1%). La paridad, no obstante, se podía modificar si el país se encontraba ante un “desequilibrio fundamental”.

El análisis de los que se han llamado “los años dorados”, período que abarca desde el fin de la Segunda Guerra Mundial hasta 1973, puede subdividirse en dos etapas: antes y

después del 27 de diciembre de 1958. O lo que es lo mismo, antes y después de la convertibilidad de las monedas europeas.

En la primera época (1946-1958), la escasez de reservas internacionales, es decir de dólares, provocó el uso continuado de los controles de cambio y el bilateralismo. Desde el nacimiento del Tratado Constitutivo y hasta 1958, los controles de capitales se entendieron como instrumentos temporales necesarios, aun cuando, a medida que se fue acercando la fecha de la plena convertibilidad eran frecuentes las trampas para poder aprovechar el “*one way speculation*” (Friedman, 1953). Entre ellas destacan los ya famosos “leads and lags”, consistentes en facturar más o menos importaciones o exportaciones –según conviniera– de las realmente realizadas y canalizar mediante otros procedimientos las transacciones de capital a través de la cuenta corriente. Otras incidencias fueron el crecimiento de las multinacionales y el desarrollo de los mercados de eurodivisas. En ese primer período, la escasez de dólares se solucionó con una fuerte devaluación inicial y dos instituciones formales: el Plan Marshall y la Unión Europea de Pagos.

Mc Kinnon (1993) sintetiza las instituciones formales del Tratado de Bretton Woods en 6 normas básicas (Véase Cuadro).

Cuadro 9: Las "Reglas de Funcionamiento" según el Espíritu del Tratado

1. Fijar la paridad de la moneda utilizando oro, o una moneda ligada al oro; o desmonetizar el oro para las transacciones privadas.
2. En el corto plazo, mantener el tipo de cambio dentro de una banda de un uno por ciento; pero dejar el valor en el largo plazo ajustable con el concurso del FMI.
3. Libre convertibilidad de la balanza por cuenta corriente. Utilizar los controles de capital para limitar la especulación.
4. Utilizar las monedas de forma simétrica en las transacciones internacionales, incluyendo las negociaciones con el FMI.
5. Esterilizar el impacto monetario doméstico de las intervenciones en el mercado cambiario.
6. Autonomía Macroeconómica Nacional. Cada miembro perseguirá su propio nivel de precios y objetivos de empleo sin ser limitado por el ancla nominal.

Fuente: Mc Kinnon (1993), *The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective*.

A diferencia de las primeras cinco normas, la regla sexta que hace referencia la autonomía macroeconómica no tiene una referencia precisa en el Tratado de Bretton Woods. Sin embargo, esa independencia era trascendental a todo el Tratado (Mc Kinnon, 1993).

En términos generales, las instituciones formales de Bretton Woods exigieron a los países utilizar políticas monetarias conducentes a inflaciones bajas. El hecho que los flujos de capital fueran limitados permitió que el sistema funcionara relativamente bien.

El sistema de Bretton Woods consiguió su **plena adecuación a sus instituciones formales** con la convertibilidad de las transacciones que se estableció en **1958**. Sin embargo, ello provocó dos cambios fundamentales. Por un lado, el sistema pasó de ser simétrico a convertirse en un Patrón Dólar. Por el otro, desaparecía la ajustabilidad del mismo y se convirtió en un sistema de tipos de cambio rígidos. Es decir, el sistema evolucionó, según Bordo (1993a) hacia un sistema de tipos de cambio fijos *de facto*. Es más, el término “tipo de cambio fijo pero ajustable” se convirtió en un oxímoron¹⁹⁰ (Eichengreen, 1996). Sin embargo, y a diferencia del sistema del Patrón Oro Clásico, donde la fijación de la paridad era un punto voluntario para conseguir el equilibrio interno y externo, en el sistema de Bretton Woods “fue fijo debido al miedo por parte de sus miembros de las consecuencias si permitían un cambio” (Bordo, 1993a)¹⁹¹.

De todas formas, ese paso o en definitiva, el por qué los países fueron tan reacios a devaluar en respuesta a desequilibrios externos, es quizá una de las cuestiones más controvertidas en la literatura de Bretton Woods (Eichengreen, 1998).

En la medida que se produjo ese cambio, los tres problemas principales del sistema (ajuste, liquidez y confianza) hicieron su aparición. El primer indicio de crisis se produjo con el *gold rush* de octubre de 1960. Según parece la especulación contra el dólar se produjo por las expectativas de los agentes ante la posible victoria del partido demócrata en las elecciones. Paradójicamente, la misma reacción que había provocado en los mercados la posible elección de F.D. Roosevelt en 1932.

La imposibilidad de las organizaciones e instituciones vigentes para solucionar las problemáticas dio origen a la creación de otras como el Acuerdo General de Préstamos, los acuerdos bilaterales de créditos (*Swaps*) entre bancos centrales, los eurodólares, el *pool* del oro, el doble mercado del oro o los derechos especiales de giro (DEG; *Special Drawing Rights*). Por tanto, la cooperación para soportar un SMI es mucho mayor si existen un conjunto de organizaciones que mantienen unas instituciones comunes.

La **modificación y creación de instituciones** y organizaciones se ilustra en Mc Kinnon (1993) en un cambio en las “reglas de funcionamiento”. Además, propone un cambio en la denominación. Se pasa de las normas inspiradas en el espíritu del Tratado a las del Dólar Standard. Ello es así por la dualidad institucional que se introduce entre los Estados Unidos y el resto del mundo (Véase Cuadro 10).

La acumulación de los déficits de la balanza comercial norteamericana contribuyó a que, a mediados de 1971, se acelerase un proceso especulativo contra el dólar. Además, la apreciación del marco y del oro fue considerable. Por tanto, la tendencia a “despegarse” del dólar comenzó a ser imparable. Ante estos acontecimientos, el presidente de los Estados Unidos, Richard Nixon, anunció el 15 de agosto de 1971, la suspensión de la convertibilidad del dólar en oro.

¹⁹⁰ “The adjustable peg proved to be an oxymoron” (Eichengreen, 1996: 94).

¹⁹¹ “... in the Bretton Woods System exchange rates became fixed because members feared the consequences of allowing them to change” (Bordo, 1993: 175).

Cuadro 10: Las reglas del Dólar Standard

A) Para los países industriales (excepto los Estados Unidos)

1. Fijar la paridad de la moneda nacional en relación al dólar estadounidense y mantener el tipo de cambio dentro de una banda de un uno por ciento indefinidamente.
2. Libre convertibilidad de la balanza por cuenta corriente. Utilizar los controles de capital para aislar a los mercados financieros domésticos. Sin embargo, debe empezar la liberalización de aquéllos.
3. Utilizar el dólar como moneda de intervención y mantener las reservas oficiales en forma de bonos del tesoro americano.
4. Subordinar el crecimiento a largo plazo de la masa monetaria al tipo de cambio fijo y a la tasa de inflación (en bienes comercializables de los Estados Unidos).
5. Eliminar las pérdidas substanciales de reservas con la compra de activos domésticos para restaurar parcialmente la liquidez de los bancos domésticos y de la oferta monetaria (regla de Bagehot).
6. Limitar los desajustes de la balanza por cuenta corriente ajustando la política fiscal y eliminar cualquier divergencia entre el ahorro privado y la inversión.

B) Para los Estados Unidos

7. Mantener una posición pasiva en los intercambios internacionales.
8. Mantener el mercado de capitales americano abierto a los gobiernos extranjeros y a los residentes privados.
9. Mantener una posición neta de creditor internacional y limitar los déficits fiscales.
10. Anclar la inflación del dólar para bienes comercializables.

Fuente: Mc Kinnon (1993), *The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective*.

Asimismo, se introdujo un arancel de un diez por ciento (10%) y se solicitó al FMI propuestas concretas para establecer un nuevo SMI. El comunicado de Nixon causó estupor en la comunidad internacional por haber adoptado una resolución de tanta trascendencia, como era la supresión del Patrón Dólar, sin que hubiese habido consulta alguna con el resto del mundo. La rotura de una institución formal sin el consentimiento de las partes introduce mayor incertidumbre en el sistema. No obstante, después de numerosas negociaciones entre los representantes de las principales economías del mundo occidental, en diciembre de 1971 se realiza el acuerdo en el “Smithsonian Institution” de Washington en lo que el Presidente Nixon describió como “el acuerdo monetario más importante en la historia del mundo” (Wall Street Journal, 1971). En él se eliminaba el arancel establecido por Estados Unidos y se elaboró un proyecto de reforma global y multilateral de las paridades monetarias mediante una bandas de flotación mayor entre las monedas (un quince por ciento (15 %) a cada lado).

En 1972 se había constituido en el orden internacional un grupo empresario conocido como Comisión Trilateral, promovido por el banquero David Rockefeller e integrado por alrededor de 400 empresas líderes de los Estados Unidos, Europa y Japón, que constituían una parte sustancial del comercio mundial y que eran favorables a una estructura de tipo de cambio más flexible. En consecuencia, empezaron a generar tensión en el sistema a través de la enunciación a favor de un cambio de instituciones. Durante 1972 se produjeron diversos ataques especulativos contra el dólar y hacia el marco alemán y el yen. Finalmente, el uno marzo de 1973, el sistema se desintegró.

Mientras tanto en **ARGENTINA**, las características del desarrollo, que voluntaria o involuntariamente se habían adoptado a partir de la Gran Depresión, tenían nombre propio: el *Stop and Go*, o las marchas o contramarchas, según la terminología utilizada por Díaz-Alejandro (2002). El país presentaba una fuerte vulnerabilidad exterior. En esas condiciones era imposible evitar que las tendencias expansivas de la economía fueran de corto plazo, puesto que las necesidades de divisas para importaciones excedían a las que podían conseguirse por exportaciones. En ese momento, tenía lugar la devaluación de la moneda. Ésta presumiblemente debería haber tenido un doble efecto: alentar las exportaciones y disminuir las importaciones. No obstante, la mecánica era muy particular dado al carácter semi-industrializado del país (Díaz-Alejandro, 1965; Ferrer, 1969). Ello se debía a que la demanda mundial de productos agropecuarios había dejado de tener un carácter expansivo en la posguerra. Además, el régimen de tenencia de la tierra impedía que las mejoras de los precios se convirtieran en mayores inversiones. Por tanto, la pérdida de valor de la moneda implicaba más una disminución del consumo interno que una estimulación de los bienes exportados. Esto se producía porque a medida que incrementaban los precios de los bienes comerciables internacionalmente, disminuía el salario real. Es decir, las medidas adoptadas provocaban inicialmente la aceleración de la tasa de inflación. Por ello, la contracción del consumo era más intensa en los encarecidos bienes de exportación. Esa contramarcha (*stop*) ayudaba a contener la demanda por importaciones y revertir el déficit externo. Sólo cuando los salarios nominales empezaban a reaccionar –acarreando consigo los costos y precios industriales- aumentaban el consumo, la producción y las importaciones (*go*).

Las crisis económicas estallaron con puntual regularidad. Éstas tuvieron lugar aproximadamente cada tres años -1952, 1956, 1959, 1962, 1966- y fueron rigurosamente seguidas por políticas de estabilización. Según Vitelli (1999), la metodología de la política económica que se condensaba en los planes de ajuste fue la razón principal de ese ciclo de marchas y contramarchas. La estrategia de sustitución de importaciones, que había iniciado Perón, dependía de las divisas, puesto que con ellas se tenían que pagar los inputs necesarios. Éstas se conseguían a través del sector agropecuario. Pero éste tenía pocas posibilidades de expandirse y tenía que afrontar condiciones difíciles en los mercados mundiales. Es más, todo crecimiento del sector agropecuario significaba un aumento de las importaciones y finalizaba con un déficit importante de balanza de pagos. El endeudamiento externo, creciente en la época, y la necesidad de cumplir con los servicios de la deuda, agregaba un elemento adicional a la crisis y un motivo de preocupación para los acreedores y sus agentes.

La Argentina si bien no fue invitada a participar en los acuerdos de Bretton Woods, ingresó en el FMI en 1956. Desde entonces y durante todo el periodo (1956-1973), las políticas económicas llevaron la impronta de las condicionalidades del FMI (Brenta,

2000), a pesar que el consenso a favor de las ideas económicas liberales era minoritario (García Heras,). Los Planes de Estabilización, que recogían las instituciones formales del FMI (Romero, 2001), consistían en una fuerte devaluación, y en la introducción de políticas recesivas. Éstas reducían el empleo industrial y los salarios, y con ellos las importaciones, hasta recuperar el equilibrio perdido, creando las condiciones para un nuevo crecimiento y de esta forma asegurar la capacidad de pago de los préstamos externos.

Además, las devaluaciones y los planes de estabilización se realizaron en medio de un verdadero desorden político y financiero (Díaz-Alejandro, 2002). En los años 50 y 60, a nivel internacional, el mundo vivió bajo el signo de la Guerra Fría y de la Coexistencia Pacífica. Es imposible entender la costosa aventura americana en Vietnam o la Primavera de Praga sin tener en cuenta esta institución. Ello permitió la coordinación y cooperación internacional en ciertos ámbitos y cierto consenso intelectual sobre lo que era “una buena política económica” (Ikenberry, 1993). El keynesianismo y el Estado del Bienestar disfrutaron de su propia época dorada. Por ejemplo, los estudiantes españoles quizá recuerden el Manual de Historia Económica de España, de J. Vicens Vives, donde repetidamente se identificaba inflación con prosperidad y deflación con depresión. Ésta era la influencia de la obra de Keynes y de Hamilton (Tortella, 2000). Por tanto, ciertas tendencias económicas despertaban más pesimismo que optimismo.

El compromiso a fijar el precio de la moneda de un país en términos de oro representaba la regla básica bajo el Patrón Oro. El precio fijo de una moneda doméstica en términos de oro proveía un ancla nominal al SMI. Bajo el sistema de Bretton Woods sólo los Estados Unidos fijaron el precio de su moneda en términos de oro. El precio de las demás monedas convertibles se establecía en dólares. Por tanto, el sistema era una variante del Patrón Oro y como tal, puede analizarse como un sistema de instituciones formales o de mecanismos de compromiso.

El colapso se produjo básicamente por tres razones (Bordo, 1993a). En primer lugar, la delicada posición de los Estados Unidos que estaba bajo la amenaza de una crisis de convertibilidad. En segundo término, la ausencia de un verdadero mecanismo de ajuste. Finalmente, la falta de compromiso de los Estados Unidos de la norma de convertibilidad del Patrón Oro. No obstante, ésta no representaba una cuestión simple puesto que ¿cuál es el punto óptimo en que un gobierno que se enfrena a una pérdida de reservas debe abandonar el sistema de tipos de cambio fijo? En ese sentido, la ambigüedad de las reglas de funcionamiento hizo que los Presidentes Kennedy y Johnson no durmieran durante muchas noches pensando en las pérdidas de oro americanas (Solomon, 1977).

Pero, ¿no existían cláusulas de escape como en el Patrón Oro? Sí, pero la inflexibilidad de los precios y los salarios junto con el aumento de movilidad del capital implicaban que las cláusulas de escape previstas en el Tratado Constitutivo minaran la credibilidad de los gobiernos y promovieran la inestabilidad de los mercados financieros internacionales (Obstfeld, 1993).

Rudiger Dornbusch (1993: 100) definió lo que era un SMI como un bien público y escribió que “representa un conjunto de reglas que son implícita o explícitamente aceptadas y seguidas, y esto recíprocamente crea una presunción de estabilidad en el comercio y en las relaciones de pagos. El sistema además ayuda en las dificultades de

coordinación y ayuda a los payoffs positivos de externalidades”¹⁹². Además, habla del “péndulo” entre tipos de cambio fijos y tipos de cambio flexibles.

En conclusión, **no existió ningún mecanismo explícito para hacer cumplir las instituciones que no fueran la reputación y el compromiso con la convertibilidad del oro (Bordo, 1993a)¹⁹³. Por tanto, aunque el sistema de Bretton Woods puede ser interpretado como uno basado en instituciones formales, el sistema no proveyó de un mecanismo creíble para hacerlo cumplir (Bordo, 1993a)¹⁹⁴. Esta situación, sugiere una serie de requisitos para que un sistema de tipos de cambio fijos tenga un buen diseño. Entre ellos se incluirían; que los países siguieran unos objetivos económicos domésticos similares; que las instituciones formales sean transparentes; y que exista una autoridad monetaria central con capacidad para hacerlas cumplir. Por tanto, según ese mismo autor “una posibilidad es diseñar un sistema que esté basado en normas con capacidad de cumplimiento” (Bordo, 1993b)¹⁹⁵. Por esta razón, el próximo capítulo coloca su énfasis en el *enforcement*.**

Un buen corolario de esta situación se encuentra en las palabras de Berstein (2002: 338) cuando escribe que “la decepción, la desilusión y la derrota hicieron presa en todos los personajes de esta historia, tan ciegos en su obsesión por acaparar oro que no pudieron advertir la diferencia entre un metal inútil y la verdadera riqueza”.

¹⁹² “[IMS] represents a set of rules that are implicitly or explicitly accepted and followed, and this in return creates a presumption of stability on trade and payments relations. The system solves a difficult coordination problem, and it helps harvest positive payoffs from regimenting externalities” (Dornbusch, 1993: 100).

¹⁹³ “There was no explicit enforcement mechanism other than reputation and the commitment to gold convertibility” (Bordo, 1993: 178).

¹⁹⁴ “Although the Bretton Woods system can be interpreted as one based on rules, the system did not provide a credible commitment mechanism” (Bordo, 1993a: 178).

¹⁹⁵ “One possibility is to design a system that is based on rules that can be enforced” (Bordo, 1993b: 83).

Capítulo 6: El “Enforcement” del No-Sistema: Argentina, un estudio de caso

“En el medio de este mambo¹⁹⁶ y el delirio más profundo...
el cartel de Primer Mundo nos vinieron a colgar. (...)
Y me duele que sea cierto, con dolor del más profundo,
porque si esto es Primer Mundo, ese mundo dónde está.
Si parece la utopía de un mamac¹⁹⁷. Voy hacértela bien corta.
Se afanaron¹⁹⁸ con la torta¹⁹⁹, el honor y la verdad”

ELADIA BLÁZQUEZ

En los Capítulos 4 y 5 se investigó cómo las instituciones informales del Patrón Oro y las formales de Bretton Woods intervinieron en el mantenimiento de los respectivos sistemas así como en su desintegración. Éste constituye el tercero de los casos de la investigación. En él se analizará cómo la capacidad para hacer cumplir las instituciones (*enforcement*) incidió en la gestión y resolución de las crisis financieras en el No-sistema²⁰⁰.

El final de Bretton Woods en 1973 y las especiales condiciones de la economía mundial acabaron con las esperanzas de restauración. A diferencia de lo que sucedió en la después de la Gran Depresión, analizado en el capítulo 5, no se organizó ninguna conferencia para configurar un nuevo sistema. Tampoco se creó ninguna organización para mantener la esencia del antiguo como había venido ocurriendo en cada ocasión que se intuía una crisis. En esas circunstancias la reforma del sistema era poco menos que utópica y sólo se dejó una alternativa: la mayor flexibilidad de los tipos de cambios. A partir de ese momento, los países eran libres de escoger su sistema cambiario. En consecuencia, un cambio en las instituciones dominantes había propiciado una nueva estructura y, por tanto, la necesidad de analizar cuáles eran esas nuevas instituciones y su interrelación con las organizaciones. Se entraba en la etapa que posteriormente se denominó del “No Sistema”.

En el plano institucional, el 1 de abril de 1978 entró en vigor la nueva redacción del artículo IV del Convenio Constitutivo del FMI. En él se especificaba que al Fondo le correspondía la supervisión de estas nuevas políticas de tipos de cambio que los países habían elegido libremente. Por tanto, los organismos se adecuaron a la nueva estructura y creaban nuevas instituciones para operar en ella.

La evolución del SMI se caracterizó durante esos años por una fuerte depreciación del dólar hasta 1979. Posteriormente, se observó una importante apreciación entre 1979 y 1985. Este año marca el inicio de una serie de intentos conjuntos por parte de los países desarrollados para tratar de influir en los mercados cambiarios. En septiembre de ese

¹⁹⁶ Mambo: Desorden.

¹⁹⁷ Mamac: Borracho.

¹⁹⁸ Afanaron: Robaron.

¹⁹⁹ Torta: Dinero.

²⁰⁰ El No-Sistema está constituido por instituciones formales, informales y la capacidad para hacerlas funcionar. Sin embargo, se equiparará al No-Sistema al *enforcement* debido a su gran peso específico.

mismo año tiene lugar el Acuerdo del Plaza. Dos años más tarde, en 1987, se celebra la reunión en el Louvre. Si bien no puede hablarse de instituciones formales, seguro que estos acuerdos tratan de instituciones informales, a tenor de los hechos que acaecieron con posterioridad. Después de la celebración de dichos acuerdos, las tres monedas importantes del sistema (dólar estadounidense, marco alemán y yen japonés) fluctuaron dentro de unas bandas implícitas.

Las propuestas de reforma del SMI empiezan a cobrar importancia en ese marco desequilibrado. Los estudios e investigaciones sobre dicho tema o en lo que se ha venido en denominar la Arquitectura Financiera Internacional son cada vez más numerosos. Muchas de las propuestas son contradictorias o incluso incompatibles (Eichengreen, 1999), desde propugnar la liberalización total del mercado de capital hasta la más férrea defensa del control del mismo. Desde aumentar el grado de flexibilidad de las monedas hasta el restablecimiento de unos tipos de cambio estables, incluso fijos, entre ellas.

En esos mismos años (1982-1989), Argentina se encontraba fuertemente convulsionada. La dictadura militar había finalizado. La creación de nuevas instituciones y la reforma de las organizaciones estaba en su etapa más incipiente. Naturalmente, la coyuntura económica no ayudaba al encontrarse el país en un período de hiperinflación, con la consiguiente incertidumbre que se transmite no sólo a nivel doméstico sino a nivel internacional. Para Domingo Cavallo (2004: 140), uno de los héroes de la época, “la organización económica de la Argentina era como un capitalismo sin mercado y un socialismo sin plan”²⁰¹. Con la subida al poder de Menem en 1989, el país abandona el Nacionalismo y Estatismo propio del peronismo como marco ideológico y abraza el Capitalismo de Mercado (*Market Capitalism*). La institución formal que hizo patente este cambio y que tuvo relevancia mundial, debido a su impacto, fue la Ley de Convertibilidad (1991). Argentina había reinstaurado, después de noventa años, el Patrón Oro con ella.

El caso del *enforcement* en el No-Sistema colocará un énfasis especial en el análisis de las incidencias que produjeron las instituciones en la resolución y manejo de la crisis económica que se produjo a finales del 2001 y principios del 2002, con la disolución del sistema de la Caja de Conversión en Argentina. Con ese fin, en primer lugar se estudia el modelo del *Currency Board*, tanto desde un punto de vista teórico como a través de las instituciones de la época. En segundo término, se realiza un rápido repaso a la realidad mundial durante el período para observar la interconexión de las distintas instituciones entre sí. Finalmente, se aborda la situación argentina para recoger esa interrelación desde el punto de vista argentino y analizar cómo afectó a la trayectoria (*path dependence*) de sus propias instituciones, y su papel en la crisis.

6.1. El modelo del Currency Board

El *Currency Board* o Caja de Conversión fue una invención del Imperio Británico. Argentina ya tuvo una Caja de Conversión entre 1902 y 1914; y entre 1927 y 1929,

²⁰¹ “(...) the economic organization of Argentina as capitalism without the market and socialism without plan” (Cavallo, 2004: 140).

como se observó en el capítulo 3. El propósito inicial era proveer a las colonias de una moneda estable y convertible como la libra británica. Con la adopción de la Caja de Conversión, estos beneficios se obtenían sin los costes en los que se incurriría si utilizaban billetes y monedas ingleses. Por ejemplo, el coste de restituir monedas o billetes perdidos o destruidos.

6.1.1. ¿En qué consiste teóricamente un 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)²⁰². 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 (Williamson, 1995).

La definición del FMI es más restrictiva, puesto que define un Currency Board como un sistema para fijar el valor de la moneda local a una moneda específica “basado en un compromiso legislativo explícito” para garantizar un tipo de cambio fijo (IMF, 2002b). Además, en este sistema se deben imponer restricciones a la autoridad emisora para asegurar el cumplimiento de su obligación legal. Por eso, esta normativa da al país un mecanismo muy creíble para defender una estructura de tipo de cambio fijo, pero al coste de abandonar la soberanía monetaria. En ese sentido, el compromiso legislativo y las restricciones legales para la emisión de deuda son dos factores clave para demostrar la determinación del gobierno y en última instancia, su credibilidad. Ésta se ha convertido en una condición necesaria para el éxito del mantenimiento de un tipo de cambio fijo, como se ha demostrado a lo largo de este estudio en diferentes períodos.

Normalmente, las monedas de estados o conjunto de estados con mercados financieros sólidos y una reputación sobre una baja inflación son las escogidas como moneda reserva. Por ejemplo, los Estados Unidos o la Unión Europea en la actualidad, o Inglaterra en el siglo XIX. En la Figura 13 se observan las diferencias entre los balances de un Banco Central y una Caja de Conversión.

El pasivo del balance, tanto de un Banco Central como de una Caja de Conversión, es idéntico. La suma de la partida de Efectivo (E) y la de Reservas (R) sería la Base Monetaria. La diferencia se observa en el activo del balance. En el de la Caja de Conversión no aparecen los Títulos de Deuda Pública (S). Esta cuestión no es baladí, puesto que sin ellos no se pueden realizar operaciones de mercado abierto.

Las dos principales diferencias entre el funcionamiento de un Banco Central y el de una Caja de Conversión son la generación del señoreaje y las variaciones de la oferta monetaria (Williamson, 1995). El señoreaje tiene su punto de partida en la presencia de activos domésticos, básicamente deuda pública, en el activo del Banco Central. Si a la Caja de Conversión no se le permite tener títulos de Deuda Pública en su balance, no puede monetizarlos y consecuentemente no tiene la capacidad de señoreaje. En caso

²⁰² “A Currency Board is defined as a monetary institution that issues base money solely in exchange for foreign assets, specifically the reserve currency” (Williamson, 1995: 2).

Sin embargo, la Caja de Conversión no tiene discreción en relación a la política monetaria. Ésta incrementa la base monetaria cuando el sector privado le quiere vender divisas a un tipo de cambio fijo, y disminuye la base monetaria cuando el sector privado desea liquidar el déficit de la balanza de pagos vendiéndole efectivo y comprando divisas. Por el contrario, un Banco Central puede decidir aumentar o disminuir la base monetaria independientemente del signo de la balanza de pagos.

La oferta monetaria bajo ambos sistemas puede ser expresada como

$$M = [(1 + e) / (r + e)] \cdot (E + R) \quad \text{ó}$$

$$M = [(1 + e) / (r + e)] \cdot \text{Base Monetaria.}$$

donde M = la oferta monetaria

E = el efectivo mantenido por el público

R = las reservas de los bancos comerciales

e = cociente entre el efectivo y los depósitos

r = coeficiente de reservas; es el cociente entre las reservas bancarias y los depósitos.

La oferta monetaria de un país con Banco Central representa un múltiplo de la base monetaria que a su vez, refleja la posesión de activos en moneda reserva por la misma. Pero, la anterior ecuación se convierte en el caso de un sistema de Caja de Conversión en la siguiente:

$$M = [(1 + e) / (r + e)] \cdot (F)$$

donde F = activos exteriores o sea, denominados en moneda reserva.

Si el país de la moneda reserva experimenta un aumento temporal en los tipos de interés, los inversores del país de la Caja de Conversión tienen incentivos a mover su capital para aumentar su rentabilidad. En primer lugar, han de cambiar su dinero por divisas. El resultado de esa salida de capitales es una disminución de la oferta monetaria doméstica. Los tipos de interés pueden aumentar al disminuir la oferta monetaria. Luego, la presión sobre los tipos de interés decrece en el país de la moneda reserva y aumenta en el país de la Caja de Conversión. Esta tendencia hace que los tipos de interés converjan al equilibrio. Si el país de la moneda reserva tiene un tamaño muy superior al de la Caja de Conversión, naturalmente los cambios en el tipo de interés se verán limitados.

La diferencia con el sistema de un Banco Central es la presencia de Títulos de Deuda (S). En este caso, la ecuación de la oferta monetaria toma ahora la forma de:

$$M = [(1 + e) / (r + e)] \cdot (F + S)$$

donde S = Títulos de Deuda Nacional.

Cuando la cantidad de reservas varía, un banco central puede esterilizar los efectos en su oferta monetaria doméstica a través de operaciones de mercado abierto. Si el cambio es a corto plazo y temporal, las operaciones descritas con anterioridad estabilizarán los precios y los tipos de interés. No obstante, si el cambio en las reservas es permanente,

esas acciones empeorarán los movimientos de capital, en tanto que los especuladores intentarán aprovecharse de una devaluación inminente, tal y como se observó en las crisis mexicana (1994) o en las asiáticas (1997).

¿Cuáles son los beneficios de la Caja de Conversión? En primer lugar, la convertibilidad de la moneda. En segundo término, la imposición de una disciplina macroeconómica. En tercer lugar, la provisión de un mecanismo automático de ajuste a través de la balanza de pagos. Finalmente, y como consecuencia de las tres anteriores, se consigue la creación de confianza en el sistema monetario y, por tanto, se promueve el aumento de la inversión, del consumo y, en definitiva, del crecimiento (Williamson, 1995). Ello es así porque se supone que el país que utiliza ese sistema será recompensado con la credibilidad y la estabilidad de precios que recibirá a expensas de perder la soberanía monetaria en manos del país de la moneda reserva. No obstante, el proceso descrito anteriormente no se produce siempre. Si, por ejemplo, se producen importantes déficits en cuenta corriente y éstos no están cubiertos por los superávits de la cuenta de capital, la organización se enfrentará a su cierre en el largo plazo a no ser que consiga revertir la situación. Una posible solución temporal sería la emisión de deuda pero el objetivo principal debe ser inversión de los flujos. Si los déficits en cuenta corriente persisten y siguen sin financiarse por las entradas de capital, la organización quebrará. Ello lógicamente minará la credibilidad, puesto que mantener la convertibilidad de la moneda local en términos de moneda reserva a un tipo de cambio fijo es normalmente visto como una evidencia de la misma. Sin embargo, esa convertibilidad no garantiza necesariamente unas actividades económicas sólidas en el país.

Naturalmente, la Caja de Conversión también tiene sus inconvenientes. Éstos serían el coste del señoreaje, el nivel inicial de reservas (*start-up problem*), el de transición (*transition*), el de ajuste (*adjustment*), el de manejo (*management*), el de crisis y el político (Williamson, 1995).

6.1.2. ¿En qué consistió realmente el Currency Board?

En los capítulos precedentes se observó una dicotomía entre las premisas y las situaciones que el modelo suponía que tenían que acontecer inexorablemente y lo que pasó realmente. Naturalmente, este caso no podía ser distinto. Las decisiones que se tomaron venían influenciadas no sólo por las consideraciones teóricas sino por las instituciones formales, informales y la capacidad para hacerlas cumplir. Es por esta razón que en el presente apartado se realizará un análisis pormenorizado de cada una de ellas.

6.1.2.1. Instituciones formales e informales de la época

Las instituciones que caracterizaron esta etapa de la historia fueron las críticas a la política Keynesiana, por un lado, y la pérdida de importancia del paradigma del socialismo real, por el otro. El declive de esas dos instituciones, entre otras cosas, provocó un auge de las teorías Neoliberales sobre el funcionamiento de la economía en general y sobre el SMI, en particular (Friedman, 2000). Esas teorías tuvieron traducción

en políticas económicas concretas como serían las privatizaciones de empresas públicas, la liberalización de determinados sectores y una determinada mundialización de la economía, entre otras. La plasmación de todas ellas en una estrategia que se denominó el Consenso de Washington.

6.1.2.1.1. La Crítica a la política Keynesiana

A finales de los 70 empieza a producirse una crítica a la política keynesiana y neokeynesiana desde las filas liberales y neoliberales. Así, mientras los primeros propugnan una intervención más activa y diferenciada del gobierno en la gestión de los ciclos económicos (de Sebastián, 1997), los últimos esgrimen que el estado no es la solución sino parte del problema.

Las críticas al Estado de bienestar provienen básicamente de dos frentes: el gasto excesivo y el ataque a la libertad individual (de Sebastián, 1997; Sala i Martín, 2001). El déficit público suele ser el principal argumento en lo que hace referencia al gasto del Estado. Una de las partidas más importantes de ese déficit es la seguridad social. Entienden los neoliberales que ésta absorbe ahorro de las economías domésticas y de las empresas y lo canaliza hacia actividades que no son ni productivas ni eficientes. Por tanto, el conjunto de la economía sufre de esa mala asignación de los recursos puesto que disminuye la capacidad de inversión en determinados sectores productivos mientras aumenta la de los no productivos. Además, los impuestos que se colocan sobre los agentes económicos no les permiten maximizar su bienestar al distorsionar su mecanismo de decisión. Una segunda crítica es la administración de un presupuesto que no les pertenece. En ese sentido, dado que los gobiernos están gestionando unas cuentas que “no son suyas” manifiestan una tendencia a gastar demasiado. Una tercera consideración hace referencia a las organizaciones que se crean. Por un lado, los neoliberales piensan que la valoración sobre el éxito o fracaso de ese organismo dependerá de sus beneficios mientras los costes desaparecen (misteriosamente añaden ellos) de la discusión. Además, la mentalidad de análisis es política; es decir, los gobiernos tienen una racionalidad diferente porque no tienen que competir y tampoco tienen la necesidad de obtener beneficios para su subsistencia. Simplemente, es una línea más de la partida presupuestaria correspondiente. Por otro lado, argumentan que si bien en algunos casos puede estar justificada su presencia, nunca existe ningún plan sobre cómo desmantelarla una vez haya desaparecido la necesidad para la que fue creada. Finalmente, la sensación que los gobiernos tienden a no realizar de manera satisfactoria las tareas que se les encomiendan.

El segundo frente de crítica es el que alude a la libertad individual. Dentro de esa concepción, existe una parte más filosófica que subraya que la libertad individual es el valor fundamental del hombre y que la intervención del gobierno implica a menudo, su reducción o limitación. La parte más prosaica alude a los incentivos de las personas. Así, en la medida que se acostumbra a los ciudadanos al paternalismo del estado, les desestimula del trabajo. Es decir, les hace menos aptos para tomar riesgos y por tanto, para obtener unos mayores beneficios en una economía competitiva.

En resumen, la idea que contenía este apartado era que (sin el Estado) “el sistema económico funciona mejor y que seguramente hoy en día, el único sistema factible es el

libre mercado” (Sala i Martín, 2001)²⁰⁴ o al menos, eso era lo que se creía en aquella época. La afirmación anterior no es ningún obstáculo para que los neoliberales estén de acuerdo en la importancia del rol del estado en la economía. No obstante, entienden que ese papel debe ser limitado.

6.1.2.1.2. La Pérdida de importancia del Paradigma Socialista

Los Planes Quinquenales rusos se iniciaron en 1928. Éstos tenían fuerza de ley y su incumplimiento constituía un delito. Además, ayudaron a militarizar la economía soviética en dos sentidos (Tortella, 2000). Por un lado, el principal objetivo del plan era el abastecimiento del ejército. Por el otro, la convirtió en una “economía de mando”, puesto que los incentivos no eran ni el beneficio ni el ánimo de lucro, sino la obediencia y el temor.

Una vez terminada la Segunda Guerra Mundial, la Unión Soviética no aceptó la ayuda del Plan Marshall. En su lugar constituyó en enero de 1949 el Consejo de Ayuda Económica Mutua (CAEM), que integraba a la URSS (que incluía en esa época las repúblicas bálticas de Estonia, Letonia y Lituania), Polonia, Checoslovaquia, Alemania Oriental, Hungría, Rumanía, Bulgaria y Albania. Poco después a este grupo de países se le conoció con el nombre de “democracias populares”.

El sistema soviético tenía para los neoliberales una serie de déficits importantes. En primer término, ni la mejor agencia de planificación ni el mejor burócrata podía manejar más datos e interpretar mejor la información que el mercado. El mercado, entendido como el lugar donde consumidores y oferentes realizan sus intercambios, era el sistema más eficiente posible. Es decir, era el que asignaba de forma óptima los recursos escasos de una unidad económica a las necesidades ilimitadas de los agentes. Y esa eficiencia en la asignación, venía asegurada por la racionalidad de los agentes individuales que buscaban la máxima ventaja en esas transacciones económicas. En segundo lugar, dado que la producción se realizaba según el plan, independientemente de las necesidades de los consumidores, la calidad era una cuestión secundaria. Es decir, no era relevante que el coche consumiera veinte litros a los cien o la calidad de la chapa con la que estaba fabricado; era una cuestión de cumplimiento del plan. Por tanto, para asegurarlo, empezó la integración vertical. La lógica de estas decisiones era que la fábrica de automóviles prefería tener su propia chapa a tener que comprarla al “estado” que a lo mejor no se la entregaba con la puntualidad necesaria y ello le implicaba un incumplimiento de los objetivos. Luego, las empresas tendían a ser inmensas e integradas y, por desgracia, ineficientes. Finalmente, lo que producía ese sistema era una distorsión en los incentivos de los agentes económicos.

Estos déficits se agudizaron cuando el presidente Reagan decidió impulsar un programa armamentístico denominado la *Guerra de las Galaxias*. Ello desequilibraba la balanza a favor de los norteamericanos y dejaba a la Unión Soviética ante una mala disyuntiva: o admitir la superioridad americana o tratar de igualar la capacidad de los EEUU. Esta situación unida a la costosa guerra de Afganistán provocó que se iniciara una corriente en el interior de la URSS favorable a la reforma económica e incluso política. Sin embargo, el sistema era irreformable (Tortella, 2000). Ello era debido a que la piedra

²⁰⁴ “... gairebé tots els economistes moderns estan d’acord que el sistema econòmic funciona millor i potser l’únic sistema factible avui és el de lliure mercat” (Sala i Martín, 2001).

angular era la coerción. Ésta no podía ser retirada gradualmente, por lo que o se aplicaba con toda su fuerza o se eliminaba y eso conllevaba la desintegración del sistema.

El resto de la historia es sobradamente conocido. El declive de las organizaciones e instituciones soviéticas, aunque interesante, no es objeto de este estudio y por tanto, no se analizará su incidencia en el final del régimen. Sólo destacar que el 9 de noviembre de 1989, Günter Schabowski anunció en conferencia de prensa el final de las restricciones de paso entre las dos Alemanias. En ese instante, miles de personas se dirigieron hacia el muro de Berlín, también llamado “de la vergüenza”, donde los guardas abrieron los puntos de acceso y se inició el derrumbamiento del muro. Sin embargo, había caído algo más que una pared: había caído el “socialismo real”.

En resumen, la idea que contiene este apartado es que “la convicción *a priori* de que el mercado y la propiedad privada son malos, y la planificación estatal y la propiedad colectiva son buenos han hecho un daño incalculable en el siglo XX (...). La historia económica de la segunda mitad de nuestro siglo ha demostrado que el viejo principio fisiocrático del *laissez-faire*, aparentemente tan ñoño y tan simple, tenía mil veces más fuerza y más vigencia que las proclamaciones grandilocuentes de Marx y los economistas de izquierda que le siguieron” (Tortella, 2000: 287) o al menos, ésta era la idea que se tenía en aquella época.

6.1.2.1.3. Las Teorías Neoliberales

La crisis de las políticas keynesianas y la caída del “socialismo real” provocó, entre otras cosas, el auge de las teorías neoliberales (Stiglitz, 2003). El Neoliberalismo fue definido en aquella época como “una manera de pensar y actuar sobre la organización de la economía nacional e internacional, que, basándose en los principios de la economía neoclásica e impulsada por las actuaciones políticas de la señora Thatcher y el presidente Reagan, se han extendido entre intelectuales, políticos y gobernantes en los últimos veinte años como una forma de pensamiento único e insustituible. Es un modo de pensar y actuar que implica naturalmente pensamiento y acción sobre realidades políticas y sociales conexas” (de Sebastián, 1997).

Aunque no esté formado por un cuerpo de doctrinas homogéneo, si se analizan las críticas anteriores se observarán sus premisas básicas. Por un lado, la prevalencia de los agentes económicos individuales sobre la colectividad. Por el otro, la intervención del estado y en consecuencia su tamaño en la economía, ha de ser lo menor posible.

Sin embargo, en esa época se elaboró un conjunto de políticas para que fueran la fórmula para promover el crecimiento en América Latina, aunque no para todos los países. Éstas fueron presentadas por primera vez por John Williamson en el *Institute for International Economics* en un texto denominado “Lo que Washington quiere decir cuando se refiere a reformas de política económica” (*What Washington Means by Policy Reform*). De este documento nació la expresión El Consenso de Washington (*Washington Consensus*) y fue visto como la plasmación de las teorías neoliberales. Éste enumeraba diez puntos sobre los cuales supuestamente existía un acuerdo entre las principales organizaciones con sede en Washington: desde el FMI y el Banco Mundial, hasta la Reserva Federal y el Tesoro, entre otros.

Cuadro 11: El Consenso de Washington

Son diez tópicos que tratan sobre políticas económicas o herramientas más que objetivos o resultados. Williamson pensaba que eran percibidos en “Washington” como importantes y en los que a su vez, existía cierto consenso. Se asumía, desde una visión tecnocrática, que los objetivos económicos de crecimiento, baja inflación, una balanza de pagos viable, y una distribución equitativa de la renta debería determinar la disposición de dichos instrumentos. Estas reformas eran:

- i) Disciplina de la política fiscal
- ii) Redirección del gasto público hacia educación, sanidad e infraestructuras
- iii) Reforma fiscal: “aplanando” la curva impositiva
- iv) Los tipos de interés que sean determinados por el mercado y moderadamente positivos en términos reales
- v) Tipos de cambio competitivos.
- vi) Liberalización del comercio.
- vii) Apertura a la inversión extranjera directa
- viii) Privatización de las empresas estatales
- ix) Desregulación. Eliminar normativas que impidan la competencia.
- x) Seguridad jurídica de los derechos de propiedad.

En consecuencia, no figuraba ningún punto referido a la situación social.

Rápidamente surgieron críticos a dicho consenso. Así, Noam Chomsky en su libro *El beneficio es lo que cuenta. Neoliberalismo y orden global*. definía al Consenso de Washington como “un conjunto de principios favorables al mercado diseñados por el gobierno de Estados Unidos y las organizaciones financieras internacionales que éste domina en buena medida, puestos por ellos en práctica de diversas maneras: para las sociedades más vulnerables, a menudo en forma de rigurosos programas de ajuste estructural” (Chomsky, 2000: 20).

Aunque las políticas abarcaban diez tópicos, tres eran considerados los pilares básicos: la austeridad fiscal, la privatización de empresas públicas y la liberalización de los mercados (Stiglitz, 2002).

La **austeridad fiscal** se veía como un buen indicador para que atraer capital o en el peor de los casos, evitar su salida. El FMI había colocado la austeridad fiscal como un elemento central para la condicionalidad en los programas que estaba negociando (Williamson, 1989). En cuanto a la forma de conseguirla existía una preferencia en las medidas que incidían en la reducción del gasto más que las que implicaban un aumento de impuestos. Si se reducía el gasto público, el estado liberaba recursos con los que podía hacer frente a la deuda externa. Eso le permitiría reducir el riesgo de la deuda y la probabilidad de impago y, en consecuencia, se reducirían los tipos de interés que se le

aplicaba. Por tanto, estimularía la inversión (Closer, 2004)²⁰⁵. Pero, si se aumentaban los impuestos, se eliminaban los pocos ahorros que tenían los agentes en esas latitudes y como resultado, se creaban graves distorsiones para la consecución de la eficiencia económica. Finalmente, una reducción del déficit transmitía a los agentes económicos una sensación de confianza en el sistema y de credibilidad en el gobierno.

Los argumentos para la **privatización** iban en la misma línea. La privatización consiste en la conversión de empresas de propiedad estatal en empresas de propiedad privada. Por ello, la privatización podría ayudar a aliviar la presión sobre el presupuesto gubernamental tanto en el corto como en el largo plazo. En el corto, por el ingreso derivado de la venta de la empresa y en el largo, en tanto que las inversiones necesarias no correrían a cargo del estado sino de manos privadas (Williamson, 1989). Otro argumento sería el que hace referencia a la gestión. Existía la creencia que la industria privada estaba mejor gestionada que la pública, soportada por los incentivos y la posibilidad de quiebra. Finalmente, la ausencia de una fuerte industria privada era la que motivaba a esos estados a realizar tales tareas y malbaratar recursos, dado que esa no era su función principal. Los críticos a estas políticas, como Joseph Stiglitz, manifestaban su desacuerdo. Básicamente argumentaban que se atendía más a cuestiones macroeconómicas que microeconómicas. Es decir, se observaba el tamaño del déficit con preocupación pero no el sufrimiento de los consumidores al ver reducido su excedente ni de los trabajadores por perder su trabajo. Además, según ellos eran necesarias una serie de precondiciones para que la privatización pudiera contribuir al crecimiento económico. Ello era debido a que la forma en que se realizara comportaba grandes diferencias en los posibles resultados (Stiglitz, 2002). En ese sentido, la corrupción que se había producido en determinados procesos, como el ruso o el argentino, servían como ejemplo de *mala praxis*.

El tercer pilar era la **liberalización**. Ésta se definía como la eliminación de las interferencias del gobierno en los mercados; sean de bienes, como eliminación de obstáculos al comercio, o de capitales. El argumento principal para la liberalización comercial era la teoría de la ventaja comparativa de David Ricardo. Ésta demuestra que si un país tiene ventaja comparativa debe especializarse en la producción de los bienes que puede fabricar a un coste relativamente más bajo. Esto comporta un patrón comercial en que la apertura del comercio implicará la especialización de, al menos, un país. Si se produce, mejorará el bienestar de alguno de los países que participen en esos intercambios. Luego, los países se beneficiarían del comercio. Esta argumentación y la preconizada anteriormente austeridad fiscal, conllevaban la eliminación de subsidios, subvenciones y otros “obstáculos” al comercio, como una opción preferente (Williamson, 1989). Los críticos con esta postura argumentaban que en los países en desarrollo se necesitaban unas condiciones mínimas como la figura del emprendedor y el capital mínimo necesario para crear una empresa (Stiglitz, 2002). Otros, hablaban de un doble standard, en el sentido de que las grandes naciones exigían la liberalización de todos los mercados, excepto los suyos (Chomsky, 2000). Algunos incluso les ponían nombres y apellidos, como Shafiqul Islam que señalaba la ironía de Ronald Reagan, pues fue el más apasionado amante del *laissez faire* pero mientras estuvo en la presidencia se produjo el mayor giro hacia el proteccionismo desde la década de los 30 (Islam, 1990).

²⁰⁵ Extraído de Tenennbaum, 2004.

La liberalización del mercado de capitales era más compleja. Ello se debe a que si bien existe cierta evidencia teórica que la liberalización comercial, si se implementa adecuadamente, se obtienen resultados positivos, en la de capitales se produce una lucha de intereses o, como mínimo, un desencuentro (*mismatch*) de incentivos. Es decir, los agentes económicos, unidades domésticas o empresas, pueden decidir tomar prestado a corto plazo en el interior o en el exterior; pero, si lo hacen en el exterior, el gobierno tiene que reestructurar su política aumentando las reservas si desea mantener cierto equilibrio y, en consecuencia, inspirar confianza. No obstante, el Consenso argumentaba que mercados donde imperara la libre competencia eran más eficientes y por tanto, permitían un crecimiento mayor (Williamson, 1989). Otro argumento esgrimido era que con la liberalización, los agentes podían diversificar las fuentes de financiación (Stiglitz, 2002).

Estas posturas llevaron a un “orden liberal internacional”²⁰⁶: la **Globalización**. Otros lo definieron diciendo que la globalización “no es una abstracción, sino una manera de llamar a la fase actual de dominación del sistema capitalista”²⁰⁷. De Sebastián (2003: 33) elabora una definición más aséptica, científica, sin carga moral y explica que la “Globalización es el nombre genérico con el que se conoce actualmente a un conjunto de fenómenos socioeconómicos relacionados entre sí, que han acarreado una interdependencia funcional entre sociedades distintas y alejadas geográficamente”. Con esa misma intención, Sala i Martín (2001: 91) puntualiza que “la globalización se podría definir como la situación en que ni las distancias ni las fronteras nacionales impiden que se lleven a cabo transacciones comerciales a través de movimientos de mercancías, de personas o de capitales”, además “la globalización permitiría llevar a escala global lo que se ha visto era bueno para un solo país: la prosperidad que surge cuando se deja funcionar a la economía de mercado”²⁰⁸. En ese sentido, la globalización fue vista como una prolongación y una intensificación de las tendencias que venían manifestándose desde la finalización de la Segunda Guerra Mundial. La creciente interrelación entre los distintos mercados nacionales, fueran de bienes o de capitales, había sido progresiva a lo largo de la segunda mitad del siglo XX. El último cuarto vio acelerada esa tendencia gracias a los avances tecnológicos (internet, comunicaciones) que permitieron reducir las “distancias” entre los distintos agentes. No obstante, ese fenómeno no abarcó con la misma profundidad los ámbitos de la actividad económica (de Sebastián, 2003) ni siquiera a la totalidad de los mismos (Sala i Martín, 2001).

Esa falta de universalidad y de homogeneización de la globalización implicó la simiente de una de las principales críticas en la resolución de crisis: la misma talla no sirve para todos (*one size doesn't fit all*) o en otras palabras que “cada tiempo y cada país era distinto” (Stiglitz, 2002)²⁰⁹. Esa “talla” hacía referencia a la aplicación del conjunto de medidas que se acaban de analizar. Naturalmente, tienen un nexo común: las denominadas teorías neoliberales. La piedra angular es el modelo, normalmente atribuido a Adam Smith y que se analizó en apartados precedentes, en el que la mano invisible conduce a la economía hacia los resultados más eficientes posibles. Así, la

²⁰⁶ The Economist, 2002.

²⁰⁷ Vázquez Montalbán, 2002.

²⁰⁸ “La globalització es podria definir com la situació en què ni les distàncies ni les fronteres nacionals no impedeixen que es portin a terme transaccions comercials a través de moviments de mercaderies, de persones o capitals”, (...), la globalització permet portar a escala mundial el que hem vist que era bo a a escala d'un sol país: la prosperitat que sorgeix quan es deixa que funcioni l'economia de mercat (Sala i Martín, 2001: 91).

²⁰⁹ “Each time and each country is different” (Stiglitz, 2002: 88).

globalización tenía su propio sistema de normas (Friedman, 2000); sus propias instituciones formales e informales.

6.1.2.2. Capacidad de hacer cumplir las instituciones

El análisis institucional no puede detenerse en el ámbito de las propias instituciones, sean formales o informales. Ello es debido a que es tan importante la definición y el análisis de las mismas como la capacidad de las organizaciones para imponer su cumplimiento.

6.1.2.2.1. Un nuevo “orden” y el nuevo FMI

El 1 de abril de 1978 entró en vigor la segunda enmienda del Tratado Constitutivo de Bretton Woods. Este hecho se produjo después de una confusa etapa en que existía una total contradicción entre los artículos del Tratado y la política cambiaria que seguían los países. Dicha enmienda incorporaba las modificaciones consignadas en la Resolución N° 31-4 de la Junta de Gobernadores. De entre ellas, cabe destacar la nueva redacción del Artículo IV del Convenio Constitutivo que establecía un nuevo sistema de tipos de cambio. En él, cada país tenía libertad para fijar el mecanismo que deseara. No obstante, había una excepción como se deduce de su lectura: no podía estar vinculado al oro. Ello puede observarse en el Artículo IV, Sección 2; de Regímenes generales de cambio.

“a) Todo país miembro notificará al Fondo, dentro del término de treinta días a partir de la fecha de la segunda enmienda de este Convenio, el régimen de cambios que se proponga adoptar en cumplimiento de sus obligaciones conforme a la Sección 1 de este Artículo, y notificará al Fondo sin demora las modificaciones que en él realice.

b) Con arreglo a un sistema monetario internacional como el vigente el 1 de enero de 1976, los regímenes de cambios podrán consistir: i) en el mantenimiento por un país miembro del valor de su moneda en derechos especiales de giro u otro denominador, excepto el oro, según decida el país; ii) en regímenes cooperativos mediante los cuales los países miembros mantengan el valor de su moneda en relación con el valor de la moneda o monedas de otros países miembros, o iii) en otro régimen de cambios a elección del país miembro.

c) Para estar acorde con la evolución del sistema monetario internacional, el Fondo, por mayoría del ochenta y cinco por ciento de la totalidad de los votos, podrá dictar disposiciones referentes a regímenes generales de cambios sin limitar el derecho de los países miembros de instituir el régimen de su elección siempre que sea compatible a la Sección 1 de este Artículo”²¹⁰.

Si se realizara un análisis detallado, se llegaría a la conclusión que tampoco existe ninguna regla que haga referencia a las reservas. Sin embargo, la reserva más utilizada

²¹⁰ Artículo IV, Sección 2. Regímenes generales de cambios.

de momento, es el dólar. Aunque otras divisas, como el euro o el yen, también se utilizan, incluso el oro, pero sin la importancia que tuvo en épocas anteriores. El sistema en vigor es también muy permisivo en lo referente a las obligaciones y mecanismos de ajuste.

Lógicamente, ese “nuevo orden” necesitaba de un “nuevo FMI”. Así, por ejemplo, al FMI le correspondía la supervisión de los regímenes de tipo de cambio que decidieran los países miembros. Además, y gracias al mismo artículo 4, el FMI tendría una consulta anual con todos los estados miembros. El informe resultante constituía realmente una señal para el resto del mercado.

6.1.2.2.2. La condicionalidad

La cláusula de condicionalidad es el principal elemento que tiene el FMI en la actualidad para hacer cumplir las instituciones (*enforcement*). Por esta razón, se realizará en este apartado un extenso estudio de dicha cláusula.

La condicionalidad no figuraba en el Tratado Constitutivo del Fondo en 1944. En las negociaciones, la delegación inglesa, liderada por John M. Keynes, se opuso al término porque Gran Bretaña sería probablemente una nación deudora (Dreher & Vaubel, 2004). Sin embargo, los Estados Unidos no estaban dispuestos a que se utilizaran los fondos del FMI sin ciertas salvaguardas y además, aunque tuvieran peores argumentos que los ingleses, tenían los recursos. Ello era especialmente significativo en los años posteriores a la finalización de la Segunda Guerra Mundial. Por esa razón, en marzo de 1948 el Consejo de Directores Ejecutivos (Board of Executive Directors) decidió que podían incluirse algunas condiciones a los préstamos. Esta decisión cristalizó en la Resolución 10-52/11 donde se explicaba que “... la tarea del Fondo es ayudar a los países miembros que necesitan ayuda temporal y que las peticiones deberían ser esperadas de los países miembros que están en problemas. La actitud del Fondo hacia la posición de cada uno de los países miembros debería depender de si el problema es de naturaleza temporal y de si las políticas que el país miembro perseguirá serán adecuadas para solucionar el problema. Las políticas, por encima de todo, son las que deberían determinar la actitud del Fondo” (IMF, 1952)²¹¹.

La distinta acepción del concepto depende de las instituciones y de las organizaciones de la época. La nueva tendencia se ve plasmada en el Tratado Constitutivo a través de las incorporaciones del Artículo 1, Sección V y del Artículo 5, Sección 3 (a) de la primera enmienda que entró en vigor el 28 de julio de 1969.

Las enmiendas a través de las cuales se introduce el término de condicionalidad, se realizan con la referencia al uso temporal de los recursos. Así, el quinto propósito del Fondo se corregiría para decir que era un fin “infundir confianza a los países miembros poniendo a su disposición *temporalmente* y con garantías adecuadas los recursos generales del Fondo, dándoles así oportunidad de que corrijan los desequilibrios de sus

²¹¹ “The task of the Fund is to help members that need temporary help, and requests should be expected from members that are in trouble in a greater or lesser degree. The Fund’s attitude towards the position of each member should turn on whether the problem is of a temporary nature and whether the policies the member will pursue will be adequate to overcome the problem within such a period. The policies, above all, should determine the Fund’s attitude” (IMF, 1952).

balanzas de pagos sin recurrir a medidas perniciosas para la prosperidad nacional o internacional”²¹². A su vez, la última frase del mismo artículo era cambiada para decir que “el Fondo se atenderá en todas sus *normas* y decisiones a los fines enunciados en este Artículo”²¹³. Las palabras en cursiva son las introducidas por la primera enmienda.

Estas nuevas concepciones adicionales se reflejan y tienen su contenido operacional en las dos subsecciones que se añadieron al Artículo V, Sección 3ª titulada “Condiciones que regulan el uso de los recursos generales del Fondo”. Específicamente los añadidos son: c) “El uso por parte de un miembro de los recursos del Fondo deberá estar en concordancia con los propósitos del Fondo. El Fondo adoptará políticas en el uso de sus recursos que ayudará a los países a solventar sus problemas de balanza de pagos de una forma consistente con los propósitos del fondo y que establecerá salvaguardas adecuadas para el uso temporal de sus recursos”²¹⁴; y d) “Las alegaciones por un país miembros bajo (a) serán examinadas por el Fondo para determinar si la compra propuesta sería consistente con las provisiones de este Convenio y con las políticas adoptadas bajo el mismo”²¹⁵.

El concepto se convierte a partir de entonces en un concepto dinámico (Goldstein, 2000) o lo que es lo mismo, en constante evolución. Así, se podrían distinguir tres estadios en la evolución del SMI según dónde se coloque el énfasis de la condicionalidad del FMI (Federico, 2001): la era de Bretton Woods (donde se colocaba el acento en la salvaguarda; *safeguard*), en la crisis de la deuda de los 80 (donde se entendía como un compromiso para no endeudarse por encima de determinados niveles; *commitment technology*), y en las crisis de cuenta de capital de mediados y finales de los 90 (como contenedor del riesgo moral; *moral-hazard containment*).

La condicionalidad es el “compromiso por parte de las autoridades de un país a la aplicación de ciertas medidas económicas y financieras ante la obtención de un préstamo del FMI” (IMF, 2005a) o “una ligazón explícita entre la aprobación o continuación de la financiación del Fondo y la implementación de ciertos aspectos específicos del programa político del gobierno” (IMF, 2001c: 7). Buirra (2003: 5) define el término en un sentido más amplio cuando escribe que la condicionalidad son los “medios por los que una parte ofrece ayuda e intenta influir en las políticas de otra para asegurar el cumplimiento de un programa de medidas: una herramienta mediante la cual a un país se le conmina a seguir unas políticas específicas o a acometer ciertas reformas que probablemente no realizaría, a cambio de dicha ayuda”. Naturalmente, en el centro del concepto se encuentra el proceso de negociación. Ésta se produce entre un país miembro y el Fondo, cuando el primero necesita liquidez para hacer frente a sus déficits de la Balanza de Pagos. El FMI tiene una terminología especial para estos casos y es

²¹² “To give confidence to members by making the Fund’s resource *temporarily* available to them under adequate safeguards, thus providing them with opportunity to correct maladjustments in their balance of payments without resorting to measures destructive of national or international prosperity”. Art. 1, v)

²¹³ “The Fund shall be guided in all its *policies and* decisions by the purposes of this articles”

²¹⁴ “A member’s use of the resources of the Fund shall be in accordance with the purposes of the Fund. The Fund shall adopt policies on the use of its resources that will assist members to solve their balance of payments problems in a manner consistent with the purposes of the Fund and that will establish adequate safeguards for the temporary use of its resources”.

²¹⁵ “A representation by a member under (a) above shall be examined by the Fund to determine whether the proposed purchase would be consistent with the provisions of this Agreement and with the policies adopted under them”.

que el país está “fuera de la vía” (*off track*). Naturalmente, la implicación directa es que existe una vía correcta para los estados miembros. Por eso, la condicionalidad también puede ser interpretada como una herramienta de monitoreo por la que el Fondo actúa para “sustituir el inexistente contrato entre la soberanía y el inversor externo individual y por tanto ayudar al país receptor a beneficiarse plenamente de la liberalización de su cuenta de capital” (Tirole, 2002)²¹⁶. En cualquier caso y sea cuál sea la acepción del término condicionalidad, ésta representa buena parte del *enforcement* de la organización.

La condicionalidad tiene como objetivo fundamental, según el propio Fondo, el “restablecer o mantener la viabilidad de la balanza de pagos y la estabilidad macroeconómica, a la vez que se sientan las bases de un crecimiento sostenido de alta calidad” (IMF, 2005a). Un país miembro puede solicitar asistencia financiera del FMI si tiene una necesidad de balanza de pagos, es decir, si no puede conseguir financiación en cantidad suficiente y en condiciones accesibles para hacer frente a sus pagos internacionales netos. Pero Collier *et alii* (1997) basan el concepto de racionalidad en cinco aproximaciones. En primer lugar es un mecanismo de incentivos que promueve cambios en las políticas del país prestatario. Ésta sería la lógica inducida (*inducement*). En segundo término, las organizaciones financieras internacionales sólo pueden prestar a países con un buen entorno político. Éste sería el enfoque de selectividad (*selectivity*). La tercera sería que el organismo podría pretender una aproximación paternalista (*paternalism*). La ayuda debería ser gastada sólo en bienes y servicios determinados. En cuarto lugar, la condicionalidad podría ser usada como un instrumento para el compromiso del gobierno a determinadas políticas. Ésta sería la aproximación limitativa (*restraint*) cuya eficacia descansa en la credibilidad de la amenaza. Finalmente, en un contexto de información asimétrica, el gobierno podría utilizar la condicionalidad como mecanismo de señalización para los inversores externos.

La condicionalidad presenta una relación inversa al volumen de crédito desde el punto de vista de los demandantes (Dreher & Vaubel, 2004). Así, *ceteris paribus* una disminución de las condiciones del mismo implica una mayor cantidad demandada de préstamos. Pero la relación es directa desde el punto de vista de los oferentes. Así a mayor volumen de demanda de préstamos, implica un aumento de la condicionalidad (Dreher & Vaubel, 2004). Una posibilidad que se ha presentado recientemente en la literatura para desvincular esas variables ha sido la condicionalidad *ex ante*. Ello implicaría la exigencia de unos determinados requisitos para que las naciones pudieran pedir los préstamos (IMF, 2002c). Por ejemplo, serían ineligibles aquellos países cuya expansión del crédito doméstico excediera al crecimiento de la producción potencial, dado que estarían fomentando la inflación a corto plazo.

Finalmente, el FMI concede el crédito en el marco de un “acuerdo”. En ese sentido, la condicionalidad es, desde el punto de vista del Fondo, un elemento de una amplia estrategia para ayudar a los países a diseñar y llevar a cabo sólidos programas de política económica y financiera (IMF, 2002c). Por esa razón ha de tener los siguientes elementos²¹⁷: propiedad nacional (*national ownership*), parsimonia (*parsimony*), a medida (*tayloring*), coordinación (*coordination*) y claridad (*clarity*). La propiedad

²¹⁶ “... to substitute for the missing contracts between the Sovereign and individual foreign investors and to thereby help the host country to fully benefit from its capital account liberalization” (Tirole, 2002: 114).

²¹⁷ Éstos pueden verse más detalladamente en el documento del Fondo denominado *Conditionality in Fund Supported Programs – Policy Issues* (IMF, 2001c).

nacional hace referencia a la capacidad de los interlocutores del país para asumir la responsabilidad de formular y llevar a cabo aquellas políticas sobre la base de que el programa es posible y es para el mejor interés del país. Por ello, deben ser fácilmente distinguibles los objetivos de las autoridades del país de las del Fondo, tanto en los escritos del staff como en los documentos de los países miembros (*clarity*). Además, los requisitos no sólo se limitan a los mínimos necesarios para conseguir los objetivos del programa o dirigir su implementación (*parsimony*) sino que además el énfasis se coloca en distintos puntos puesto que las metas son diferentes (*tayloring*). Naturalmente, es posible que sea necesaria la coordinación entre distintas organizaciones multilaterales para conseguir la provisión de ayuda necesaria a los miembros (*coordination*).

En resumen, el FMI estipula una serie de políticas y medidas específicas que el país se aviene a poner en práctica. Éste, en consulta con el Fondo, elabora el programa económico que sirve de base al acuerdo y lo presenta en una carta de intención (*letter of intent*) al Consejo Ejecutivo. Una vez se aprueba el acuerdo, el crédito se entrega en desembolsos periódicos a medida que se va ejecutando el programa. Por tanto, uno de los modelos aplicables sería el del principal-agente. Sin embargo, la visión del FMI como principal es inconsistente con la “propiedad” del país del programa (Killick, 1997), como se analizará más adelante.

La mayoría de los créditos concedidos por el FMI incluyen desembolsos escalonados. Ello permite al Fondo comprobar que se están cumpliendo los compromisos contraídos antes de efectuar nuevos desembolsos. Los mecanismos que se utilizan para observar el seguimiento son las acciones previas, los criterios de ejecución (sean cuantitativos o estructurales), las metas indicativas, los parámetros de referencia estructurales y el examen del programa (IMF, 2005b).

Sin embargo y a pesar de esas herramientas, la condicionalidad del Fondo ha sido criticada, no por su capacidad de hacer cumplir las instituciones sino, por sus cláusulas inapropiadas (Bandow, 1994; Feldstein, 1998; Meltzer, 2000; Stiglitz, 2001), la nula capacidad para hacer cumplir los requisitos (Bandow, 1994) y por estar imbuida de un “evangélico celo para difundir la magia del mercado” (Bandow, 1994).

En marzo del año 2000, la Comisión Meltzer, establecida por el Congreso de los Estados Unidos para analizar las contribuciones de este al FMI, emitió su dictamen. En él se precisaba que la “detallada condicionalidad (a veces incluyendo docenas de condiciones) había “condenado” a los programas del Fondo en los últimos años y había hecho que fueran altamente conflictivos, muy costosos en la negociación y, a menudo, inefectivos” (Meltzer, 2000)²¹⁸. Naturalmente, la organización no puede permanecer indiferente ante los casos de corrupción o de violación de los derechos humanos y civiles. Sin embargo, seguramente no es el organismo más adecuado para llevar a cabo reformas de ese estilo de la forma más eficiente. Ese debate no es nuevo puesto que ya en 1983 David Finch, entonces Director del Departamento de Relaciones Comerciales (*Director of the IMF’s Exchange and Trade Relations Department*), escribió que el FMI “ni había sido establecido para servir de guía en las prioridades políticas y sociales ni su sistema de votación había sido diseñado para establecer una autoridad moral sobre

²¹⁸ [To the extent that IMF lending is limited in short-liquidity loans, backed by preconditions that support financial soundness, there would be no need for] detailed conditionality (often including dozens of conditions) has burdened IMF programs in recent years and made such programs unwieldy, highly conflictive, time consuming to negotiate, and often ineffectual” (Meltzer, 2000:7).

cuestiones de naturaleza no económica. Sus funciones deben mantenerse en sus aspectos técnicos” (Finch, 1983)²¹⁹. En ese mismo sentido, Martin Feldstein (1998) consideraba que el FMI debería resistir la tentación de utilizar las crisis cambiarias como una oportunidad para forzar a los países a realizar reformas estructurales, aunque no dudara que fueran útiles a largo plazo. Sólo concedía una excepción y es que fueran absolutamente necesarias para el futuro acceso a los fondos internacionales (Feldstein, 1998)²²⁰.

Cuadro 12: Los servicios financieros del FMI

El Fondo Monetario Internacional ha creado una serie de instrumentos de crédito o “servicios financieros”. Los más importantes son:

- i) Acuerdos de derecho de giro (*stand by*). Estos acuerdos tienen por objeto ayudar a los países a resolver problemas de balanza de pagos de corto plazo y a través de ellos se presta el mayor monto de recursos del FMI. En general, tienen una duración de 12 a 18 meses, y el reembolso debe efectuarse en un plazo de 2 ¼ a 4 años. Se aplican sobretasas si los montos son elevados.
- ii) Servicio ampliado del FMI. Éste fue creado en 1974 para ayudar a los países a resolver problemas de balanza de pagos de mayor duración que requieren reformas fundamentales en la estructura de su economía. Por consiguiente, el plazo de los acuerdos ampliados es más largo (3 años en general) y el reembolso debe efectuarse en un plazo de 4 ½ a 7 años. También se aplican sobretasas si los montos son elevados.
- iii) Servicio de complementación de reservas. Éste fue establecido en 1997 para atender necesidades de financiamiento en gran escala a muy corto plazo. Se prevé que los países reembolsen los préstamos en un plazo de 2 a 2 ½ años, pero pueden solicitar una prórroga de hasta seis meses.
- iv) Servicio de financiamiento compensatorio. Éste fue creado en 1963 para proporcionar asistencia a los países afectados por una insuficiencia repentina de sus ingresos de exportación o por un aumento del costo de las importaciones de cereales como consecuencia de la fluctuación de los precios mundiales de los productos básicos.

Fuente: IMF, 2005b

²¹⁹ “The IMF has not been established to give guidance on social and political priorities, nor has its voting system been designed to give it the moral authority to oversee priorities of a noneconomic nature. Its functions have to be kept narrowly technical ... and the Fund has to accept that the authorities of a country are the sole judges of its social and political priorities” (Finch, 1983: 77).

²²⁰ “The Fund should resist the temptation to use currency crises as an opportunity to force fundamental structural reforms on countries, however useful they may be in the long term unless they are absolutely necessary to revive access to international funds”. (...). “The fundamental issue is the appropriate role for an international agency and its technical staff in dealing with sovereign countries that come to it for assistance. It is important to remember that the IMF cannot initiate programs but develops a program for a member country only when that country seeks help” (Feldstein, 1998).

Jagdish N. Bhagwati (1998) escribía en la revista *Foreign Affairs* que la rápida liberalización de la cuenta de capital y de los mercados financieros en las economías emergentes que se propusieron desde el Fondo en los años 90 precipitaron las crisis financieras de ese período. Pero la crítica no sólo se circunscribe a la causación de la crisis, sino también a su manejo. En esa dirección, Stiglitz (2001) critica no sólo que la “misma talla no sirve para todos”, sino que además los requisitos que se exige a los estados no son los necesarios para la resolución de la crisis. Por ejemplo, cuando un país industrializado se enfrenta a una recesión, normalmente utilizará una política fiscal y/o monetaria expansiva para estimular la recuperación de la demanda agregada, como ha sucedido en Estados Unidos y Alemania, recientemente. Pero los países emergentes no son capaces de impulsar políticas similares. En su lugar, han de realizar una política fiscal o monetaria restrictiva para proteger sus reservas ante la posibilidad que el miedo provoque una crisis de confianza dada la elevada volatilidad de los mercados financieros. Al tomar ese tipo de medidas, se agrava la contracción de la actividad económica doméstica e internacional como sucedió en Corea en 1998 (Krugman, 1998).

La segunda crítica a la condicionalidad del Fondo hacía referencia a la nula capacidad que tenía éste para imponer el programa. El FMI (2002c), en su publicación “Guía para la condicionalidad” (*Guidelines to Conditionality*), establecía que el acceso a los recursos del Fondo era no discriminatorio y por tanto, todos los países miembros debían recibir el mismo trato. Pero, si el corazón del concepto reside en la negociación, cuanto más grande sea el país y más fuerte sea su posición financiera, más numerosas serán las alternativas viables y por tanto, se verá menos presionado por el FMI. Naturalmente, la proposición anterior también se da en sentido inverso. Es decir, cuanto más pequeño sea el país y más débil será su posición financiera, menos serán sus alternativas y por tanto, el poder del FMI será mayor. En ese sentido las palabras de Volcker & Gyohten (1992) son extraordinariamente reveladoras al decir que “cuando el FMI negocia con un país pobre y débil, el país se alinea con él. Cuando negocia con un país grande y fuerte, es el FMI el que se alinea”²²¹. Además, estas reflexiones se realizan sin entrar en el debate consideraciones de importancia estratégica o política. Por tanto, se puede concluir que se observa ante una asimetría de poder entre el país y el Fondo. Ello se produce porque, en términos generales, cuanto mayor sea la necesidad de recursos del país, mayor es la probabilidad que la condicionalidad del FMI pueda obtener la imposición de determinadas políticas. Además, la noticia de rotura de negociaciones con el Fondo puede suponer una señal negativa para los mercados. Consecuentemente, aumentaría el tipo de interés y el influjo de capitales se detendría inmediatamente.

No obstante, y a pesar de todas las consideraciones anteriores, el FMI no tiene capacidad coercitiva para hacer cumplir sus condiciones (Bandow, 2004), lo que sembraría dudas sobre la condicionalidad como elemento real de *enforcement*. Si un determinado país viola los acuerdos con el Fondo, éste puede simplemente extender un permiso y modificar las condiciones iniciales (renegociación del crédito). Otra posibilidad sería suspender el préstamo. Pero posteriormente se vería en la necesidad de negociar uno nuevo. En ese momento, los movimientos de capitales volverían a fluir de nuevo hasta que el deudor incumpliera las nuevas (o viejas) condiciones. El FMI no desembolsaría la parte proporcional del préstamo y tendría lugar alguna de las dos posibilidades anteriores y el proceso empezaría de nuevo.

²²¹ “When the Fund consults with a poor and weak country, the country gets in line. When it consults with a big and strong country, the Fund gets in line” (Volcker & Gyohten, 1992).

A pesar de dicha controversia, el FMI insiste que “la propiedad nacional de una política económica y financiera sólida y una capacidad administrativa adecuada son cruciales para una implementación exitosa de los programas de la organización” (IMF, 2002c)²²². En ese sentido, el “Fondo será guiado por el principio que el miembro tiene la responsabilidad primaria en la selección, diseño e implementación de sus políticas económico-financieras” (IMF, 2002c)²²³ o más explícitamente cuando dice que “la propiedad es un elemento fundamental para la condicionalidad: son las autoridades (gubernamentales) las que deciden qué políticas adoptar, incluyendo si buscar ayuda financiera al Fondo, y son las autoridades las que son responsables de la implementación del programa” (IMF, 2001c)²²⁴.

Bird & Willett (2004) muestran que el éxito de los programas está muy relacionado con la propiedad (*ownership*) y que ésta no puede ser exógenamente impuesta. Por el contrario, debe ser el resultado de la convicción de los agentes domésticos, a través de una discusión y análisis interno, en que el cumplimiento de un determinado programa es necesario para la consecución de sus propios objetivos. Naturalmente, cuanto mayor sea el número de condiciones menor es el sentimiento de propiedad del programa para el país. Pero el aspecto cuantitativo no es el único elemento relevante. Existen como mínimo dos más: la homogeneidad del gobierno del país miembro y el grado de acuerdo con las medidas a tomar. Por tanto, Bird & Willet hablan de cambiar la organización capaz de realizar eficientemente el *enforcement* y pasar de una presión externa al país a interna.

Tabla 17: Homogeneidad y Heterogeneidad Institucional

	Homogeneidad interna	Heterogeneidad interna
Homogeneidad Externa	Apacible	Conflictiva interna
Heterogeneidad Externa	Conflictiva Externa	Conflictiva Total

Fuente: Elaboración Propia.

La situación “homogénea al cien por cien” (Véase Tabla 17), es decir, en la que el gobierno se identifica como un único actor y comparte la visión con el FMI, es la más apacible de todas. En el extremo opuesto, se encontraría la “heterogénea al cien por cien”. Sería aquella en la que dentro del gobierno se producen desacuerdos sobre las políticas adecuadas y que además, difieren de las preferidas por el Fondo. En una situación intermedia se observarían las que corresponden a disensiones, bien internas o externas. El caso en que se produjera una homogeneidad en las instituciones pero una heterogeneidad en el gobierno, ésta vendría por cuestiones de matiz, como podría ser el *tempo* y la secuencia a aplicar o por disensiones dentro del gobierno, por ejemplo entre

²²² “National ownership of sound economic and financial policies and an adequate administrative capacity are crucial for successful implementation of Fund-supported programs” (IMF, 2002c: 1).

²²³ “(...) the Fund will be guided by the principle that the member has primary responsibility for the selection, design, and implementation of its economic and financial policies” (IMF, 2002c: 1).

²²⁴ “Ownership is an essential foundation for conditionality: it is the authorities who decide what policies to adopt, including whether to seek the financial support of the Fund, and it is the authorities that are responsible for implementing the program” (IMF, 2001c: 18).

los ministerios de finanzas y los de sanidad. Mientras el caso contrario, es decir, una homogeneidad en el gobierno pero una heterogeneidad en las instituciones sería de más difícil resolución en tanto que el ejecutivo podría hacer frente común frente al “enemigo exterior”. En las situaciones donde se produce una heterogeneidad externa, la condicionalidad permite reducir al incertidumbre en los mercados de capitales al enviar una señal que influencia positivamente en la confianza de los mismos (Bird & Willett, 2004). Pero si la propiedad es un requisito para una correcta implementación del programa, luego la condicionalidad es redundante o inefectiva (Killick, 1997). Será redundante cuando la situación de la negociación del programa sea la que se ha calificado como “apacible” e inefectiva cuando en el resultado final se encuentre presente algún tipo de heterogeneidad, lo que implicará una situación “conflictiva”.

En lo referente a la tercera crítica –“evangelización de la economía de mercado”- autores como Gould (2003) sugieren que el concepto de condicionalidad ha sido modificado para poder servir mejor a los intereses de los acreedores privados internacionales. Feldstein (1998) centra esa cuestión en la crisis asiática y concluye que la condicionalidad fue un medio que utilizaron los países desarrollados (mercados privados de capital y empresas multinacionales) para perseguir sus propios intereses globales.

En resumen, Buira (2003) define la condicionalidad como “la ausencia de confianza en el propio juicio de las personas que conocen mejor a un país. En consecuencia, el uso de los recursos debe ser monitoreado para asegurar el no malbaratamiento de los mismos”²²⁵. Es necesario recordar que el país es el cliente o el paciente, si se quiere, del Fondo, pero no su pupilo. Así, las organizaciones políticas legítimamente constituidas de un país deberían ser capaces de determinar su estructura económica y la naturaleza de las mismas (Feldstein, 1998)²²⁶. O lo que es lo mismo, las condiciones que impone el Fondo se introducen en áreas que van más allá del ámbito económico, para entrar en el terreno político (Stiglitz, 2001). Por tanto, por regla general, cuando mayor es el número de condiciones de un programa más probable es que las autoridades se sientan menos comprometidas al sentirse menos “suyo” el programa y en consecuencia, disminuye las posibilidades de éxito del mismo.

Finalmente, una vez se ha llegado a un “acuerdo” sobre el programa de ajuste, éste constituye “nueva información” por lo que como bien público internacional debería ser conocido. No obstante, a veces el secretismo en el que se envuelve la condicionalidad permite a los gobiernos prestatarios “salvar la cara” ante posibles incumplimientos o aplicar reformas adicionales no suscritas con el Fondo. Además, el seguimiento de los puntos del acuerdo sería más fácil si las condiciones fueran pocas y simples. Pero el FMI parece preferir una multitud de condiciones. En ese sentido una perspectiva desde el punto de vista de la Elección Pública (*public choice*) sugiere que el staff del Fondo prefiere esta clase de requerimientos porque de esta forma reduce el potencial control externo y las críticas sobre la efectividad del Fondo (Vaubel, 1994), puesto que sin

²²⁵ “The conditionality necessarily signifies a lack of trust in the country’s own judgement by those who “know best”, consequently, the use made of the resources provided by external sources, is to be monitored to ensure that these are not wasted” (Buira, 2003: 7).

²²⁶ “The country is then the IMF’s client or patient, but not its ward. The legitimate political institutions of the country should determine nation’s economic structure and the nature of its institutions” (Feldstein, 1998).

control y sin capacidad para hacer cumplir las instituciones no puede haber responsabilidad.

6.2. La realidad de la época

El siglo XX estuvo lleno de grandes esperanzas y grandes desilusiones. En sus inicios, fue la época dorada de la industrialización, de la expansión comercial, de la globalización, de los incrementos de productividad. Al final del mismo, los términos de globalización, productividad... y otros, como internet o crisis financieras, adquirieron una dimensión inimaginable. Los límites de este apartado están delimitados por dos derrumbamientos: el del Muro de Berlín (9 de noviembre de 1989) y el de la Torres Gemelas (11 de septiembre del 2001).

6.2.1. Entre 1989 y 1995: de la caída del muro al efecto Tequila

El Consenso de Washington (Williamson, 1989) era un conjunto de políticas que formaron parte de programas de organizaciones internacionales, como el Banco Mundial o el FMI, en la época de reorientación del paradigma económico después de la crisis de la deuda, desatada en agosto de 1982. El Consenso no obedecía sólo al dictado del gobierno de los Estados Unidos, sino a todas aquellas organizaciones, organismos y redes de líderes de opinión radicados en la capital mundial de facto y que colectivamente definían la “sabiduría convencional” (*conventional wisdom*) del momento (Krugman, 1995b). Además, si bien es cierto que en la definición original se incorporaban diez diferentes aspectos de la política económica, uno podría resumirlos más simplemente. Principalmente la clave para el desarrollo económico era la virtud victoriana en política económica; es decir, libre mercado y dinero sólido (*Sound money*). Por tanto, liberalizar el comercio, privatizar empresas estatales, equilibrar el presupuesto del estado, unas estructuras de tipos de cambio fijos. Éstas fueron las creencias que influenciaron a los mercados y a los gobiernos (Krugman, 1995b).

En 1990 la Alemania Oriental y la Alemania Occidental volvían a ser simplemente Alemania, sin adjetivos. El nivel de vida, entre los dos territorios y antiguas naciones independientes, no era ni mucho menos parecido. Pronto resultó evidente que la transición requeriría un elevado gasto público. Por eso, el gobierno alemán decidió recurrir, en parte, a un incremento de la carga impositiva y a un aumento del déficit público. Ante esta situación el *Bundesbank* temía que el crecimiento de la masa monetaria fuera excesivo y que una de las consecuencias negativas fuera la inflación. Por tanto, decidió practicar una política monetaria restrictiva y aumentar los tipos de interés. Es posible que fuera la combinación correcta de medidas para Alemania. No obstante, los efectos para los otros países del Sistema Monetario Europeo²²⁷ (SME) eran menos atractivos. Tuvieron que aumentar los tipos de interés pero sin el incremento del déficit. Es más, algunos como Francia, tuvieron que elevar sus tipos de interés por encima de los alemanes para cubrir el miedo de los inversores a una posible

²²⁷ El SME era un sistema de tipos de cambio, creado en 1979, basado en paridades fijas con bandas. Cada uno de sus miembros tenía que mantener su tipo de cambio con respecto al de todos los demás miembros dentro de dichos límites.

devaluación. El problema residía en que la inflación del resto de países era más baja que la alemana. Luego el tipo de interés real era mucho mayor. El resultado final fue un descenso de la demanda y de la producción. En 1992 un grupo de países empezó a preguntarse si tenía que continuar defendiendo su paridad en el seno del SME o renunciar y en consecuencia, disminuir sus tipos de interés. Los mercados financieros, preocupados por la creciente posibilidad de devaluación, empezaron a demandar tipos de interés más elevados. Además, empezaron a creer que la situación se volvía cada vez más insostenible. La creencia de que algunos países iban a devaluar provocó a principios de septiembre ataques especulativos contra algunas monedas. La consecuencia fueron dos grandes crisis. Una en otoño de 1992 y la otra en el verano de 1993. Se dieron a pesar de utilizarse todas las líneas de defensa imaginables. Desde la emisión de comunicados oficiales a la elevación el tipo de interés en el corto plazo hasta el... ¡quinientos por ciento (500%) al día!²²⁸.

Las recesiones de Alemania y Japón en 1992 truncaron el crecimiento del sector exportador americano, que se había mostrado como uno de los pocos que había podido crecer fuertemente. Cuando Bill Clinton fue elegido presidente a finales de 1992, el déficit público norteamericano era casi un cuatro con siete por ciento (4,7%) del PIB y existía cierto consenso en que debía disminuirse. La disyuntiva era clara. Si se optaba por reducir el déficit, las medidas necesarias podían devolver el país a la recesión. Por otro lado, el no hacerlo podía repercutir en un ajuste a gran escala. Clinton se decidió por la primera opción y en febrero de 1993 envió su plan al Congreso. La reducción se dividió aproximadamente en partes iguales entre incrementos de los impuestos y decrementos del gasto. Además, la Reserva Federal redujo los tipos de interés. La consecuencia de estas dos políticas, reducción del déficit y expansión monetaria, fue un aumento continuado de la producción.

Unos años antes, a mitad de los ochenta, México había elaborado un plan de estabilización económica. Uno de sus objetivos era la reducción de la inflación. A principios de los 90, con la inflación ya sólo en dos dígitos (en 1987, por ejemplo, era de 159%), el gobierno mejicano decidió mantener un tipo de cambio constante con el dólar. Sin embargo, la inflación mejicana, aunque menor que en periodos anteriores, siguió siendo muy superior a la americana, como se observa en la Tabla 18. Por tanto, el tipo de cambio real reflejaba una apreciación considerable. Esto se tradujo en un fuerte déficit comercial.

En 1994, los agentes económicos creyeron que la sobrevaloración del peso estaba convirtiéndose en un problema para las autoridades mejicanas. Las reservas de divisas disminuyeron hasta niveles muy bajos. Determinados eventos políticos alimentaron esa visión. El levantamiento de Chiapas, los asesinatos del ex-gobernador de Guerrero José Francisco Ruiz Massieu y del candidato del partido presidencial Luis Donald Colosio, aumentaron las dudas acerca de la estabilidad política. Además, minaron la confianza en la voluntad del gobierno de mantener sus duras reformas económicas puesto que se entraba en período electoral. Esta creencia alimentó el fantasma de la devaluación. En julio, el tipo de interés aumentó al dieciséis por ciento (16%). Pero eso fue visto por los agentes financieros como un incremento en dicha posibilidad. El 16 de diciembre, las reservas internacionales de México disminuyeron hasta los 11 billones de dólares. El 20 de diciembre el Ministro Serra Puche anunció que el peso se devaluaba un quince por

²²⁸ Suecia fue el país que realizó tal hazaña y el profesor Robert A. Mundell lo coloca de ejemplo de inutilidad de ciertas medidas en períodos de crisis.

ciento (15%). México, al igual que la UE, tomó todas las medidas conocidas: comunicaciones oficiales, elevación del tipo de interés... Se produjeron ingentes salidas de capitales del país puesto que las autoridades mejicanas habían perdido toda credibilidad y además, no habían satisfecho al mercado que llegó a la conclusión que el porcentaje de devaluación había sido pequeño. El 22 de diciembre, las autoridades monetarias mejicanas anunciaban la libre flotación del peso. El resultado fue la depreciación del peso a la mitad de su valor antes de la crisis, los tipos de interés llegaron al ochenta por ciento (80%) y una contracción del PIB real del siete por ciento (7%) en 1995.

Tabla 18: Tipo de cambio y nivel de precios de Estados Unidos y México

	1990	1991	1992	1993	1994
Tipo de cambio nominal	2,81	3,01	3,09	3,11	3,37
Nivel de precios USA	100,0	100,2	100,8	102,3	103,6
Nivel de Precios México	100,0	120,5	136,7	148,8	158,9
Tipo de cambio real	100,0	89,0	80,0	78,0	78,0
Balanza comercial México / PIB	- 1,8%	- 3,8%	-6,4%	-5,4%	-7,2%

Fuente: <http://www.imf.org>

Notas: El tipo de cambio nominal está expresado en pesos por dólar.

Los niveles de precios de los Estados Unidos y México son los índices de precios al por mayor, iguales a 100 en 1990.

El tipo de cambio real se ha normalizado y supuesto que es igual a 100 en 1990.

6.2.2. Entre 1995 y 1998: del Tequila al Vodka

El Presidente Clinton pensaba que los Estados Unidos debían ayudar a México en tanto que era su tercer socio comercial. Además, una economía mejicana deprimida incrementaría el flujo de inmigrantes ilegales hacia su país. Finalmente, México había servido como modelo para los países en desarrollo que estaban en transición hacia la economía de mercado (Krugman, 1995b). El pánico se extendía desde México hacia otros países emergentes alrededor del mundo en tanto que los inversores creían que otras crisis estaban cerca. Éste fue el denominado *Efecto Tequila* provocado por similares estructuras macroeconómicas y el efecto demostración (*demonstration effect*).

No obstante, el Congreso americano no aprobó el “rescate” a México. La situación se deterioraba y Clinton hizo uso de su potestad ejecutiva y propuso un plan todavía más agresivo. En enero de 1995, se obtuvo un préstamo *Stand By* por valor de 50.000 millones de dólares del FMI orquestado por el Tesoro de los Estados Unidos. Ello junto a un austero programa de estabilización, restauró la confianza pero alimentó otros miedos: el riesgo moral (*moral hazard*). En situación de crisis, los inversores podían especular con más fuerza dado que el prestamista de última instancia acudiría al rescate (*bail out*) y los inversores privados no serían penalizados. Ésta institución dio lugar a

toda una teoría de involucración de los agentes privados a la resolución de crisis financieras mediante contratos privados (*bail in*). Algunos de los principales publicaciones de esta aproximación son Corsetti, Guimarães & Roubini, 2003; IMF, 2001a; IMF, 2001b; IMF, 2002a; Rogoff & Zettelmeyer, 2002; Roubini, 2001a; Roubini, 2002; Roubini & Setser, 2003.

Cuadro 13: El Efecto Demostración

El efecto demostración puede ayudar a explicar el “contagio” de crisis financieras de origen cambiario. Los fondos de inversión y sus gerentes no siempre tienen un conocimiento preciso y detallado de la situación económica de los países en los que invierten. Luego cuando estos inversores observan el *default* de un país, pueden preguntarse sobre la seguridad de sus posiciones en otros países con, los que ellos piensan, políticas económicas similares.

Por ejemplo, Stiglitz comentaba con cierta ironía en sus clases en la Universidad de Columbia que la crisis que padeció en Argentina en 1995 y 1999, después de las crisis mexicana y rusa respectivamente, se debió a los pobres conocimientos geográficos de los *brokers* de Wall Street y a colocar Argentina en la misma carpeta (*folder*) que México y Rusia: Países Emergentes. Por tanto, cuando se produjeron las crisis retiraron todos los fondos de la carpeta sin mirar a las relaciones entre los países afectados.

La atención de gran parte de la segunda mitad del siglo veinte en el aspecto económico fue el crecimiento de los denominados tigres asiáticos. El desarrollo fue de tal magnitud que se habló incluso de “milagro asiático”. Ciertamente, esta denominación finalizó en 1997, cuando se pasó del cielo al infierno, o del milagro al pecado. La causa inmediata del cambio de escenario fue la devaluación del bath en julio de 1997 fruto de un ataque especulativo (Blustein, 2001). Ante el ataque, las autoridades tailandeses tomaron las medidas que las instituciones de la época determinaban: comunicado oficial con el compromiso de mantener el tipo de cambio y elevación del tipo de interés para prevenir la salida de capitales. No obstante, pronto llegaron a la conclusión que el coste era demasiado elevado y renunciaron a la defensa de su moneda. El bath se depreció rápidamente. Los especuladores, animados por este éxito inicial y conocedores de los antecedentes de la crisis del SME y de México, realizaron prácticas similares con las otras monedas asiáticas. Así, el won coreano, el ringgit malasio y la rupia indonesia, se devaluaron poco tiempo después. Pero, ¿qué provocó la crisis cambiaria? La respuesta, incluso 8 años después, no está clara. Por un lado, se encuentran los autores que ponen un énfasis en las variables fundamentales (Corsetti, Pesenti & Roubini, 1998); mientras por otro, los que inciden en el cambio de expectativas y más concretamente, en las profecías autocumplidas (Obstfeld, 1995; 1994).

Los primeros explican que el milagro no fue tal. El crecimiento sostenido de los países asiáticos puede tener una explicación perfectamente natural si se observa detenidamente la tasa de inversión de dichos países (Véase Tabla 19). Luego, ¿qué sucedió en 1997?

Básicamente, dos cosas. La elevada tasa de crecimiento no podía durar por los rendimientos decrecientes del capital²²⁹ y los inversores extranjeros, que hasta ese momento estaban dispuestos a colocar su dinero porque pensaban que los gobiernos colaborarían en caso de que sus inversiones fracasaran, cambiaron de parecer. Es decir, el paradigma institucional se había modificado.

Tabla 19: Balanza de Pagos de los tigres asiáticos en 1996

	Indonesia	Corea	Malasia	Tailandia
Balanza Comercial	- 1,1	- 4,4	0,5	- 6,6
Balanza Cta. Corriente	- 3,3	- 4,8	- 3,7	- 8,5
Tasa Inversión	30,8	38,4	41,5	41,7
Saldo presupuestario	1,2	0,4	0,7	0,9

Fuente: Corsetti, Pesenti & Roubini, 1998.

Nota: Los datos están expresados como porcentaje del PIB

Los autores que basan la crisis en la teoría de la profecía autocumplida (Obstfeld, 1994) argumentan que fue la tipología de los préstamos extranjeros lo que la provocó. Éstos eran a corto plazo y concedidos a bancos, más que a empresas o al Estado, como había sucedido en otras crisis. Los banqueros habían concedido créditos basados en amistad, lazos familiares o compromisos políticos, la institución que luego se conoció como *crony capitalism*. El resultado eran unas pobres tasas de retorno puesto que los créditos no se habían concedido basados en unos sólidos fundamentos financieros, sino por otros criterios. Esto tenía una segunda lectura: el estado no dejaría de respaldar esos préstamos. Eso provocó que cuando algunos de los inversores extranjeros no renovaron sus préstamos e intentaron cobrarlos, ni los bancos ni los bancos centrales tenían suficientes reservas para hacer frente a esas obligaciones. O sea, el paradigma institucional se había modificado. Eso generó el pánico en el resto de inversores que decidieron que se produciría la crisis e intentaron retirar sus inversiones. Naturalmente, la crisis acabó por producirse. Curiosamente, en enero de 1997 había signos evidentes de que la situación era insostenible. Sin embargo, no se produjo hasta julio porque las autoridades monetarias locales siguieron apoyando sus monedas durante todo ese tiempo y los bancos internacionales continuaron extendiendo crédito (Soros, 1999).

Consecuentemente, existe un nexo común entre las dos explicaciones a la crisis. La institución informal, característica de los países asiáticos, de “la forma de hacer negocios”. Éstos parecen fuertemente basados en una relación de parentesco o de pertenencia al mismo clan o tribu. En cualquier caso, sea cual sea el origen, se experimentó una crisis no sólo cambiaria, sino también financiera y real. Ello fue provocado por la forma en que se intentó proteger la paridad de las monedas. El aumento de los tipos de interés fue por una parte, insuficiente para detener la devaluación de la moneda, pero por otra, más que suficiente para provocar un abrupto descenso de la inversión y por tanto de la producción. Por tanto, la carga financiera

²²⁹ Si se incrementa una unidad de capital, el rendimiento obtenido es mayor pero de forma decreciente. Además, es posible que las inversiones locales fuera cada vez más discutibles en términos de rentabilidad o con más riesgo.

(Véase Tabla 20) de las empresas y los bancos aumentó por dos motivos: la elevación del tipo de interés y la devaluación, al estar su mayoría denominada en dólares²³⁰.

Tabla 20: Principales características de la deuda en 1996

	Indonesia	Corea	Malasia	Tailandia
Deuda exterior (en % PIB)	56	28	40	50
Deuda Bancaria (en % deuda total)	40	78	73	85
Deuda a c.p. (en % deuda total)	25	50	27	41
Deuda a c.p. (en % reservas)	176	203	41	99

Fuente: Corsetti, Pesenti & Roubini, 1998.

Todos los países, excepto Malasia buscaron la ayuda del FMI. Se orquestaron préstamos con la condición de aplicar ciertos planes económicos: mayores tipos de interés, esfuerzos para evitar déficits presupuestarios... pero el resultado final fue una fuerte recesión económica y fuertes críticas al Fondo por las cláusulas de condicionalidad que había exigido. Se estimó que éstas habían sido del todo contraproducentes, como se analizó en el apartado anterior. Malasia, por su parte, instauró controles de capital en contra de las instituciones dominantes del periodo y salió el primero de la crisis.

6.2.3. El fin: derrumbamiento de las dos Torres

La conjunción entre un crecimiento de la economía americana y una disminución de los países asiáticos colocó a los políticos en una posición difícil. Si sólo tenían en cuenta la economía americana, la Reserva Federal tenía que contraer su política monetaria para prevenir la inflación. Pero si lo hacía, la tasa de desempleo se situaría por debajo de su nivel de pleno empleo. No obstante, hacer más restrictiva la política monetaria americana tenía sus riesgos al generar salidas de capital de Asia.

En otro orden de cosas, los países del Telón de Acero habían iniciado transiciones de una economía centralmente planificada a una economía de mercado desde 1989. Naturalmente, ese período no fue fácil. Los países experimentaron una fuerte inflación acompañadas con reducciones de la producción y un nuevo fenómeno: el desempleo. En 1997, como se observa en la Tabla 21, el gobierno ruso logró estabilizar mínimamente la tasa de inflación e incluso logró un crecimiento del PIB. A partir de 1994, el gobierno ruso había financiado el déficit mediante la emisión de bonos. Naturalmente, el riesgo percibido por parte de los compradores era elevado, por lo que para su venta las autoridades rusas tuvieron que aumentar el tipo de interés. La estructura económica

²³⁰ Fenómeno del *currency mismatch* que se analizó en capítulos precedentes.

presentaba un fuerte endeudamiento, por lo que la caída de los precios del petróleo, motivada por la crisis asiática, difundió otra vez la expectativa de devaluación del rublo. Como no podía ser de otro modo, los tipos de interés de la deuda del gobierno tuvieron que incrementarse. De esta forma, también aumentaba el déficit fiscal ruso y en consecuencia, la probabilidad de devaluación.

Tabla 21: Crecimiento de la producción real y Tasa de inflación en Rusia

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
PIB real	- 19,4	- 10,4	- 11,6	- 4,8	- 5,0	0,9	- 6,0
Tasa inflación	2.506	840	204	128	22	11	190
Subvenciones	10,4	3,0	1,8	1,3	0	0	0
Atraso Tributario	0	1,7	2,5	3,5	10,0	0	0
Déficit Público	- 21,6	- 7,4	- 10,4	- 5,7	- 8,2	- 7,5	- 9,0

Fuente: BERD, Transition Report, 1998.

Notas: Las cifras son en porcentaje anual. Las Subvenciones, el Atraso Cambiario y el Déficit Público son porcentajes del PIB.

Sin embargo, el principal problema radicaba en la debilidad del gobierno ruso (Soros, 1999). La organización rusa no había sido capaz de imponer unas instituciones ni una forma de hacerlas cumplir a sus ciudadanos. Ello era visible en las subvenciones que recibían las empresas (¡ya privatizadas!) o en el capítulo de atrasos tributarios (es decir, impuestos no pagados por sus empresas).

A pesar de los incumplimientos reiterados de los gobiernos rusos con los anteriores programas de estabilización, el FMI llegó a un nuevo acuerdo. Los directivos del Fondo temían que una crisis rusa pudiera desembocar en fuertes turbulencias para los países emergentes por un lado, y una amenaza nuclear por el otro. John Purcell, director de la sección de operaciones con bonos de Salomon, mencionó que “Rusia no es muy importante desde el punto de vista económico, pero afecta enormemente a la psique del inversor”²³¹. Sin embargo, los programas del Fondo imponían una política monetaria y fiscal rigurosa, mientras las crisis bancarias (como a la que se enfrentaba Rusia) requerían una inyección de liquidez (Soros, 1999). Al final, los intentos fueron vanos. A mediados de agosto, se produjo la devaluación del rublo efectiva de un treinta y cinco por ciento (35 %). Soros (1999) era partidario de una devaluación controlada de entre un quince por ciento y un veinticinco por ciento (15% - 25%) y posteriormente la

²³¹ “Russia from an economic standpoint was not very significant, but it affected the psyche of investors”, citado en Blustein, 2001: 299.

formación de una Caja de Conversión con dinero aportado por el G-7, como medida para evitar la crisis y el contagio, pero no contó con los apoyos necesarios²³². Extrañamente, los inversores nacionales intentaron aumentar su liquidez vendiendo títulos de los mercados emergentes.

Uno de los países entre los que se vieron afectados por la venta de bonos de mercados emergentes fue Brasil. Brasil tenía, al igual que Argentina, una estructura de tipo de cambio fijo del Brasil con el dólar y un problema de deuda pública. Además, había sufrido constantes ataques especulativos y reiterado la “receta habitual”. Por tanto, los tipos de interés nacionales eran elevados y habían supuesto una carga mayor sobre el déficit público. En otoño (de 1998), los ataques fueron más feroces y las reservas empezaron a menguar rápidamente. El FMI, preocupado por el contagio, ayudó a la creación de un fondo de estabilización de más de 40.000 millones de dólares para ayudar a Brasil a defender el real. Sin embargo, el plan no tuvo éxito. En enero de 1999, el real se devaluó un ocho por ciento (8 %). Posteriormente, se pasó a un sistema de flotación. El real acabó devaluándose un cuarenta por ciento (40%).

Esta crisis, como se analizará posteriormente, tuvo un fuerte impacto en la economía argentina. También a finales de 1998, la situación de los países asiáticos no mejoraba y amenazaba con contagiar a los mercados emergentes de otras regiones. La especulación cambió ante la posibilidad de una política americana más laxa a pesar de unas tasas de desempleo históricamente bajas. Las economías europeas, algunas de ellas sólo estaban empezando a crecer después de las recesiones de 1992 y 1993, dudaban de realizar una política monetaria expansiva. Esa incertidumbre tenía su base en el miedo a unos mercados “poco predecibles” en el momento en que la Unión Europea (UE) entraba en un período crítico de su historia, puesto que el 1 de enero de 1999, era la fecha de la adopción de su moneda única: el euro.

El período finalizó de forma menos tranquila que como empezó: el 11 de septiembre de 2001, dos aviones se estrellaron contra las Torres Gemelas en Nueva York. Una situación de incertidumbre se extendió rápidamente por los mercados de capitales.

6.3. El Currency Board Argentino

El Currency Board en Argentina tuvo una duración de unos diez años. Su inicio se produce con la Ley de Convertibilidad en 1991 y finaliza con la devaluación del peso en el 2001. No obstante, este apartado inicia el análisis un par de años antes, en 1989. El motivo es doble. Por una parte, dar una mayor coherencia a la explicación del contexto histórico puesto que en esa fecha se inicia el primer gobierno de Carlos Saúl Menem. Por otra, al ilustrar y analizar el carácter evolutivo de las instituciones se hace imprescindible utilizar un marco de referencia temporal algo más amplio.

El 9 de noviembre de 1989 se produce la caída del muro de Berlín. Además, como se ha visto en este mismo capítulo, se derrumbaba algo más. Significaba la pérdida de

²³² Soros, en su libro *La crisis del capitalismo global. La sociedad abierta en peligro* (1999), hace una narración en primera persona de esos acontecimientos, los contactos que estableció, sus posiciones y la resolución final.

importancia del “socialismo real” como alternativa al capitalismo. En esa misma época, se criticaban duramente las políticas keynesianas. Esa crítica consistía en la desacreditación del estado como agente activo en la economía. La colusión de los dos fenómenos provocó el surgimiento con fuerza de un nuevo punto de vista: las teorías neoliberales. Desde éstas se concebía un nuevo orden mundial que dio pie al concepto de la globalización. Si bien aquéllas, no constituían un cuerpo doctrinario homogéneo, el “Consenso de Washington” que elaboró el economista John Williamson (1989), fue encumbrado como su decálogo particular, como se ha analizado en el apartado 6.1.2.1.2.

6.3.1. Argentina durante el esperanzador primer mandato de Menem.

El año 1989 es un año peculiar en la historia de la Argentina. En él se producen dos eventos de difícil parangón: una hiperinflación galopante y el traspaso de poderes entre dos presidentes de distinta filiación política, ambos elegidos democráticamente.

La situación política y económica entre el gobierno de Alfonsín (1983-1989) y de Menem (1989-1999) era bien distinta. En 1983 se salía de una dictadura y el principal objetivo era realizar una transición democrática y asegurar las organizaciones que harían posible dicho tránsito. Por el contrario, en 1989 una vez conseguida, aunque parcialmente, la tarea encargada, el mandato popular tenía una meta económica: acabar con la hiperinflación. ¿Con qué métodos y herramientas tenía que realizarse esa tarea? Las ideas dominantes de la época eran claras. En el clima intelectual de la época, como se ha analizado en este mismo capítulo en apartados precedentes, se observaba un retroceso de las teorías keynesianas o nekeynesianas, una eliminación de la idea de planificación económica que los países del socialismo “real” o comunistas habían intentado llevar a cabo sin éxito, y un avance imparable de las teorías neoliberales.

La particular situación de la Argentina en esas fechas junto con esas ideas subyacentes dio como resultado la elaboración de una teoría económica que no sólo explicaba las causas de la hiperinflación, sino incluso el menor desarrollo del país en el largo plazo. La organización culpable era el Estado que había introducido “distorsiones” en el mercado desde la finalización de la Segunda Guerra Mundial. En consecuencia, los mecanismos de la libre competencia no habían podido actuar y se había detenido el crecimiento económico. Además, el déficit fiscal, en el que se había incurrido debido a parte de esas distorsiones (como serían los subsidios o las subvenciones), y su monetización, se había traducido en primer lugar en una elevada inflación, y finalmente, en la hiperinflación. Por tanto, una de las medidas que se debía tomar era clara: la reducción de la organización estatal, tal y como preconizaban las instituciones dominantes de la época. Un nuevo consenso a favor de las políticas económicas de libre mercado había emergido, lo que representaba un cambio institucional respecto a las ideas de estatismo e intervencionismo que habían gobernado la economía Argentina desde hacia medio siglo.

Desde el punto de vista de la ideología económica dominante la posición era clara. Sin embargo, la organización política que presidía el país (Peronista) había bloqueado años atrás iniciativas parecidas. Luego, ¿cómo se consiguió esa transformación? Parece que Menem había obtenido, con sus victorias electorales, la unificación del peronismo. Ello le permitió poseer cierto capital político necesario para llevar a cabo esas opciones.

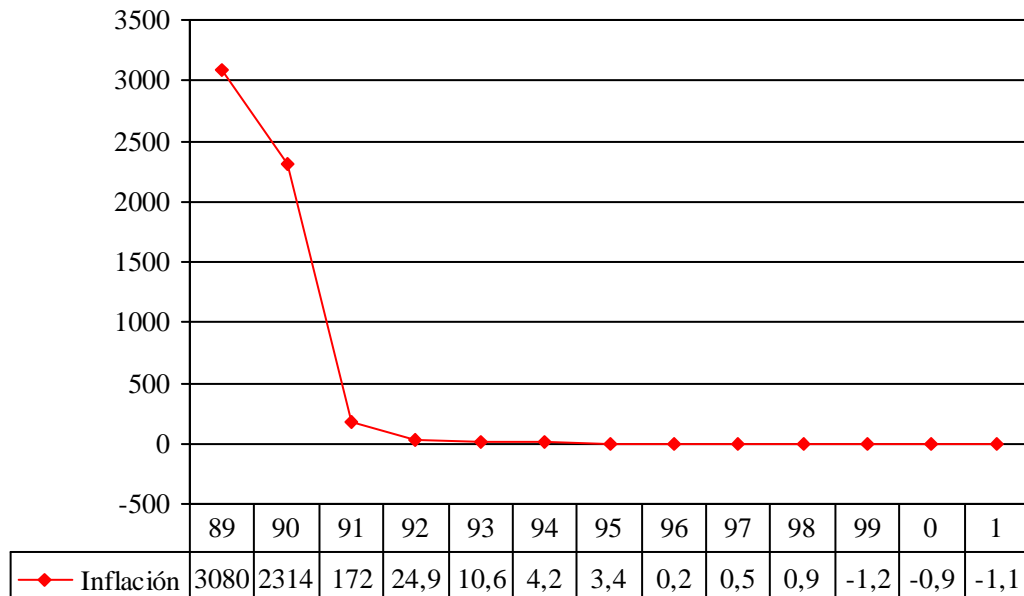
Además, apareció el viejo aforismo político según el cual, los partidos de “izquierdas” pueden llevar a cabo de forma exitosa políticas de “derechas”, y viceversa. Una imagen gráfica de esta situación es la expresión “Votar con el culo”, que acuñó el líder radical César Jaroslavsky. Con ella se hacía referencia a la práctica que se vivió en ese año en el parlamento argentino. En él, el partido radical, que todavía tenía mayoría parlamentaria, se sentaba en el hemiciclo para garantizar el quórum necesario para discutir cualquier ley. Luego, en el momento de la votación, se retiraban para que los justicialistas tuvieran mayoría.

El gobierno de Menem se basó en la premisa, descrita anteriormente, que la hiperinflación era causada por la crisis del estado. Por ello, si ésta era eliminada se conseguiría automáticamente la estabilidad de precios y otra serie de beneficios, como detener la salida de capitales. Una de las primeras medidas fue designar al grupo empresarial *Bunge & Born*²³³ para que condujera la política económica. Con ello, intentaba dar una señal a los agentes económicos de su compromiso con las directrices del programa y, de esta forma, que el sistema obtuviera cierta credibilidad. Sin embargo, ninguno de los tres ministros que tuvo el país, logró terminar con la inflación.

El primer ministro del grupo fue Ángel Roig que, desgraciadamente, murió seis días después de asumir el cargo. Su sustituto fue Néstor Rapanelli, otro ejecutivo de Bunge. Se elaboró el conocido Plan “BB”, en una clara alusión al grupo empresarial. Consistía en una devaluación del cien por cien (100%), la adopción de un tipo de cambio unificado, un amplio proceso de privatizaciones y la liberalización del mercado de capitales. Es decir, un plan de ajuste clásico y en consonancia con las instituciones que dominaban ese período, como se analizó en el apartado primero de este capítulo. A pesar de las medidas introducidas, el objetivo principal – la eliminación de la hiperinflación – no se consiguió ni tampoco la tan esperada reactivación económica. Más bien al contrario. La implementación del plan terminó al producirse una hiperinflación (Véase Figura 14) en el verano austral de 1989-1990 (diciembre de 1989). Este hecho provocó la sustitución de Rapanelli por Antonio Erman González. Éste dictaminó, durante 1990, una política antiinflacionaria más acorde con un patrón clásico e introdujo el Plan Bonex.

El Plan consistió en un canje compulsivo de las imposiciones a plazo fijo por Bonos Externos públicos (Bonex). Éstos estaban denominados en dólares y tenían un plazo de vencimiento de diez años. Además modificó también la estructura de tipos de cambio, pues se pasó a un régimen de flotación cambiaria. Sin embargo, a mediados de enero de 1991 la situación estaba al borde del abismo. El tercer proceso hiperinflacionario en menos de dos años provocaba la salida de González del ejecutivo. Su sustituto fue Domingo Cavallo. Paradójicamente, un economista de corte ortodoxo militaba en el partido peronista, de amplia tradición nacionalista y antiliberal. El cambio en las instituciones del país se hacía patente. El periodista Ángel Jozami (2003: 134) generaliza la modificación cuando escribe que “el viraje de Cavallo no fue sólo el de un hombre providencial, sino un registro del cambio de la mayoría de las clases dominantes argentinas, incluidos todos sus sectores industriales, a una política dictada por el capital financiero local e internacional”.

²³³ El grupo *Bunge & Born* es una de las mayores empresas del mundo del mercado de cereales.

Figura 14: Tasas de inflación en Argentina (1989-2001)

Fuente: IMF, 2002 International Financial Statistics Yearbook

Nota: Los valores son en porcentaje

El análisis de las instituciones del primer apartado destacaba la austeridad fiscal, la privatización, la liberalización y una determinada globalización como ejes fundamentales de las políticas económicas. En la Argentina, la traducción práctica de esas instituciones fueron dos leyes que se sancionaron al inicio de su mandato: la de Reforma del Estado y la de Emergencia Económica.

La primera fijaba el marco normativo para la privatización de empresas públicas. Si la apertura comercial y de capitales era uno de los pilares de la política económica gubernamental (que se recogía en la segunda ley), el otro, como se especificó anteriormente, era el ordenamiento del estado, basado en la austeridad fiscal y las privatizaciones. Por esta razón, una de las primeras medidas que tomó el gobierno menemista fue la privatización de los servicios públicos. Con ella, se pensaban conseguir varios objetivos. En primer lugar, que el país subiera otro peldaño en la escalera de la credibilidad internacional, puesto que se hacía palpable el cambio de orientación en política económica. En segundo término, arreglaba las finanzas públicas en dos sentidos. Por un lado era un fuente de ingresos y de divisas; y por el otro, se pensaba que su situación pasaría de generadoras de déficit a contribuyentes impositivos (Gerchunoff & Llach, 2003). El resultado, de estas y otras políticas, fue una disminución del gasto del estado en términos de porcentaje del PIB, como se puede observar en tabla 6.6. Ello se debía a la ausencia de financiación propia y a la abultada cantidad de deuda. Así, Argentina se convertía en uno de los alumnos más aplicados de una de las instituciones más importantes del momento: el Consenso de Washington. En ese sentido, la decisión del gobierno encajaba perfectamente con el ciclo del capital internacional que regresaba a la “periferia” (Taylor 1997; Taylor, 1994) con el objetivo de buscar rentabilidades más elevadas. La venta de empresas estatales fue conocida en

el país como la venta de las joyas de la abuela, o sea, la pérdida de los últimos activos de una familia venida a menos.

La Ley de Emergencia Económica, por su parte, suspendía (inicialmente sólo durante 180 días) las estructuras de promoción industrial, regional y restringía las importaciones. Además, también dejaba en suspenso las preferencias que beneficiaban a las manufacturas nacionales en las compras del estado; por ejemplo, la ley “compre nacional”. Finalmente, se autorizaba el despido de empleados públicos. Por tanto, aplicaba a la realidad argentina la liberalización de los mercados y esa globalización específica a que antes se ha hecho referencia. Otro aspecto fundamental, fue la ampliación del número de integrantes de la Corte Suprema de Justicia para crear así una “mayoría automática” (Seoane, 2004) que le asegurara, sobre todo, impunidad.

Sin embargo, la institución formal más trascendente de ese período fue la Ley de Convertibilidad. La sanción de ésta se produjo el 1 de abril de 1991, y fue algo más que el lanzamiento de un programa tradicional de tipo de cambio fijo. Se fijaba la paridad de 10.000 australes (antigua moneda) = 1 peso (nueva moneda) = 1 dólar estadounidense. La diferencia fundamental se encontraba en la obligación impuesta al Banco Central de mantener un volumen de reservas en divisas –incluyendo una proporción de títulos públicos pagaderos en dólares– capaces de comprar toda la base monetaria, al tipo de cambio que establecía la ley. Este detalle, que podría parecer superficial, no lo era en absoluto puesto que el valor del dólar se había fijado por ley. Esto le daba cierto plus de credibilidad a ese precio. Era una promesa refrendada por un instrumento legislativo. Ello implicaba que su incumplimiento acarrearía un importante coste que se recogería a través de la pérdida de reputación. Los episodios recientes de hiperinflación no constituían un punto de partida negativo, más bien significaba lo contrario. El virtual bimonetarismo (el dólar y el peso eran monedas de curso factual) de la economía argentina y las enseñanzas de las hiperinflaciones históricas “sugerían” la necesidad de un cambio institucional importante. En ese sentido, el tipo de cambio podría ser una pesada ancla nominal en situaciones como ésta.

La práctica de comprar y vender dólares a un precio fijo no era nueva en el país. Al inicio del capítulo 4 se analizó la Caja de Conversión, cuya primera tentativa se realizó a finales del s. XIX. Al igual que entonces, esa operativa implicaba la renuncia del gobierno a la política monetaria como instrumento macroeconómico. No son pocos los autores²³⁴ que han utilizado como metáfora de la situación el poema épico de Homero, la Odisea. En él, el héroe heleno Ulises ordenó ser atado al mástil de su nave para no sucumbir a los cantos de sirena. De la misma forma, en el contexto del estudio, el gobierno mostraba así su firme compromiso a la no utilización de dicha herramienta por grandes que fueran sus “tentaciones”.

Inicialmente, el Plan de Convertibilidad tuvo cierto éxito, como pudo observarse en la Figura 14. El aumento de la demanda agregada estimuló la producción interna, que creció a un ocho con ocho por ciento (8,8%) anual. Las fuentes de ese incremento de demanda fueron un crédito a tasas más accesibles, el aumento del poder de compra y el abaratamiento de los bienes de importación. No obstante, el aumento interno no fue suficiente. Además, las importaciones que seguían el ciclo económico crecieron rápidamente (Véase Tabla 22). El resultado fue el esperado: el saldo de la balanza

²³⁴ Por ejemplo, Rodrik (2003).

comercial pasó de ser excedentario en 1990 (9.863 millones de dólares) a deficitario en 1994 (8.242 millones de dólares). En resumen, casi catorce mil millones de diferencia. Esa situación, junto con los intereses de la deuda externa, conllevaba pagos al exterior cada vez más elevados y empezaba a debatirse, por enésima vez, las perspectivas futuras de un plan gubernamental.

Tabla 22: Exportaciones, Importaciones de Bienes y Servicios y Grado de apertura

Año	Exportaciones	Importaciones	Grado Apertura
1990	17.057	7.194	
1991	15.796	11.974	
1992	15.622	19.913	
1993	16.341	22.028	16,3 %
1994	18.440	26.682	18,2 %
1995	23.085	24.066	19,8 %
1996	24.850	28.284	21,5 %
1997	27.876	35.884	23,3%
1998	30.838	38.904	23,3 %
1999	30.449	34.521	21,3 %
2000	31.272	34.466	22,2 %

Fuente: Ministerio de Economía de la Nación (www.mecon.gov.ar)

Nota: Los datos están en millones de dólares USA y el grado de apertura se define como (Exportaciones + Importaciones) / PIB

En esos momentos, y acorde con las instituciones del período anterior, una devaluación hubiera sido la medida emprendida por gobiernos anteriores. Pero, la política cambiaria estaba descartada como mecanismo de ajuste. La política monetaria estaba íntimamente ligada a la anterior. Finalmente, la política fiscal no tenía margen de maniobra en el período de austeridad en el que se encontraba el país. Si a ello se une el clima intelectual de la época, el gobierno eligió como elemento corrector el incremento de competitividad de las empresas nacionales. Con ese objetivo en el punto de mira, se desregularon varios mercados, se anularon o redujeron impuestos, se eliminaron aranceles a las importaciones de capital y se apostó a que el incremento de inversión tuviera como resultado un incremento de productividad (Cavallo, 1992). Ciertamente, la mejora fue sustancial. Sin embargo, si esta era la cara visible de las políticas, la cruz no lo era menos: un creciente desempleo (Véase Tabla 23).

En estas circunstancias se produjo un hecho desgraciado. México, cuyas reformas económicas se comparaban con las de la Argentina, se vio forzado a realizar una fuerte devaluación en 1994. Se pensó que la moneda argentina, entre otras latinoamericanas, se vería forzada a hacer lo mismo. Ello fue el factor desencadenante del denominado “Efecto Tequila”. Gracias a él, Argentina sufrió un fuerte ataque especulativo fruto de la especulación en un solo sentido (*one way speculation*). Entre el 19 de diciembre de 1994 (día previo a la crisis mexicana) y el 8 de marzo de 1995, el índice de precios de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires cayó más del 50%, el Banco Central de la

República Argentina perdió una cuarta parte de las reservas y el riesgo país aumentó del 8% al 55%.

Tabla 23: Tasa de Paro en Argentina, 1990-2000

Año	Tasa de Paro
1990	7,7 %
1991	6,5 %
1992	7,0 %
1993	9,6 %
1994	11,5 %
1995	17,5 %
1996	17,2 %
1997	14,2 %
1998	12,9 %
1999	14,2 %
2000	15,0 %

Fuente: World Bank, “Poor People in a Rich Country: A Poverty Report for Argentina” (2001)

6.3.2. Argentina entre dos crisis: de México a Rusia

En el mes de marzo de 1995 se firmó un acuerdo con el FMI. Parecía que lo peor había pasado ya. Sin embargo, aunque la confianza exterior de los mercados pareció no verse afectada, las estadísticas internas no decían lo mismo. En 1995, el PIB experimentó una caída del cinco por ciento (5 %) y la tasa de desempleo aumentó hasta el diecisiete y medio por ciento (17,5 %), tal y como reflejan en las Tablas 23 y 24, respectivamente.

Tabla 24: Crecimiento Real y Déficit Público

Año	Crecimiento PIB real	Déficit Público (% PIB)
1990	- 0,5 %	- 2,7
1991	10,0 %	- 1,6
1992	9,5 %	- 0,3
1993	5,7 %	0,9
1994	7,5 %	- 0,3
1995	- 5,0 %	- 1,4
1996	5,5 %	- 2,2
1997	8,1 %	-1,4
1998	3,8 %	-1,2
1999	- 3,4 %	- 1,6
2000	- 0,2 %	

Fuente: Ministerio de Economía de la Nación (www.mecon.gov.ar)

En ese momento, el país prefirió unir su suerte al régimen de tipo de cambio fijo por el espanto que le producía las consecuencias de una posible salida. El tipo de cambio fijo había llegado a ser no sólo una institución formal, sino que se había convertido una institución informal de fuerte arraigo popular. Además, esa decisión no sólo tenía una lógica interna sino que también se sustentaba desde el exterior. Así, Michel Camdessus (1996) por aquel entonces Director del FMI, en una conferencia en la Academia de la Ciencia Económica en Buenos Aires explicaba que “nosotros, en el FMI estamos completamente de acuerdo con las autoridades argentinas que la Argentina debería mantener y reforzar su actual tendencia política”²³⁵. Es más, lo circunscribía a la Ley de Convertibilidad puesto que había servido “como elemento esencial a lo largo de los últimos cinco años para reforzar el compromiso de Argentina con la disciplina fiscal y la estabilidad de precios; y por tanto, debe seguir jugando un papel crítico en la restauración de la confianza”²³⁶.

El terror a la devaluación se alimentaba en parte por la experiencia de las hiperinflaciones del principio de la legislatura y en parte, en experiencias anteriores. Las organizaciones parecieron resistir el envite bastante bien. Es más, el fantasma de una crisis bancaria, si bien se apareció, no fue lo suficiente aterrador como para introducir ese ánimo en los agentes económicos.

Sin embargo, el efecto Tequila agravó la desocupación, como puede observarse en la Tabla 23. Este dato no se reflejó en las posteriores contiendas políticas. O al menos, de forma clara, puesto que Menem salió reelegido en 1995 cuando el paro señalaba su cota más elevada, y su partido fue derrotado en 1997 cuando se producía la recuperación económica. Algunos autores, como Romero (2001) o Lanata (2003) achacan esa paradoja a conflictos internos en el seno del partido peronista. Precisamente, uno de los efectos de esas luchas internas fue la destitución de Domingo Cavallo, en julio de 1996. Su sustituto, como ministro de Economía, fue Roque Fernández, un economista de formación y perfil ortodoxo, acorde con las instituciones dominantes.

A principios de 1998, tres años después del *Efecto Tequila*, empezaban a vislumbrarse los primeros síntomas de la recuperación macroeconómica, como puede verse la Tabla 6.6. El año anterior había tenido lugar la del sudeste asiático. No obstante, parecía que Argentina no correría la misma suerte. Sirva como ejemplo del estado de la cuestión de la época, el artículo “*Latin lessons for Asian banks*” del semanario inglés *The Economist*. De él se desprende que las políticas seguidas por las autoridades argentinas durante la crisis del efecto Tequila debían servir de ejemplo para los países asiáticos, mientras las que tomó México eran contraproducentes. Además, no sólo las decisiones fueron acertadas sino que se actuó con mucha celeridad; tanta que “Argentina fue uno de los más rápidos en actuar para restaurar la confianza” (*The Economist*, 1998)²³⁷.

Además, las decisiones tomadas por el gobierno no sólo eran objeto de alabanzas en los foros internacionales, sino que estaban en perfecta consonancia con las instituciones informales de la época. Así, puede reconocerse en las palabras de Gerchunoff & Llach

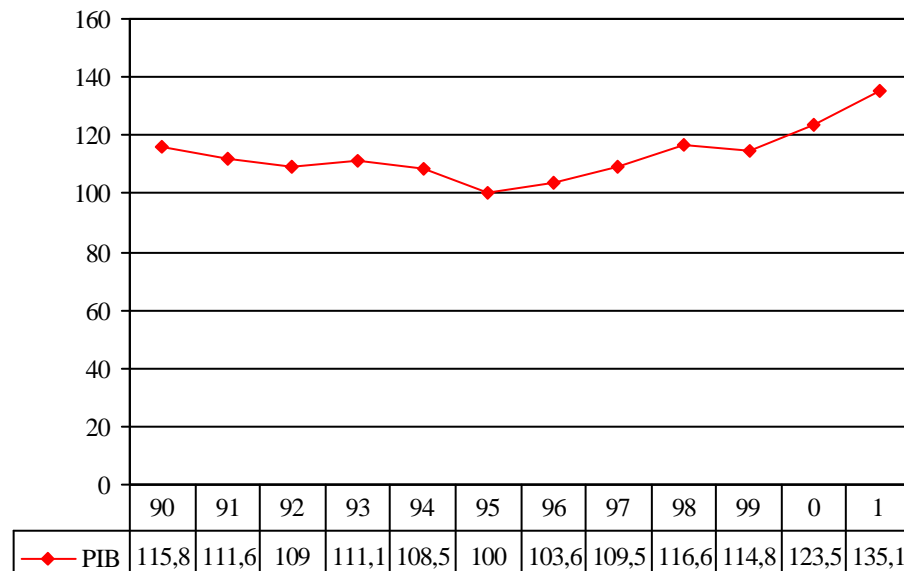
²³⁵ “We at the IMF fully agree with the Argentine authorities that Argentina should maintain – and strengthen- its present policy course” (Camdessus, 1996).

²³⁶ “(...) the Convertibility Law, has served an essential function over the last five years in reinforcing Argentina’s commitment to fiscal discipline and price stability; accordingly, it is continuing to play a critical role in restoring confidence” (Camdessus, 1996).

²³⁷ “Argentina was one of the quickest to act to restore confidence” (The Economist, 1998).

(2003: 447) cuando expresan que “las autoridades económicas se satisfacían con la evolución de la economía y preferían autoasignarse un rol casi superfluo: la economía, se afirmaba, estaba funcionando en “piloto automático””.

Figura 15: Índice del tipo de cambio real efectivo del dólar USA



Fuente: IMF, 2002 International Financial Statistics Yearbook

Pero en agosto de 1998 se produjo la crisis rusa. Ésta, como se analizó en el apartado anterior, provocó una retirada masiva de fondos de los países emergentes. Brasil, el principal socio y rival comercial de Argentina, tuvo que devaluar el real ante esa situación. Por otra parte, el dólar experimentaba una fuerte apreciación frente al resto de monedas. Por estas razones, la tasa anual promedio de apreciación del peso entre el período 1996-2001 fue de un 6 por ciento anual. Ello incrementó la presión sobre el peso en los mercados financieros y supuso la pérdida de competitividad industrial.

6.3.3. Argentina en el fin de la ilusión, 1999-2002

El final del *Currency Board* argentino fue una situación realmente desconcertante. La década de los 90's habían representado para la sociedad argentina una época ilusionante, prácticamente sin precedentes. Quizá por ello, por esa fuerte ilusión, el desencanto que provocó el fin del sueño fue de grandes dimensiones. Sin embargo, el proceso que comportó ese fin no fue homogéneo, sino que cada uno de los cuatro años (1999, 2000, 2001 y 2002) tuvo características propias. Por tanto, era posible establecer diferencias entre ellos.

El año 1999 vino marcado por las crisis rusa y brasileña, principalmente. En ese sentido, las malas noticias provenían del exterior del país; mientras el debate interno era acerca

de cómo se tenía que reaccionar ante ellas. La fuerte devaluación del real se conjugó con la apreciación mundial del dólar y, en consecuencia del peso argentino (Véase Figura 15). Los dos movimientos provocaron la caída de la competitividad de la Argentina en el exterior. Además, se acentuó la salida de capitales que ya se había iniciado con la crisis rusa. La respuesta de la política económica pareció recoger los ecos del efecto Tequila. Así, las señales que se mandaron a los mercados era que, en el caso de producirse algún cambio, este iría más en la línea de profundización de las instituciones que en una renuncia a las mismas. En ese contexto, la idea concreta de la dolarización, como paso final de la renuncia a una política monetaria propia, empezó a brotar con fuerza (Roubini, 2001b).

Las elecciones de ese año enfrentaron a Eduardo Duhalde y a Fernando de la Rúa. Ganó este último debido, entre otras cosas, a que defendió con mayor ímpetu la continuidad del régimen monetario (Seoane, 2004). Naturalmente, ello es indicativo del peso que dicha institución tenía en aquellos años en la sociedad Argentina y en los mercados financieros. Por ello, el gobierno de la Alianza buscó, en primer lugar, generar el nivel de confianza suficiente para moderar, puesto que la reversión era muy compleja, la salida de capitales del país. Una de las soluciones pasaba por el endeudamiento del estado en general y por el mercado de bonos en particular. Naturalmente esta medida se pensaba como el inicio de un círculo virtuoso puesto que incidía en la prima de riesgo del país y, en consecuencia en la recuperación económica. Seguramente por esta razón, José Luís Machinea, ministro de Economía, incidió de esa manera en la austeridad fiscal. Paradójicamente la medicina del ministro no suele ser recetada en medio de una recesión. Sin embargo, el FMI y el gobierno pensaban que el equilibrio presupuestario conduciría a una reducción del riesgo país. Además, esa disminución de los tipos de interés y su efecto expansivo compensaría el efecto contractivo motivado por el ajuste fiscal (Closer en Tenenbaum, 2004; Jozami, 2003). Es más, la supuesta responsabilidad en el ámbito fiscal del nuevo gobierno dotaría de una mayor credibilidad al mismo frente al exterior e intentaría modificar las expectativas de los agentes internacionales respecto de los gobiernos radicales después del de Alfonsín (Lanata, 2003). Así, en un primer momento tuvieron lugar los aumentos impositivos. Cuando se observó que eran insuficientes, se intentó equilibrar por el otro lado de la balanza, o sea, disminuyendo el gasto público. Pero estas medidas no consiguieron frenar la salida de capitales ni, obviamente recuperar la actividad económica. La economía argentina empezaba así un proceso paulatino de degradación y los inversores internacionales comenzaban a verla como una candidata a la suspensión de pagos. A finales del 2000, se negoció un crédito con los organismos internacionales. El objetivo era financiar los vencimientos del servicio de la deuda que el gobierno incumpliría ante la ausencia de financiamiento privado.

Ese fue un momento de esperanza dentro de la crisis, de paz en medio de la contienda. Pareció, por un instante, que se había devuelto la confianza a los inversores. Sin embargo, en marzo del 2001 se vivieron momentos críticos. Ese mes fue el de una cantidad mayor de salida de depósitos del sistema financiero durante toda la época de la *currency board* (Véase Tabla 25). Ello provocó el reemplazo de José Luís Machinea por Ricardo López Murphy. Éste era un economista ubicado en la ortodoxia monetarista. Su designación parecía indicar una profundización en el ajuste fiscal y por tanto en la misma línea institucional. Su elección generó tal rechazo en el partido del gobierno que se mantuvo en el cargo sólo 15 días. En esa situación el riesgo-país aumentaba con

celeridad y la crisis política comenzaba a agudizarse. Su sustituto fue.... ¡Domingo Cavallo!, el arquitecto del Plan de Convertibilidad.

Tabla 25: Variación mensual de los depósitos bancarios en el 2001

Mes	Variación en millones de pesos corrientes
Enero	910
Febrero	771
Marzo	-5.543
Abril	184
Mayo	828
Junio	562
Julio	- 5.268
Agosto	- 2.091
Septiembre	- 69
Octubre	6
Noviembre	- 2.918
Diciembre	- 2.546

Fuente: Cavallo, 2002b

La visión de Cavallo era resolver la solvencia del país por la vía de incrementar la tasa de crecimiento y dejar en segundo plano la cuestión fiscal (Cavallo, 2002b). Su idea era que el problema central del país era la escasa competitividad interior y exterior. Ésta era provocada por la revaluación del dólar, y en consecuencia del peso, respecto a todas las monedas del mundo; por una baja productividad de las empresas; y por una mala política tributaria. Por esas razones, el eje de su plan era ligar el peso no sólo al dólar sino también al euro. Sin embargo, el efecto de esta medida sobre la productividad futura sería nulo, puesto que sólo entraría en vigor esa institución formal cuando la moneda europea se equipara con la norteamericana. Luego, el valor sería el mismo. Pero, el coste de esa modificación en el resto de agentes no fue nulo. Los inversores extranjeros percibieron inmediatamente que el compromiso del gobierno con la convertibilidad era menor. Además, el sector real no reaccionó como se esperaba y el progresivo deterioro de las cuentas públicas provocó que aunque no estuviera en su agenda inicial, Cavallo tuviera que dedicarle buena parte de sus esfuerzos. En primer lugar, puso en marcha un canje parcial de títulos de deuda. Esta operación se denominó megacanje. En ella se implicaban títulos por valor de 30.000 millones de dólares. Se trataba de un cambio voluntario de deuda a corto plazo por otra a largo plazo pero a mayor tipo de interés. Pero el canje se reveló insuficiente. Los antiguos inversores, internos o externos, no acudieron en la cuantía necesaria ni tampoco se atrajo nuevos inversores.

En segundo término propuso una política de “déficit cero”. Es decir, los gastos públicos no podían superar los ingresos públicos, pero el equilibrio debía producirse mes a mes. La situación no mejoraba. Se consiguió un crédito *Stand By* de 8.000 millones de dólares del FMI. Pero estaba condicionado al cumplimiento de una serie de objetivos fiscales. A principios de noviembre, las cuentas públicas no cumplían esos requisitos

por lo que el Fondo anunció que no desembolsaría la parte del préstamo prevista para diciembre. Finalmente, el ministro propuso un nuevo canje de la deuda. Esta vez para títulos con valor a 60.000 millones de dólares. Los nuevos títulos tendrían un interés menor, pero garantizados por los ingresos fiscales.

No obstante, el drenaje no cesaba. En noviembre ya habían salido 15.000 millones de pesos de los depósitos bancarios y del país. Parecía como si el nuevo paquete del FMI sólo sirviera para que los tenedores de deuda pudieran retirarse del país, con la garantía que el Estado argentino utilizaba sus últimos recursos para financiar la salida de capitales (Jozami, 2003). Por esa razón, Cavallo impuso el 1 de diciembre del 2001 la congelación de fondos particulares y de salarios en las cuentas bancarias con la intención de impedir la quiebra de los bancos. Esta medida se conoció con el famoso nombre de *corralito*.

Mientras se tomaban esta serie de medidas, el gobierno de los Estados Unidos había cambiado de signo y era presidido por George W. Bush. Éste cambió la orientación de la administración anterior y se colocó a favor de la devaluación del peso, toda vez que ya se habían retirado los capitales norteamericanos de la Argentina. Jozami (2003) añade otro argumento al afirmar que la devaluación favorecería los intereses norteamericanos en tanto que produciría una desvaloración de las empresas y de la banca argentina, y por tanto facilitaría su compra por el capital estadounidense.

El clima de tensión en la Argentina iba en aumento hasta el punto que el 19 de diciembre el Presidente de la Rúa dirigió un mensaje a la nación y anunció el estado de sitio. Ante esta medida, la población se lanzó a la calle al grito de “*Qué boludos, qué boludos, el estado de sitio se lo meten en el culo*”. Volvían las *caceroladas*. El presidente aliancista dejaba su lugar al senador peronista Ramón Puerta el día 21. Pero sólo estuvo en el cargo un día y medio. El domingo 23 la Asamblea Legislativa nombraba a Rodríguez Saá presidente provisional hasta el 3 de marzo de 2002. Su mandato fue algo más largo: casi siete días. No obstante tomó dos decisiones significativas. La primera fue suspender el pago de la deuda externa de 144.000 millones de dólares. Según sus propios razonamientos, porque se había privilegiado la deuda externa en detrimento de la interna, aunque ello no significaba en absoluto el repudio de la misma. La segunda fue la sorprendente afirmación que no habría devaluación. Las organizaciones bancarias y las empresas de servicios públicos respaldaban esa decisión al estar fuertemente endeudadas en dólares y la medida les provocaría un enorme incremento del gasto. Otro anuncio, este anecdótico, fue la creación de otra moneda: el *argentino*, que tendría unas funciones específicas en el mercado interno. El *corralito*, sin embargo, seguía vigente y dejaba al país sin liquidez durante las fiestas de Navidad. Una nueva *cacerolada*, ésta al grito de “*Que se vayan todos, que no quede ni uno solo*”, en una clara alusión a la clase política, era un exponente del malestar de la población. Ramón Puerta volvió a convertirse, por apenas unas horas y por segunda vez en una semana, en presidente provisional del país. El cuarto en diez días. Dos bloques seguían pugnando por la presidencia del país. Uno favorable al mantenimiento de la convertibilidad; el otro, partidario de la devaluación y de un viraje económico supuestamente nacionalista.

El 1 de enero del 2002, la Asamblea Legislativa se reunió de nuevo. En esta ocasión era Eduardo Duhalde, derrotado candidato peronista en la elecciones de 1999 frente a De la Rúa, el investido como presidente de la Nación, gracias a un acuerdo entre el peronismo

y el radicalismo. El 2 de enero, en su discurso de investidura, Duhalde declaró el fin de la era de la convertibilidad al anunciar la devaluación del peso. El peso, mediante la Ley de Emergencia Económica, se devaluaría un veintiocho con setenta y cinco por ciento (28,75 %) y se establecería un doble mercado de cambios (uno oficial y otro libre).

6.4. Conclusiones

Este capítulo ha analizado cómo la **capacidad para hacer cumplir las instituciones en el No-Sistema** ha incidido en el funcionamiento diario y en la resolución y gestión de la crisis en el Currency Board argentino (1991-2001).

Los problemas del sistema de Bretton Woods fueron, como ya se ha indicado repetidamente, la confianza, la liquidez y el ajuste. Las políticas macroeconómicas seguidas por Estados Unidos no fueron las adecuadas para el país de la moneda reserva. Éstas ayudaron a provocar el hundimiento del sistema a principios del año 1973. Entonces, en el momento que se abandonaron las paridades fijas y se inició una estructura de tipos de cambio flexibles, se produjo un cambio de época: se entró en la etapa del no-sistema, en contraposición al sistema del Patrón Oro o de Bretton Woods.

La cuestión no era novedosa, sino que empezó a ser seriamente discutida en la década anterior desde posiciones antagónicas. Pero, las crisis financieras de los sesenta dieron pie a que se colocara en primer plano el debate intelectual entre los economistas. Éste consistía en establecer cuál era el “mejor” régimen de tipo de cambio. Mientras unos defendían los tipos de cambio flexibles, otros se colocaban a favor de los fijos. Por un lado, estaba la posición que defendía la posibilidad de buscar el equilibrio interno, despreocupándose del externo. Es decir, a favor de la libre flotación del tipo de cambio. En el extremo contrario, se encontraban los detractores al tipo de cambio flexible (y a favor del fijo). La principal argumentación de estos últimos era que un sistema de flotación forzosamente llevaba consigo la desaparición del comercio internacional. La realidad ha dado la razón a las dos partes; o lo que es lo mismo, a ninguna. Sin embargo, una lección inequívoca que se puede extraer de esta experiencia (tipos de cambios flotantes), es que no existe ningún sistema de tipos de cambio que funcione correctamente cuando se rompe la cooperación económica internacional.

El análisis de este capítulo se inicia el 9 de noviembre de 1989. Esa fecha es la considerada oficialmente como la que señala la eliminación del “**socialismo real**” como alternativa al capitalismo. En esas mismas fechas, se vituperaban duramente las **políticas keynesianas**. Esa crítica consistía en la desacreditación del estado como agente activo en la economía. La colusión de los dos fenómenos provocó el surgimiento con fuerza de un nuevo punto de vista: las **teorías neoliberales**. Desde éstas se concebía un nuevo orden mundial que dio pie al concepto de la globalización. Si bien aquéllas, no constituían un cuerpo doctrinario homogéneo, el “Consenso de Washington” que elaboró el economista John Williamson (1989), fue encumbrado como su decálogo particular, como se ha analizado en los apartados precedente.

Dicho consenso no obedecía sólo al gobierno de los Estados Unidos, sino a todas aquellas organizaciones, organismos y redes de líderes de opinión radicados en la capital mundial de facto y que colectivamente definían la “sabiduría convencional”

(*conventional wisdom*) del momento (Krugman, 1995b). Además, si bien es cierto que en la definición original se incorporaban diez diferentes aspectos de la política económica, uno podría resumirlos más simplemente. Principalmente la clave para el desarrollo económico era la **virtud victoriana en política económica**; es decir, libre mercado y dinero sólido (*Sound money*). Por tanto, liberalizar el comercio, privatizar empresas estatales, equilibrar el presupuesto del estado, unas estructuras de tipos de cambio fijos. Éstas fueron las creencias que influenciaron a los mercados y a los gobiernos (Krugman, 1995b). El Fondo Monetario Internacional, con su director a la cabeza no era ajeno a estos cambios. Por esa razón no sorprenden las palabras de Camdessus (1996) cuando, al hablar del desafío que tiene por delante Argentina, dice que “según su punto de vista, el cambio en la políticas y el desempeño está asociado a dos fenómenos de profunda y universal significación: el primero, el cambio del papel del estado, y el segundo, la globalización de los mercados internacionales de capital”²³⁸.

Por tanto, se había producido una **modificación en las instituciones dominantes del periodo**: las viejas instituciones (el socialismo real y las teorías keynesianas) habían dejado paso a las nuevas (las teorías y prácticas neoliberales).

En **ARGENTINA**, el gobierno argentino de Menem implementó ese cambio con la sanción de dos instituciones formales: la de Reforma del Estado y la de Emergencia Económica. La Ley de Reforma del Estado incluía una reordenación del mismo y una privatización de los servicios públicos. La Ley de Emergencia Económica implicaba una liberalización de ciertos sectores. No obstante, la institución formal por antonomasia del periodo fue la **Ley de Convertibilidad**. La sanción de ésta se produjo el 1 de abril de 1991, y fue algo más que el lanzamiento de un programa tradicional de tipo de cambio fijo. Era la introducción de la herramienta que anclaría nominalmente al peso, acabaría con las hiperinflaciones y permitiría el acceso del país al mercado de capitales. La entrada de capital extranjero ha sido, a lo largo del tiempo, considerada como el factor central del desarrollo económico por parte de las clases dirigentes. En ese sentido, la interpretación que se ha realizado del endeudamiento nacional no ha sido de debilidad sino todo lo contrario, era una muestra de robustez: los inlujos de capital representaban una demostración de confianza de los inversores internacionales.

Un síntoma del cambio de las instituciones fue que los que hasta ese momento se denominaban “países en vías de desarrollo”, se transformaron en “países emergentes”. Así, los bancos centrales fueron perdiendo paulatinamente su capacidad para hacer cumplir las instituciones y por tanto, control sobre los circuitos especulativos. El Plan de Convertibilidad, aseguraba a los inversores internacionales, fueron especuladores o no, el valor de su capital en dólares, más allá de circunstancias coyunturales. Ello era posible gracias a la declaración de intangibilidad de las reservas del Banco Central, puesto que de esta forma quedaban como garantía del pago de la deuda pública o para atender a la demanda de dólares. En consecuencia, las instituciones formales propiciaron que unas organizaciones que salieron beneficiadas de su introducción puesto que estaban en una posición mejor, mientras que otras obtuvieron pérdidas. Una clasificación de las mismas puede verse en la Tabla 26.

²³⁸ “In my view, this sea change in policies and performance is associated with two phenomena of profound and universal significance; first, the changing role of the state, and second, the globalization of international capital markets” (Camdessus, 1996).

Tabla 26: Organizaciones "ganadoras" y "perdedoras" del sistema

"Ganadoras"	"Perdedoras"	Sin cambio
<ul style="list-style-type: none"> - Inversores Internacionales y Grandes Empresas Locales. - Clases Medias y Bajas - Sector Bancario y de Servicios 	<ul style="list-style-type: none"> - Trabajadores Públicos y Sindicatos. - Sector Exportador - Sector Industrial 	<ul style="list-style-type: none"> - Gobiernos Provinciales.

La privatización comportó la entrada de Inversores Internacionales y Grandes Corporaciones Locales que de otra forma no hubieran tenido acceso a esas empresas y servicios. Por el contrario, los trabajadores públicos y los sindicatos "pagaron" el cambio en los incentivos de la empresa. Las instituciones formales fueron las heroínas de la baja inflación, lo que implicó un incremento en los salarios reales, un aumento del crédito y, en consecuencia, un boom del consumo. Éste benefició básicamente a las clases medias y bajas, así como a la banca y a las empresas de servicios. Sin embargo, la liberalización de los sectores hizo que la industria (con mercado nacional o exportador) tuviera menores privilegios y por tanto, una mayor competencia a la que hacer frente. Finalmente, los gobiernos provinciales prácticamente no percibieron los cambios puesto que durante la etapa inicial (1990-1995) la reordenación del Estado casi se concentró en el Gobierno Central.

Naturalmente, las nuevas instituciones "creaban" nuevas organizaciones. Ello se producía porque las viejas organizaciones tenían que adaptarse a las nuevas reglas de funcionamiento del sistema. Dicha innovación también se daba a nivel mundial. De esta forma, con la enmienda del Artículo IV del Tratado Constitutivo nace un "nuevo" FMI. Y con él, una nueva forma de hacer cumplir las instituciones: la condicionalidad.

La **condicionalidad** es el "compromiso por parte de las autoridades de un país a la aplicación de ciertas medidas económicas y financieras ante la obtención de un préstamo del FMI" (IMF, 2005a). La condicionalidad se basa en una nueva tendencia de la organización internacional que se plasmó en la enmienda del Artículo I, en la Sección V (Los fines del Fondo) donde puede leerse que uno de los propósitos del Fondo es "infundir confianza a los países miembros poniendo a su disposición *temporalmente* y con garantías adecuadas los recursos generales del Fondo, dándoles así oportunidad de que corrijan los desequilibrios de sus balanzas de pagos sin recurrir a medidas perniciosas para la prosperidad nacional o internacional"²³⁹. Por tanto, se introdujo el término haciendo referencia al uso temporal de los recursos y, en consecuencia, para asegurar su devolución. Tirole (2002) añade a ésta la función de monitoreo, por la que

²³⁹ "To give confidence to members by making the Fund's resource temporarily available to them under adequate safeguards, thus providing them with opportunity to correct maladjustments in their balance of payments without resorting to measures destructive of national or international prosperity". Artículo I, Sección V.

el FMI actuaría para sustituir el inexistente contrato entre la soberanía nacional y el inversor externo. Buirra (2003) puntualiza que la idea subyacente de la condicionalidad sería la ausencia de confianza en el propio juicio de las personas que mejor conocen a un país; es decir, los nacionales del mismo.

La condicionalidad del Fondo ha sido criticada por sus condiciones inapropiadas (Bandow, 1994; Bhagwati, 1998; Feldstein, 1998; Finch, 1983; Meltzer, 2000; Stiglitz, 2001), la nula capacidad para hacer cumplir los requisitos (Bandow, 1994; Lavagna, 2002) y por la difusión de ciertas instituciones (Bandow, 1994).

Stiglitz (2001) critica no sólo que la “misma talla no sirve para todos”, en el sentido de que las mismas recomendaciones no tienen porqué ser las adecuadas para todos los países, sino que además los requisitos que se exigen no son los necesarios para la resolución de las crisis. Por ejemplo, cuando un país industrializado se enfrenta a una recesión, normalmente utilizará una política fiscal y/o monetaria expansiva para estimular la recuperación de la demanda agregada. Pero los países emergentes han de realizar una política restrictiva para proteger sus reservas ante la posibilidad que el miedo provoque un problema de confianza. Si no, ¿era necesario incluir la condición en el acuerdo con la Argentina de equilibrar su balanza fiscal para superar su crisis de balanza de pagos aunque el paro estuviera cerca del veinte por ciento (20%) y el nivel de actividad fuera muy bajo?

La segunda crítica a la condicionalidad del Fondo hace referencia a la nula capacidad que tiene para imponer el programa. En ese sentido, como reconoce Killick (1996:223) “recompensa implica sanción. Si la implementación ha de ser recompensada, debe existir una amenaza creíble de retirada de la ayuda en el caso de la incorrecta implementación”²⁴⁰. Por tanto, la organización no tiene capacidad para hacer cumplir las instituciones. Si un país incumple los acuerdos con el Fondo... no pasa casi nada, puesto que en numerosas ocasiones se produce una renegociación. Si este ciclo no tuviera lugar, ¿cómo podrían justificarse los sucesivos créditos que tuvo la Argentina siendo una economía muy intervenida (*state-managed economy*) a pesar de las reiteradas condiciones del Fondo en sentido opuesto? Naturalmente, las circunstancias de la economía internacional no ayudaban. La sobreabundancia del capital privado a la que accedieron los mercados emergentes durante los años noventa, al menos hasta la crisis rusa de 1998, disminuyó, con toda seguridad, el poder disciplinante de la condicionalidad.

En tercer lugar, autores como Gould (2003) sugieren que el concepto de condicionalidad ha sido modificado para poder servir mejor a los intereses de los acreedores privados internacionales, de acuerdo con las nuevas instituciones.

Finalmente, existe un argumento más general. Si la condicionalidad es esencial para “preservar devolución (carácter temporal) de los recursos del Fondo”, no acaba de entenderse el elevado ratio de “quiebras” de sus programas (Buirra, 2003). Así, el historial de Argentina como deudor del FMI no puede denominarse precisamente como excelente. Gobiernos argentinos, de distinto signo, firmaron un total de diecinueve (19) acuerdos con el FMI desde 1958 en adelante. De ellos, quince (15) fueron incumplidos. Incluso cuatro (4) de ellos sin ni siquiera haber empezado los desembolsos. Si se toma

²⁴⁰ “Rewards imply sanctions. If implementation is to be rewarded, there must be a credible threat of withdrawal of support in the event of non-implementation” (Killick, 1996: 223).

un período más corto, desde 1987 en adelante, se firmaron siete acuerdos, de los cuales sólo uno fue cumplido y fue necesario pedir 18 excepciones (*waivers*) formales del Directorio del FMI.

Además, el caso argentino tiene otras especificidades propias. Según Killick (1996), el personal de ciertas organizaciones internacionales (FMI y Banco Mundial) percibe que la autorización de un elevado nivel de préstamos, aumenta sus posibilidades de promoción dentro de la organización. Para la burocracia, como señala Mussa (2002), que fue economista principal del FMI, era conveniente mostrar un país exitoso, sobre todo después de las últimas crisis, aunque inicialmente no participaran de las medidas que se tomaron (Cavallo, 2005). Además, es posible que algunos de los miembros con una mayor representación en el Directorio tuvieran un especial interés en la concesión de créditos a Argentina ²⁴¹. En este caso, los países del G-7 habían invertido en la Argentina, si bien es cierto que en distinta medida. Los países europeos, por ejemplo, habían tenido una elevada participación en la compraventa de las “joyas de la abuela”. En resumen, tanto la burocracia como los países del G-7 tenían motivos para no ser excesivamente exigentes con el país. Este hecho podría haber minado la eficacia de la condicionalidad para Argentina.

Así, por ejemplo, durante los diez años en los que estuvo vigente la Ley de Convertibilidad (1991-2001) el país firmó 4 acuerdos con el FMI. Dos *Stand-By*, uno en 1996 y otro en el 2000; y dos Acuerdos de Facilidades Ampliadas en 1992 y 1998. Pero el grado de cumplimiento no fue superior a su historia crediticia. Es más, desde 1994, incumplió los objetivos de política fiscal acordados con el Fondo y se tuvo que recurrir a la solicitud de *waivers* al Directorio de la organización para evitar la rotura de los acuerdos. Si se tiene en cuenta el acrónimo extraoficial del Fondo (básicamente política fiscal²⁴²) parece deducirse cierta permisibilidad. Entre las consecuencias del menemismo se puede encontrar la modernización y la estabilización de la economía. Sin embargo, sus detractores hablan de una combinación de una elevada y creciente deuda pública, un persistente déficit fiscal, un alto grado de desempleo y un alto crecimiento de la masa monetaria. Estas situaciones se agravaron con los shocks externos y la recesión. Después del contagio del efecto Tequila (en 1995), la economía pareció recuperarse en 1996, 1997 y durante la primera mitad de 1998. Probablemente, la crisis asiática y la rusa fueron las principales causas del inicio de la recesión de la segunda mitad de 1998. Aunque, entre 1995 y 1998, “más de la mitad de las veces “se perdonó” el incumplimiento de los criterios de desempeño fiscal, o bien esos criterios se cumplieron sólo después que fueran revisados, o simplemente se ignoraron y fueron “barridos bajo la alfombra” (Mussa, 2002). Así, Mussa (2002) sostiene que la especial atención que se le prestó a Argentina se debe, básicamente, a las fuertes críticas que recibió el FMI por su actuación en la crisis asiática.

Pero, la devaluación del real brasileño de enero de 1999 complicó enormemente la situación. El hecho que Brasil fuera el principal destino de las importaciones argentina implicó que la devaluación de su moneda llevara aparejada un fortalecimiento del peso. Éste venía a reforzar la sobrevaluación real del peso que venía sufriendo desde años atrás como resultado de la apreciación nominal del dólar respecto al resto de países (y el

²⁴¹ “The Bretton Wood Organizations top management quite frequently come under pressure from one or more of the major developed-country share holders countries to lend to favoured deficit countries notwithstanding the deficiencies of their economic policies” (Killick, 1996: 224).

²⁴² De las siglas en inglés; IMF It’s Mostly Fiscal.

peso con él) y de una mayor inflación en Argentina. No obstante, con la subida al poder de De la Rúa, en diciembre de 1999, no se esperaba ningún viraje en el área económica. Todo lo contrario: su apoyo a la convertibilidad había sido una de sus bazas electorales, así como su compromiso con el equilibrio fiscal y con el cumplimiento de las obligaciones del estado. Por tanto, la institución formal más relevante del período conservaba toda su vigencia a pesar de los avatares. Quizá por ello, el ambiente rezumaba expectativas positivas. Los agentes suponían que el país retomaría el crecimiento. Ello se produciría gracias a la política fiscal que conduciría a la generación de un superávit primario²⁴³. Éste, al igual que sucedió después del efecto Tequila, incentivaría la entrada de capitales que, a su vez, relanzarían la economía.

Seguramente por esta razón, José Luís Machinea, ministro de Economía, incidió de esa manera en la austeridad fiscal. Paradójicamente la medicina del ministro no suele ser recetada en medio de una recesión. Pero, el FMI y el gobierno pensaban que el equilibrio presupuestario conduciría a una reducción del riesgo país. Esa misma idea apoyaba irónicamente Dani Rodrik (2003:16) cuando escribía que “la estrategia argentina se basaba en una idea simple: la reducción del riesgo país era la forma más rápida y segura de conseguir los niveles de renta de los países ricos”,²⁴⁴. Por tanto, según la versión neoliberal lo que el gobierno nacional necesitaba eran mecanismo de compromiso más fuertes.

Dos años más tarde, en 2001, la recuperación no había tenido lugar y se vivían momentos críticos y se confió en que Domingo Cavallo, el artífice del “milagro” de la primera época pudiera enderezar el rumbo. Éste puso en práctica tres instrumentos para “evitar la cesación de pagos y la devaluación” (Cavallo, 2002b). Fueron un canje voluntario de deuda de corto plazo por otra de vencimientos más largos pero con intereses gravosos; el anuncio de una política de “déficit cero” según la cual los gastos se ajustarían mes a mes a los ingresos públicos; y finalmente, otro canje de deuda –ya con características compulsivas- que prolongaba aun más los vencimientos, pero con intereses menores. Esas herramientas tampoco produjeron el efecto deseado y desgraciadamente, la expectativa de que la convertibilidad sería abandonada era una profecía ya inevitablemente estaba destinada al autocumplimiento. La retirada de los depósitos bancarios llegó a tal punto que el gobierno optó por restringirlos para evitar la quiebra bancaria, es decir, la medida conocida popularmente como *corralito*. La situación explotó en diciembre. Cavallo y De la Rúa, renunciaron por este orden, en medio de manifestaciones callejeras (*las caceroladas*). Después de algunos episodios sorprendentes, como tener cinco presidentes de la nación en una semana, Duhalde tomó posesión de la presidencia el 1 de enero del 2002. El 2 de enero, en su discurso de investidura, puso fin a la era de la convertibilidad al anunciar la devaluación del peso.

Pero ¿qué sucedió entre diciembre del 1999 y del 2001? No hubo ninguna gran crisis internacional que pudiera afectar a Argentina, ni ningún cambio importante en la política económica, ni un deterioro relevante en los términos de intercambio, ni una ruptura con los organismos internacionales de crédito... ni nada por el estilo. Por el contrario, el país accedió a fines de 2000 a un “blindaje” del FMI, que aportaba fondos para despejar las dudas sobre su capacidad de pago de la deuda pública. ¿Qué produjo

²⁴³ El superávit primario es el superávit del presupuesto público (diferencia entre los ingresos del Estado menos los gastos) exceptuando la partida del pago de los intereses de la deuda.

²⁴⁴ “The Argentine strategy was based on a simple idea: that reduction of sovereign risk is the quickest and surest way to reach the income levels of the rich countries” (Rodrik, 2003: 16).

entonces la debacle? ¿Cómo se explica semejante cataclismo financiero? ¿Existió algún desencadenante de naturaleza no económica? Repasemos los hechos desde la perspectiva de las instituciones y organizaciones.

En 1998, las autoridades argentinas se enfrentaban a un dilema, desgraciadamente, nada nuevo en su historia reciente. O mantener el régimen de tipo de cambio fijo o realizar la devaluación que el tipo de cambio efectivo real requería. La primera opción hacía necesario un ajuste deflacionario debido a la sobrevaloración del peso. Ésta había sido en parte provocada por los shocks externos y en parte por la insuficiente flexibilidad de los precios (Perry & Servén, 2003). Este ajuste perjudicaría a la capacidad de devolución de los créditos de las economías domésticas y de las empresas y, la recesión consiguiente, perjudicaría al sector bancario al deteriorar el portafolio de préstamos. También el gobierno vería reducida su capacidad de devolución de la deuda y en consecuencia, aumentarían las dudas acerca de su sostenibilidad haciendo necesaria una reestructuración de los ingresos y gastos del estado.

La segunda opción hacía necesaria una gran devaluación nominal. Ésta también implicaría seguramente la quiebra masiva de las economías domésticas y empresas puesto que sus deudas estaban denominadas en dólares. Naturalmente, lo mismo le sucedería al gobierno y a las entidades bancarias. Aunque estas consecuencias se daban también en la otra posibilidad, el carácter abrupto de esta segunda provocaría que el número de bancarrotas fuera mayor. Por tanto, en un país donde el 90 % de los activos y de los pasivos empresariales estaban denominados en dólares, no se podía pensar siquiera en una devaluación de manual, pues se trataba de una economía dolarizada de hecho.

Ya se ha analizado las consecuencias para las organizaciones nacionales. Pero ¿y las organizaciones internacionales? “De las entrevistas y consultas realizadas entre abril y junio de 1999, surgía claramente que los directivos españoles y argentinos estimaban que las desventajas de una devaluación eran inconmensurables” (Jozami, 2003: 222). Además, se había producido un cambio institucional: se tenía que cambiar el “modelo económico” (Cavallo, 2004).

Lavagna, ministro de economía posterior a esta época explica que “la pésima *performance* no ayudó a lograr respeto en la comunidad financiera internacional. Ésta es el resultado de dos políticas igualmente erróneas. Del lado de Argentina, lo que puede definirse como el sí fácil. Algo así como *firmemos cualquier cosa y luego veremos*. Del lado del FMI, los fracasos son el resultado de plantear metas tanto cuantitativas como estructurales irrealistas (por ejemplo, el fallido déficit cero o la desaparición de los bancos públicos) por sus implicaciones políticas y sociales, y erradas desde el punto de vista económico (políticas procíclicas en materia de impuestos). Esto es, una política de *apretar para cubrirse*” (Lavagna, 2002).

En conclusión, las teorías neoliberales constituyeron la base ideológica del periodo. Una de las características principales del No-Sistema fue la capacidad de hacer cumplir las instituciones por parte de las organizaciones internacionales. El FMI aplicó esa potestad a través de la cláusula de Condicionalidad. Por tanto, a diferencia de las instituciones formales de Bretton Woods, en el No-Sistema sí existía el *enforcement*. Además a nivel interno Argentina dictó unas instituciones formales bajo el paradigma del Consenso de Washington, siendo la Ley de

Convertibilidad la más trascendental. En 1998 se debería haber realizado un pequeño ajuste de la paridad de la moneda. No obstante, la capacidad para hacer cumplir las instituciones (*enforcement*) lo impidió. Dicha capacidad provocó que la tensión generada por las organizaciones no fuera suficiente para eliminar o modificar las instituciones vigentes en ese momento. La institución formal se había convertido en institución informal tanto dentro del país como fuera de él en 1998. Por tanto, fue necesario ejercer una fuerza mucho mayor para el derrumbamiento del sistema.

Capítulo 7: Conclusiones e Implicaciones

“Nada en el mundo es tan poderoso como la aparición de una idea”
VICTOR HUGO

7.1. Introducción

Esta investigación fue motivada por el creciente número de crisis financieras internacionales que se habían producido durante la última década (1995-2005) y por la ausencia de un modelo de referencia que pudiera explicar dichos fenómenos. El hecho básico es que estos son consecuencia de decisiones tomadas por los agentes económicos. Cualquier decisión no sólo está basada en unos criterios estrictamente económicos sino que incorporará aspectos institucionales. La influencia de estos factores institucionales es lo que ha desentrañado este trabajo. En consecuencia, el problema de investigación ha sido:

¿Cómo afectan las instituciones a la resolución y gestión de las crisis financieras de origen cambiario?

En primer lugar, se realizó una extensa **revisión bibliográfica** del tema. Se consideró que había sido analizado, desde el punto de vista teórico, desde tres puntos de vista. Uno sería **la elección de un sistema óptimo de tipo de cambio**. Las cuestiones que pretende resolver esta aproximación son dos: ¿cuál es el régimen de tipo de cambio adecuado para un país? y ¿cuál debe ser el valor de su moneda? Se analizaron seis factores²⁴⁵ cuya pretensión era responder a dichas preguntas. Lógicamente, uno de los objetivos del establecimiento de un régimen de tipo de cambio óptimo es intentar prevenir las crisis financieras. La causa directa de las mismas son **los ataques especulativos**. Por esta razón, éste era el segundo punto de vista del análisis bibliográfico. Se realizó una taxonomía de las crisis financieras según su fuente de origen especulativo. Finalmente, la tercera temática que se revisó fue **la duración de un sistema de tipos de cambio fijo** desde los mismos factores estudiados en la elección de un sistema óptimo de tipo de cambio con lo que se “completaba el círculo” del proceso. La conclusión de la revisión bibliográfica fue que si bien la literatura sobre tipos de cambio y sobre crisis financieras de origen cambiario era extensa, la que intentaba explicar la formación de las políticas cambiarias gubernamentales era más bien escasa. Asimismo, se destacó la inexistencia de un desarrollo conceptual sobre el por qué se llevaban a cabo ciertas políticas ni sobre qué las determinaba.

Ello condujo a la elaboración de dos fases de investigación, la teórica y la empírica. En la primera se propuso un **marco conceptual** sobre la incidencia de las instituciones en la gestión y resolución de las crisis financieras. El resultado fue que la estructura institucional, en su referencia temporal y espacial, era una variable explicativa del Sistema Monetario Internacional (SMI) tan relevante como las consideradas por otras aproximaciones metodológicas convencionales. La **investigación empírica** tenía como

²⁴⁵ Éstos fueron los de Estructura Económica, Condiciones Macroeconómicas, Políticos, Organizacionales, Históricos e Institucionales.

propósito conocer, a través de un trabajo empírico exploratorio, las condiciones y los procesos a través de los que se había llevado a cabo la modificación de las políticas cambiarias gubernamentales. El **caso** es una estrategia ideal cuando es necesaria una investigación holística y profunda, razones por las que se escogió como estrategia metodológica de investigación. Además, las características de las instituciones y del SMI, expuestas con anterioridad (dependencia de la trayectoria y evolución gradual) recomendaban la utilización de **métodos de investigación cualitativos**. Esta elección metodológica permite un *estudio longitudinal exploratorio* que es el más acertado para el análisis. El número de casos no tiene porque ser extenso. Por tanto, se han realizado tres casos con las siguientes premisas: tres momentos históricos distintos, y por tanto unas instituciones distintas, tanto a nivel mundial (existencia de tres órdenes distintos) como a nivel interno; tres regímenes de tipo de cambio distinto y que han sido sacudidos por tres crisis financieras distintas. Además, esas características comunes conducían a circunscribir la investigación a un determinado territorio. La elección recayó sobre un país “eternamente fascinante”: Argentina.

La redacción y la conclusión de los casos se ha elaborado teniendo presente las consideraciones de Winston Churchill, Carlos Díaz-Alejandro y Halperín Donghi. Cuentan que cierto día, Winston Churchill y un miembro del gobierno británico, estaban protagonizando una fuerte discusión. Después de algunos intercambios verbales iniciales de tanteo, el tono y el volumen se fue incrementando. Llegados a ese punto, Churchill se volvió hacia su adversario, le miró con ojos vivos y esbozó una maliciosa sonrisa. El silencio se hizo en la sala y todo el mundo esperaba el exabrupto del primer ministro. Sin embargo, nada de eso se produjo. Éste respiró hondamente, miró por la ventana, cerró su carpesano y sentenció que finalmente la Historia le daría la razón. Con ello, dio la impresión de dar por zanjada la cuestión de forma definitiva. Al ser preguntado acerca de cómo podía estar tan seguro de ello, Churchill respondió graciosamente que “porque la escribiría él”. Uno de los principales problemas de la historia, económica o no, es que se decodifica a través de los ojos de las personas. En ese sentido, se ha tenido muy en cuenta la máxima de Carlos Díaz-Alejandro (2002: 12) de “no juzgar el pasado con criterios actuales”.

En esa misma línea Halperín Donghi (1986: 2) escribía que uno debe recordar “siempre que, aunque el presente es un instrumento necesario para conocer el pasado, el pasado no es el presente: he aquí el punto de partida de lo que se llamara sentido histórico. El sentido histórico ha de insuflar una unidad y un criterio orientador al conjunto de reglas maduradas empíricamente a lo largo de siglos de esfuerzos por devolver su pureza originaria a los textos literarios llegados del pasado clásico, y transformará así al que fue método filológico en método histórico”.

Este Capítulo de Conclusiones e Implicaciones está dividido en tres partes. La primera se denomina Conclusiones sobre el problema de investigación. En ella se recogerán los resultados de los tres casos anteriores conjuntamente y se les dará una uniformidad a partir del tema de investigación. Posteriormente, se describirán las limitaciones que ha tenido el estudio. Finalmente, se abrirán nuevas preguntas de investigación a través de las implicaciones para investigaciones posteriores.

7.2. Conclusiones sobre el problema de investigación

“Las leyes económicas no son reglas morales; pero el funcionamiento de un sistema económico, centralizado o descentralizado, individualista o socialista, depende en última instancia de las fuerzas morales de la sociedad”

JULIO H. G. OLIVERA

Las crisis financieras de origen cambiario y las instituciones han constituido el binomio fundamental de esta investigación.

Una **crisis financiera** (*financial crises*) es una disfunción de los mercados financieros que les impedirá funcionar de forma efectiva y que puede tener grandes efectos perversos sobre la economía real. Existe una amplia clasificación de crisis financieras. Según su origen, y no mutuamente excluyentes, habría crisis cambiarias (*currency crisis*), bancarias (*banking crisis*), de deuda (*debt crisis*) y de balanza de pagos (*balance of payment crisis*).

Las **instituciones**, por su parte, son las limitaciones (elaboradas por las personas) que estructuran las relaciones humanas. Están constituidas por limitaciones informales, limitaciones formales y capacidad para hacerlas cumplir (*enforcement*) (North, 1990). En esa misma línea las describe Schotter (1981: 11) cuando escribe que las instituciones son una regularidad en el comportamiento social que está acordado por todos los miembros de una sociedad. Además, determina cuál debe ser el comportamiento en situaciones recurrentes y específicas, y puede ser auto-impuesto o impuesto por una autoridad externa. Lachman (1970) distingue entre “instituciones diseñadas” y “no diseñadas”. Las primeras corresponderían a las formales y las segundas a las informales (Véase Tabla 27). Evidentemente, la naturaleza de unas y otras determina y condiciona la forma en que se ejercerá el *enforcement*. Las instituciones formales tendrán unas herramientas para hacer respetar sus mandatos distintos de las informales.

Tabla 27: Correspondencia entre las definiciones de North y Lachman

North	Lachman
Instituciones Formales	Instituciones Diseñadas
Instituciones Informales	Instituciones No-Diseñadas

Fuente: Elaboración propia

La evolución de las instituciones y de los sistemas monetarios internacionales presentan dos características en común: dependen de la trayectoria (*path dependence*) y es gradual. Así, los resultados del análisis exploratorio de esta investigación conducen a la propuesta de **una relectura de la historia del sistema monetario internacional a través de las instituciones**, de forma parecida a como San Agustín proponía hacer inteligible lo que creemos a través de la fe.

Los libros y manuales de historia económica dividen sus capítulos acerca de los sistemas monetarios internacionales en tres partes. En primer lugar, aparece el Patrón Oro (1870-1933). Posteriormente, el sistema de Bretton Woods (1944-1973).

Finalmente, se describe un No-Sistema (1973-2005) y varios acuerdos regionales, como podrían ser el Sistema Monetario Europeo, y/o otros de especial significación, como el Currency Board argentino. Estos han sido los tres casos analizados en el presente trabajo utilizando la experiencia argentina como elemento de referencia. Una curiosidad puesta de manifiesto a lo largo de la investigación es ¿por qué los sistemas presentan marginalmente una duración menor? o más específicamente, ¿por qué el Patrón Oro clásico se mantuvo casi durante un siglo (al menos para Gran Bretaña), la permanencia de Bretton Woods no llegó a las tres décadas y el Currency Board argentino no duró diez años? ¿no será por las instituciones dominantes en cada periodo?

El análisis se ha realizado tomando como epicentro la experiencia Argentina. Una editorial del semanario inglés *The Economist* narraba lo siguiente de la situación en el país:

“Es indiscutible que quienes protestan hoy contra la pretensión del gobierno argentino de devolver con papel el préstamo adquirido en pesos fuertes tiene la justicia de su parte (...) la pretensión del gobierno argentino es un oportuno recordatorio de que no es fiable en sus tratos con sus acreedores, y está bien que los inversores tengan muy presente este hecho, ya que parece que no tardarán mucho en intentar conseguir dinero aquí (...) pero la reciente demostración de su falta de fiabilidad, de la que son un ejemplo tanto sus tratos con los tenedores de bonos como su negativa a respetar sus propias leyes, deberían hacer que los inversores se mostraran poco dispuestos a responder a nuevas apelaciones”²⁴⁶.

El prestigioso W.R. Lawson del *Banker's Magazine* se expresaba en los siguientes términos refiriéndose a los argentinos:

“...alteran su moneda casi tan a menudo como cambian de presidentes (...) Ningún pueblo del mundo tiene un interés tan penetrante en los experimentos monetarios como el argentino”²⁴⁷.

Finalmente, Claudio Closer, prestigioso economista, manifestaba en una entrevista que:

“La decisión se sostiene en un principio que yo defiendo: prefiero, toda la vida, ser evolutivo, porque he visto el desenlace de muchas revoluciones. La terapia de shock –dejar que un país se caiga– es la que defiende la derecha económica de todo el mundo. Quizás hayan tenido razón. Yo no la comparto. Quiero ser más didáctico aún. Nadie, en la Argentina, quería devaluar. N-A-D-I-E”²⁴⁸.

Uno podría pensar que son relatos relativamente recientes y que corresponden a la primera gran crisis financiera internacional del siglo XXI, que acaeció en diciembre del 2001. No obstante, ello no sería del todo correcto. Sólo el tercero de los relatos corresponde a dicha situación. El primero de ellos, si bien es cierto que pertenece al semanario inglés *The Economist*, es un extracto de un artículo titulado *Argentine*

²⁴⁶ Citado en della Paolera, 1994: 20.

²⁴⁷ Citado en Ford: 1962: 157.

²⁴⁸ Citado en Tenembaum 2004: 142.

Untrustworthiness que se publicó ¡el 25 de mayo de 1889!. El segundo escrito vio la luz ¡en 1899!.

Sin embargo, Argentina no fue siempre el país del mar de lágrimas. Así, en un diccionario español de principios de siglo podía leerse en la voz Argentina lo siguiente:

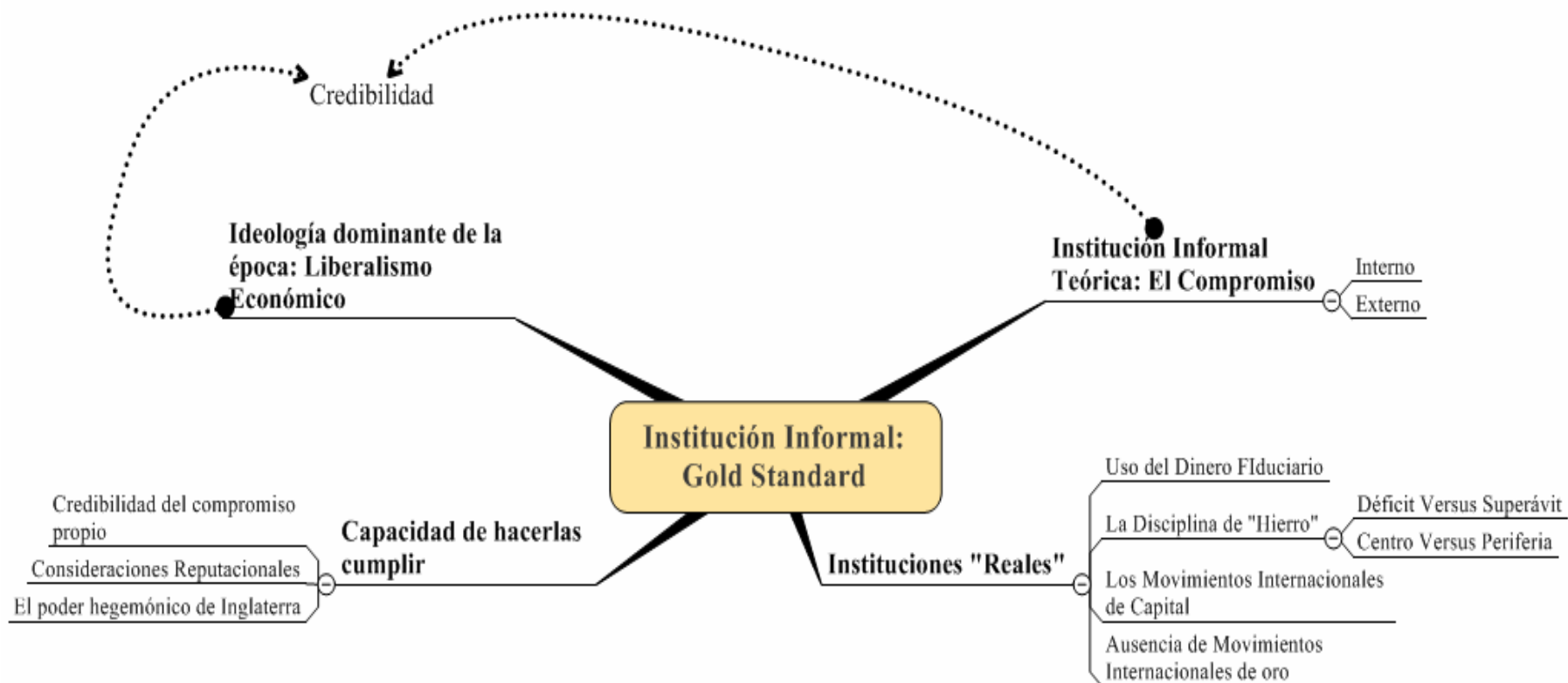
“ARGENTINA (República). Estado de América del Sur, lindante con Bolivia, Paraguay, Brasil, Uruguay, el Atlántico y Chile. 2.887.113 kilómetros cuadrados de extensión territorial (seis veces más que España) y 8.000.000 de habitantes [...] En 1810 el pueblo argentino se alzó contra el dominio español y, después de una lucha de seis años, logró al fin su independencia en 1816. Todo hace creer que la República Argentina está llamada a rivalizar en su día con los Estados Unidos de la América del Norte, tanto por la riqueza y extensión de su suelo como por la actividad de sus habitantes y el desarrollo e importancia de su industria y comercio, cuyo progreso no puede ser más visible”.

¿Qué sucesos tuvieron lugar entre todos estos relatos?

El gobierno argentino de Pellegrini se planteó el diseño de un nuevo régimen de tipo de cambio para subsanar los hechos que explica el primer relato. Naturalmente, Argentina no estaba sola en el mundo y en consecuencia, debía tener en cuenta el sistema monetario internacional imperante. Éste era el **Patrón Oro** y tenía unas características muy definidas (Véase Figura 16). Su nacimiento fue debido a un conjunto de circunstancias: la suerte, las leyes de la física, la política y los conceptos económicos en boga en ese momento. Su configuración, al menos teóricamente, se sustentaba en el seguimiento de dos instituciones (establecimiento de un precio fijo para una onza de oro troy en moneda local y libre circulación de oro). Este soporte tenía su base “científica” en las ideas del filósofo David Hume. Éste había elaborado un mecanismo simple y de ajuste automático lo que unido a la ideología económica de la época, el liberalismo, dotó al sistema de la credibilidad necesaria para su adopción. El especial diseño del sistema permite que pueda definirse al Patrón Oro como **el periodo de las instituciones informales**.

Argentina, en concordancia con ese marco de referencia, creó su primera Caja de Conversión en 1890 por la Ley 2741. El Patrón Oro Clásico fue exitoso debido a la credibilidad del compromiso con las instituciones informales del Patrón Oro con la convertibilidad y porque era aceptada universalmente. El sistema sufrió un primer colapso con la llegada de la Primera Guerra Mundial. Sin embargo, las instituciones informales tenían una norma de contingencia o una norma con cláusula de escape. La cláusula decía que en caso de guerra o crisis, se podían suspender temporalmente las instituciones, siempre que se restablecieran lo antes posible y, si era necesario, desinflando la economía nacional. Dicha cláusula daba al sistema otro activo intangible, su inmutabilidad, que a su vez reforzaba su credibilidad. Por esa razón, el 25 de agosto de 1927, Argentina restableció la convertibilidad del peso a razón de 2,2727 pesos moneda nacional por peso oro; e Inglaterra a 3 libras y 17 chelines la onza de oro. En ambos casos la misma tasa de convertibilidad que antes de la guerra. La restauración del sistema venía de la mano del Patrón de Cambios Oro.

Figura 16: Las Instituciones Informales del Patrón Oro



Fuente: Elaboración propia

La carencia básica del sistema (fuera Patrón Oro Clásico o Patrón Cambios Oro) era a la vez su principal virtud: sus “normas” eran instituciones informales. Ello le dotaba de una gran flexibilidad pero a la vez de una exigua capacidad para imponer su cumplimiento. En consecuencia, se planteaba el problema de dilucidar qué capacidad tenían las organizaciones de la época para hacer cumplir esas instituciones informales.

El Capítulo 4 expuso los tres pivotes de esa capacidad; la credibilidad del compromiso propio, consideraciones reputacionales y el “espejo de Inglaterra” como poder hegemónico del periodo. En cualquier caso, el elemento común a todos ellos, y que es realmente el eje principal, es la “presión social” que pueden ejercer distintas organizaciones para hacer respetar dichas instituciones. Así puede explicarse determinadas realidades como la dualidad institucional de los países del centro respecto los de la periferia o de los países con déficit respecto a los países con superávit, o la desintegración del sistema.

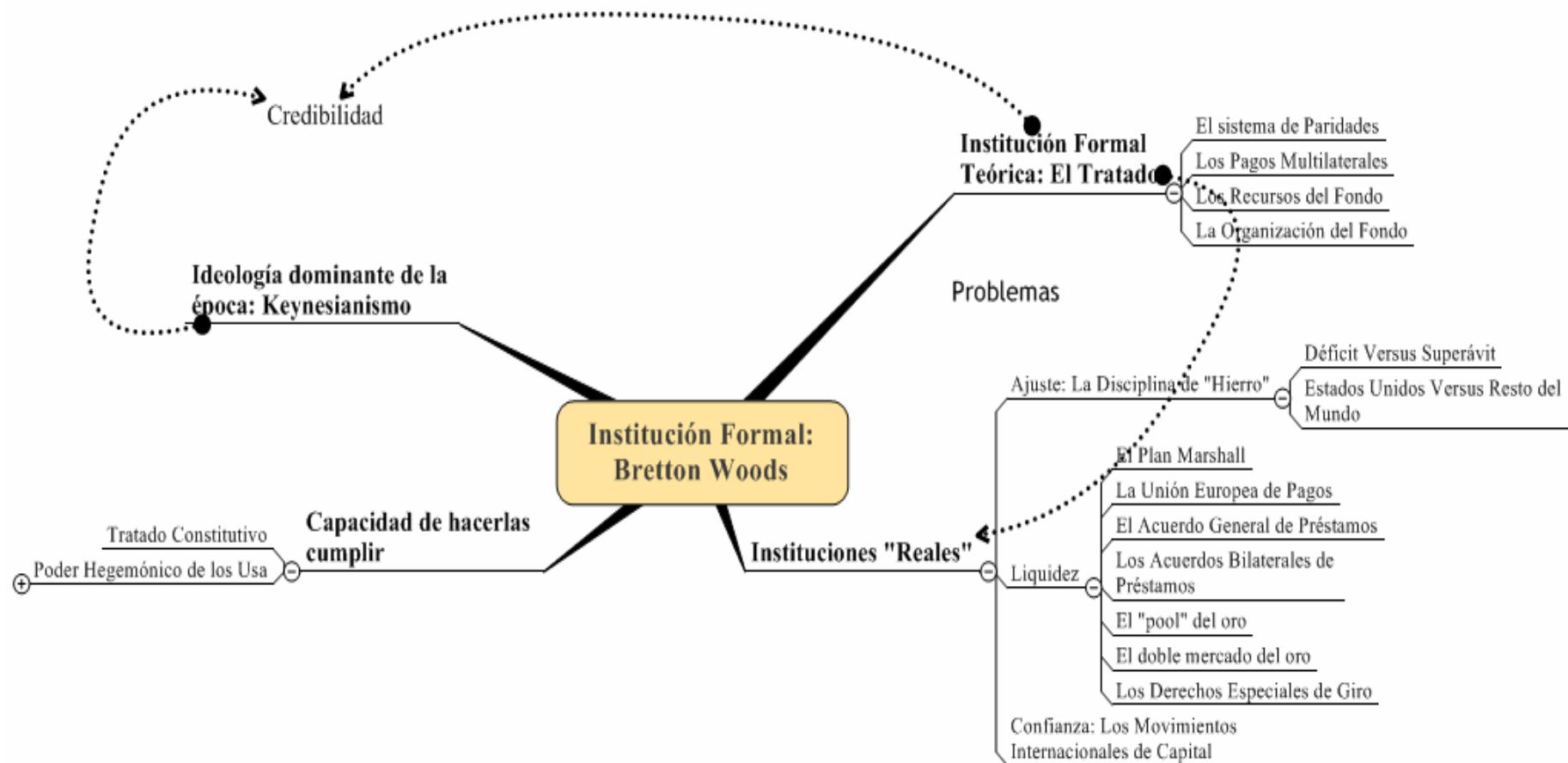
El primer país que “destruye” las instituciones informales es Argentina el 12 de diciembre de 1929. La realidad es que Prebisch se valió de un engaño para posibilitar esa actuación pues argumentó que la salida sería temporal. Pero no es menos cierto que consiguió crear una “tensión suficiente” en la organización para que se tomara tal decisión. La dualidad institucional explica que los países del centro, como Estados Unidos o Inglaterra, tardaran algo más. No obstante y atendiendo sólo a la consideración de centro-periferia, Gran Bretaña tenía que haber sido el último “en abandonar la nave”. Luego, ¿por qué se dio el orden inverso? Básicamente porque Keynes era inglés. Sus constantes ataques hicieron mella y junto a los sindicatos desactivaron la “presión social” que tenía el gobierno hasta el punto que el país pudo liberarse de los “grilletes dorados” aun siendo el centro del sistema. Churchill llegó a creer que la decisión de retornar al oro fue el mayor error de su vida²⁴⁹. ¡Curioso pensamiento para le héroe de Gallípoli de 1915!. Por su parte, George Harrison, sucesor de Benjamin Strong en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, insistía (como habría hecho el propio Strong) en “una fuerte alza de los tipos de interés pues es lo que exige cada regla (institución) conocida (...) los extranjeros considerarían una falta de valor el hecho que no fueran elevados los tipos”²⁵⁰.

La perspectiva histórica ayuda a la relación de contrastes y paralelismos entre las instituciones. Así, la racionalidad de un determinado SMI prevaleciente en una época es entendida fácilmente. A veces, el cambio o modificación en las instituciones obedece a la reacción de cómo los eventos del periodo anterior han sido interpretados. Por esa razón, el recuerdo de las caóticas y desastrosas experiencias del periodo de entreguerras condicionó el nuevo sistema. En 1944, cuando todavía no había terminado la II Guerra Mundial (1939-1945) se realizó una Conferencia para decidir cómo se tenía que organizar el futuro SMI. El resultado fue el sistema de **Bretton Woods**. (Véase Figura 17) Éste fue un intento de volver al Patrón Oro... pero sin oro. Un elemento fundamental fue el Tratado Constitutivo. Por tanto, el periodo Bretton Woods podría definirse como **el periodo de las instituciones formales**.

²⁴⁹ Citado en Bernstein, 2002: 322.

²⁵⁰ Citado en Bernstein, 2002: 305.

Figura 17: Las Instituciones Formales de Bretton Woods



Fuente: Elaboración propia

Uno de los principales problemas que se observaron bajo el régimen del Patrón Oro fue la dificultad en el ajuste de las economías domésticas. La causa principal, como se ha analizado, era la dualidad de instituciones que imponía el sistema y que constreñía las posibilidades de los países en la gestión y resolución de las crisis. Por esa razón se buscó con ahínco una estructura que permitiera el ajuste.

La solución fue la modificación de una institución: se constituirían unos tipos de cambio fijos pero ajustables. Ésa fue la base sobre la que pivotó todo el sistema. Para ello se determinó la paridad de cada moneda en relación al oro. Esta obligación de mantener la paridad no tenía carácter absoluto, como sucedía en el Patrón Oro, sino que también tenía una cláusula de escape, al menos en teoría. El valor de la moneda podía alterarse siempre que concurriera un “desequilibrio fundamental”.

Argentina no participó inicialmente debido a la oposición del coronel Juan D. Perón. Se ha especulado que fue debido al golpe militar que tuvo lugar en 1943. No obstante, Argentina entraría en el Fondo Monetario Internacional en 1956, poco después del golpe de estado de “la revolución libertadora” y con el general Aramburu como jefe del Estado. Mientras tanto, en el resto del mundo casi se completaba la primera etapa del sistema de Bretton Woods (1946-1958). Los aspectos esenciales de esta etapa fueron la escasez de reservas internacionales y la inconvertibilidad de las monedas. La escasez de dólares se solucionó con una fuerte devaluación inicial y dos instituciones formales: el Plan Marshall y la Unión Europea de Pagos. La segunda etapa del sistema (1959-1973) es cuando se consigue la plena adecuación a las instituciones formales con la convertibilidad de las transacciones. Ello provocó dos cambios fundamentales. Por un lado, el sistema pasó de ser simétrico a convertirse en un Patrón Dólar. En consecuencia, en este sistema también se produjo una dualidad de las instituciones. Por otro lado, el sistema evolucionó hacia un sistema de tipos de cambio fijo *de facto* y convirtió el término “tipo de cambio fijo pero ajustable” en una *contraditio in terminis*.

El debate sobre el por qué los países fueron tan reacios a devaluar en respuesta a los desequilibrios externos es, probablemente, la cuestión más controvertida sobre el periodo de Bretton Woods. La modificación de esa institución condujo a la aparición de los tres problemas principales del sistema; el ajuste, la liquidez y la confianza. El primer indicio de crisis se produjo con el *gold rush* de octubre de 1960. La imposibilidad de las organizaciones e instituciones vigentes para solucionar las problemáticas propició el surgimiento de otras como el Acuerdo General de Préstamos, los acuerdos bilaterales de créditos (Swaps) entre bancos centrales, el euromercado, el pool del oro, el doble mercado del oro o los derechos especiales de giro. Pero, ¿por qué esa obcecación en la superación de dificultades?

Evidentemente una parte de la respuesta surge del nombre con que se conoce a aquellos años, los años dorados, por la estabilidad y crecimiento sin parangón en la historia de la humanidad. No obstante, el colapso de Bretton Woods ha sido uno de los sucesos económicos más detallados y predecidos de la historia económica. En consecuencia, es enormemente interesante preguntarse cómo sobrevivió tanto tiempo. Naturalmente no fueron las instituciones formales de la época puesto que la literalidad del Tratado Constitutivo poco tuvo que ver con la práctica diaria. Tampoco fue la capacidad para imponerlo que, como se ha visto era limitada. Una posible causa de la duración podría ser la permanencia de las instituciones informales... ¿pero cómo? Las dificultades principales para el sistema se inician con la década de los 60 y fundamentalmente con la

aparición de la inflación producida a través de una política monetaria expansiva. Esta política reflejaba una modificación sustancial de las instituciones informales en tanto que mostraba la creciente preferencia de las autoridades ante la disyuntiva pleno empleo- estabilidad de precios por el primer término.

La evolución se hace patente a mediados de los 60 con la presencia de los déficits presupuestarios asociados a la guerra de Vietnam y al incremento de programas sociales. La primera gran crisis se produjo en la primavera de 1971. En ese momento, los países europeos adoptaron políticas monetarias restrictivas para frenar la inflación. Éstas provocaron la conversión de dólares fundamentalmente en marcos y colocó al gobierno alemán en una difícil posición: o se mantenía en el sistema y no podía luchar contra la inflación o revaluaba el marco y hacia frente al aumento de precios nominales. Los fantasmas del periodo de entreguerras²⁵¹, las instituciones informales alemanas y el estatuto del Bundesbank entraron en acción. Además, también se produjo, desde ámbitos académicos, cierta presión para una mayor flexibilidad del tipo de cambio.

En agosto de 1971, la flotación se había extendido a las monedas de los principales países. La presión sobre el dólar se hizo insostenible. Nixon declaró formalmente, el 15 de agosto de 1971, el cierre de la ventana del oro (*Gold Window*) y por tanto, la inconvertibilidad del dólar en oro. El edificio institucional se había derrumbado.

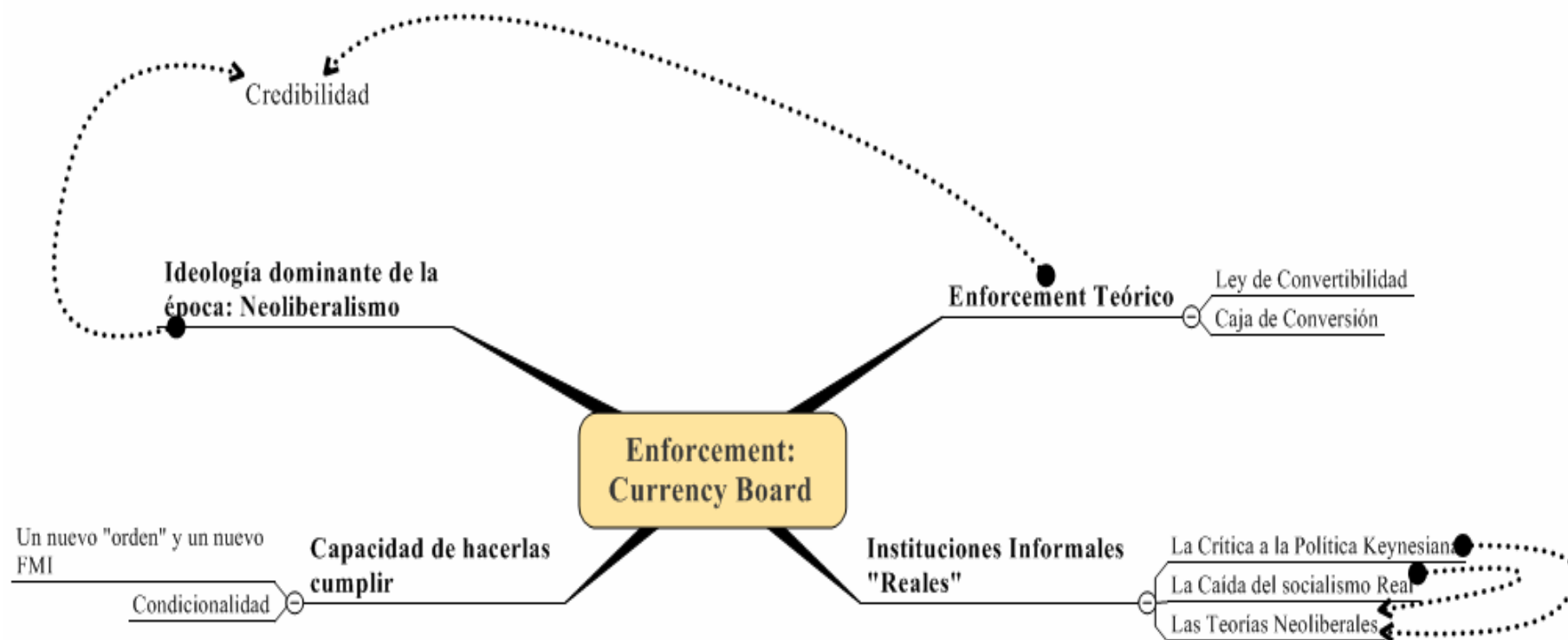
La reconstrucción se intentó, como tantas otras veces, con una nueva institución formal que esta vez se notició como “el acuerdo monetario más importante en la historia de la humanidad” (Wall Street Journal, 1971) y que tuvo lugar en el Smithsonian Institute de Washington. No obstante, el alma del sistema, sus instituciones informales, no se levantaron jamás. El fin del sistema era cuestión de tiempo y tuvo lugar el 1 de marzo de 1973.

Diez días después, Héctor Cámpora sería sido elegido democráticamente como Presidente de Argentina. Aunque se había integrado al SMI 17 años antes, nunca había participado de sus instituciones informales. Sus organizaciones habían visto de reojo la sombra alargada de Estados Unidos pero habían padecido un sinfín de revoluciones, golpes de estado y revoluciones. En cualquier caso, la sucesión de eventos era el siguiente: el gobierno asumía el poder, tomaba una serie de medidas, éstas eran ineficaces o ineficientes o ambas cosas, y finalmente se elaboraba un plan de estabilización que recomendaba una devaluación entre otras medidas.

La entrada en el No-Sistema (1973-2005) no mejoró la suerte de Argentina dado que el 24 de marzo de 1976, el teniente general Jorge Rafael Videla tomó el poder, disolvió el Congreso, impuso la ley marcial y gobernó... por decreto. A nivel mundial, el final de Bretton Woods y las especiales condiciones de la economía mundial acabaron con cualquier esperanza de restauración del sistema. Tampoco se organizó ninguna conferencia internacional para diseñar un nuevo sistema. El **No-Sistema**, a pesar de su denominación, tuvo unas características muy definidas (Véase Figura 18) siendo la principal el *enforcement* que las organizaciones internacionales ejercieron en la resolución y gestión de las crisis financieras. Por esta razón esta época se definió como **el periodo del enforcement**.

²⁵¹ Entre enero de 1922 y noviembre de 1923 la tasa acumulada de inflación en Alemania llegó al ¡billón por ciento!

Figura 18: El Enforcement del No-Sistema



Fuente: Elaboración propia

Las instituciones que caracterizaron esta etapa de la historia fueron las críticas a la política keynesiana, por un lado, y la pérdida de importancia del paradigma del socialismo real o de cualquier idea de socialismo, por el otro. El declive de esas dos instituciones, entre otras cosas, provocó un auge de las teorías Neoliberales sobre el funcionamiento de la economía en general, y sobre el SMI, en particular. Estas teorías tuvieron traducción en políticas económicas concretas como serían fundamentalmente las privatizaciones de empresas públicas, la liberalización de ciertos sectores y una determinada mundialización de la economía. La plasmación de todas ellas fue lo que se denominó el Consenso de Washington.

En Argentina, la traducción práctica del Consenso de Washington fueron dos leyes que se sancionaron al inicio del primer mandato de Carlos Saúl Menem, la de Reforma del Estado y la de Emergencia Económica. No obstante, la institución formal más trascendente de ese periodo fue la Ley de Convertibilidad puesto que era algo más que el lanzamiento tradicional de un programa de tipo de cambio fijo. Esa Ley implicaba la renuncia del gobierno a la política monetaria como instrumento macroeconómico. Una buena metáfora que ilustra esta situación se encuentra en el poema épico *La Odisea* de Homero. En él, el héroe heleno Ulises ordena ser atado al mástil de su nave para no sucumbir a los cantos de sirena y poder llegar a Ítaca. Igualmente, el gobierno argentino mostraba su firme compromiso a la no utilización de dicha herramienta por grandes que fueran sus “tentaciones”. Otra implicación de la Ley era la conexión con los deseos imaginarios y la nostalgia por el gran país perdido del minoritario y estrecho liberalismo argentino. Sensación de una vuelta completa a la Argentina de 1900, imitando, de alguna manera, al sistema de Patrón Oro de la entonces metrópoli británica. Con la diferencia que esta vez la receta venía desde Washington, con el dólar como divisa y el consenso de Washington como libro de cabecera, y no bajo el aurífero manto de la ideología librecambista de la City de Londres (Jozami, 2003: 307).

Si brillantes e ilusionantes fueron sus resultados iniciales, su colapso permite recordar las situaciones más esperpénticas de la historia. El principio del fin se inicia con la crisis mexicana (1994). El *Efecto Tequila* provoca un ataque especulativo sobre el peso argentino pero el régimen cambiario sobrevive e incluso es señalado como elemento decisivo para la recuperación del país por la confianza que transmite al sistema financiero. Posteriormente, se produce la crisis brasileña (1999), principal socio y rival comercial de Argentina. Además, el dólar experimentaba una fuerte apreciación frente al resto de monedas, y el peso con él. Las autoridades argentinas se enfrentaron a un dilema desgraciadamente nada nuevo en su historia reciente: o mantener el régimen de tipo de cambio o acelerar la devaluación que el tipo de cambio efectivo real requería.

La decisión es de todos conocida así como su desenlace... pero ¿por qué? Probablemente se unieron dos componentes: uno interno y otro externo. El gobierno vigente en 1999 y el posterior consideraron que la profundización de la institución era la mejor opción. Por otro lado, las organizaciones internacionales pensaban de la misma forma. Por tanto, nadie consideraba la posibilidad de devaluar, como se describió en el tercer relato de estas conclusiones. Probablemente la incapacidad de Argentina de salir de su estancamiento y de sus crisis recurrentes se debe al divorcio que existe entre sus instituciones y la realidad.

La Tabla 28 permite visualizar una síntesis de todo el trabajo puesto que se relacionan los periodos analizados con las instituciones, según Douglass North, y sus principales

características. Así, se observa que si bien en cada periodo existieron instituciones informales, formales y *enforcement*; el peso específico de cada una fue distinto según la época. Por ejemplo, las **instituciones informales** tuvieron una mayor importancia bajo el Patrón Oro, mientras las **instituciones formales** la tuvieron en Bretton Woods. Esta preponderancia así como su evolución se ve a través de los signos.

Tabla 28: Resumen del binomio Periodos-Instituciones

	PATRÓN ORO	BRETTON WOODS	NO-SISTEMA
Instituciones Informales	⊕	→	→ ⊖
Instituciones Formales	⊖	→ ⊕ ←	← ⊖
Enforcement "Externo"	⊖		→ ⊕
Cláusula de Escape	Sí	¿Sí?	No
Organizaciones Internacionales	No	¿Sí?	Sí
Ideología Dominante	Liberalismo	Keynesianismo	Neoliberalismo
País Líder	Gran Bretaña	Estados Unidos (multilateralismo)	Estados Unidos (unilateralismo)

Fuente: Elaboración propia

Por su parte, durante el Patrón Oro el **enforcement externo** era mínimo porque las acciones se realizaban en gran parte por una fuerte convicción interna; mientras en el actual No-Sistema la cláusula de condicionalidad es uno de los máximos exponentes de esa capacidad para hacer cumplir las instituciones por parte del FMI.

La **cláusula de escape** era una posibilidad por parte de las organizaciones para suspender las instituciones en casos específicos, como de crisis o guerra durante el Patrón Oro o cuando se produjera un desequilibrio fundamental en el sistema de Bretton Woods. No obstante, mientras bajo el Patrón Oro se encuentran numerosos ejemplos de la implementación de esa institución durante Bretton Woods su aplicación es prácticamente nula, aun cuando estuviera enunciada en su institución formal. Finalmente, el Currency Board no contenía ninguna cláusula de este estilo.

El Patrón Oro notó la ausencia de las **organizaciones internacionales** cuando se produjo la crisis del Sistema. La preocupación por este hecho provocó que en la celebración de la Conferencia Internacional para el diseño de un nuevo SMI se configuraran tres organismos internacionales. No obstante, su operativa quedó

rápidamente relegada a los países emergentes. Las enmiendas introducidas en el Tratado Constitutivo asentaron dicha operativa para la época del No-Sistema.

La **ideología dominante** en cada periodo también ha sido distinta. El liberalismo lo era durante el Patrón Oro, mientras el keynesianismo lo fue en Bretton Woods y finalmente, el neoliberalismo lo ha sido en esta última etapa. La ideología dominante junto a las instituciones dominantes de la época son los que han dado credibilidad a los diferentes sistemas monetarios internacionales.

El **país líder** ha sido enormemente importante para las instituciones de cada periodo al imprimirles “su sello”. Inglaterra y el Banco de Inglaterra eran los que marcaban el compás en el Patrón Oro. Posteriormente, fueron los Estados Unidos y la Reserva Federal en una visión multilateral de las negociaciones seguramente influenciada por el contexto de la guerra Fría. Finalmente, la aproximación ha sido más unilateral, pero con los mismos actores que la época precedente.

El profesor de Historia Paco Clausells solía decir que “la Historia no se repite, pero sí sus constantes” y así se ha demostrado a lo largo del trabajo. Sólo falta, tomando el “buen sentido de la razón” realizar una reflexión final sobre la cuestión principal de la investigación.

En conclusión, **el Sistema Monetario Internacional ha funcionado relativamente bien cuando todos los actores aceptaban las mismas instituciones informales. Si se daba este requisito, las sucesivas crisis se superaban elaborando nuevas instituciones formales u organizaciones y el *enforcement* no era necesario. En el caso contrario, la creación de nuevas instituciones formales u organizaciones no tenían efecto alguno y toda la presión del mundo no frenaba la crisis, a lo sumo, la retardaba con los consecuentes efectos negativos sobre la economía real. Por tanto, las instituciones informales son un elemento fundamental en su influencia sobre los regímenes de tipo de cambio. Una explicación plausible sería la afición de la cultura anglosajona por las herramientas flexibles y códigos o reglamentos poco elaborados. Recordar por ejemplo, que la Constitución inglesa no está redactada en su totalidad o la simplicidad de la Constitución Americana. Por tanto, no es baladí que sea anglosajón el país líder en cada sistema analizado. Finalmente, una buena pregunta sería ¿cuál será el próximo país líder? y en consecuencia, ¿cuáles serán las nuevas instituciones en el ámbito de la economía internacional?**

7.3. Limitaciones de la investigación

La Economía se define cómo la ciencia que estudia la asignación de los recursos escasos a necesidades ilimitadas, bajo los criterios de eficiencia y equidad. Naturalmente, delimitar el terreno de juego implica dejar fuera temas de gran interés. No obstante, la no limitación conllevaría un malbaratamiento de los recursos que impedirían centrarse en la pretendida aportación: conocer la incidencia de las instituciones en los sistemas de tipo de cambio durante la resolución y gestión de una crisis financiera de origen cambiario.

Algunos de los temas que no han sido tratados a lo largo de la investigación son:

- la teoría de la incidencia de las instituciones en la elección del sistema de tipo de cambio.
- la influencia que han tenido las instituciones en la predicción, causación, prevención y propagación de las crisis financieras.
- la incidencia de las instituciones en la gestión y manejo de crisis financieras de origen cambiario, de deuda o de balanza de pagos.

Todos ellos forman parte del marco que configura y limita el ámbito que sí es objeto de estudio. Naturalmente, un mayor conocimiento de los aspectos relacionados con el objeto del estudio, hubiera permitido llegar a un nivel de detalle y concreción mayor en el análisis.

No obstante, se considera que los aspectos que limitan de forma clara la formulación de las conclusiones son los siguientes:

- a) haber utilizado, en el análisis de los casos prácticos, como centro de la cuestión a Argentina. Ello ha conducido a una limitación sobre el objeto y por tanto, se circunscribe la respuesta del problema a una específica y no a una conclusión más general.
- b) Haber utilizado una metodología que ha pivotado básicamente sobre dos vectores: la revisión bibliográfica y las fuentes secundarias. Ello ha eliminado del estudio la posibilidad de realizar entrevistas en profundidad a especialistas y profesionales sobre el tema objeto del estudio.

7.4. Implicaciones para investigaciones posteriores

Este trabajo, en tanto que análisis exploratorio, de la incidencia de las instituciones en los sistemas de tipos de cambio puede llegar a fomentar más preguntas de las que se proponía responder. La influencia de las instituciones en la resolución y gestión de las crisis financieras de origen cambiario ha sido relativamente muy poco investigada²⁵². No obstante, su importancia se ha puesto de manifiesto a lo largo de la investigación.

Las implicaciones para investigaciones posteriores pretenden, en primer lugar, subsanar las limitaciones que han tenido la formulación de conclusiones. En consecuencia, en primer lugar sería enormemente interesante desarrollar un análisis de otros países para poder realizar un estudio comparativo con lo sucedido en Argentina. En este caso, un buen candidato sería Alemania por las razones que se explicaron en la selección del objeto formal.

La segunda limitación provenía del método seleccionado. En ese sentido, se podrían realizar una serie de entrevistas en profundidad a directores de los bancos centrales, ministros de economía, especialistas en macroeconomía internacional, staff de organizaciones internacionales, miembros del directorio de organizaciones internacionales, ejecutivos de empresas y bancos internacionales, entre otros. Otra

²⁵² Algunos estudios sobre la Gran Depresión, como Temin (1996) o Kindleberger (1986), han aproximado la problemática desde ese enfoque.

posibilidad sería el estudio de autobiografías o biografías de dichos personajes, como sería la de W. Churchill, encargado de la cartera de Hacienda en el gobierno británico de Baldwin en 1929. En una segunda etapa, se buscarían indicadores para poder validar los resultados. No obstante, la utilización del método cuantitativo es sumamente compleja en tanto que el propio autor de las principales investigaciones sobre instituciones –North– advirtió sobre su inmedibilidad.

En segundo lugar, las investigaciones posteriores también deberían aplicar el marco conceptual a las otras áreas relacionadas especificadas en el capítulo 2, para verificar si las conclusiones obtenidas se corroboran en otras circunstancias. Naturalmente, sería enormemente interesante que no se limitaran a dichas áreas sino que ampliaran el ámbito de investigación a otros tipos de crisis financieras.

Finalmente, si las conclusiones son correctas, se ha logrado interpretar la incidencia de las instituciones en los sistemas de tipo de cambio y aportar un marco conceptual que permitirá entender algo más la multidimensionalidad de una realidad compleja.

Bibliografía

Agénor, P.R., Bhandari, J. S., y Flood, R. (1991). Speculative attacks and models of balance-of-payments crises. NBER Working Paper Series (3919). National Bureau of Economic Research.

Alberdi, J. B. (1954). *Bases y puntos de partida para la organización política de la República Argentina*. Buenos Aires.

Alchian, A. (1950). "Uncertainty, Evolution and Economic Theory ." *Journal of Political Economy*, (58), 211-221.

Alesina, A. (1987). "Macroeconomic Policy in a Two-Party System as a Repeated Game." *Quarterly Journal of Economics*, 102 (August), 651-678.

Antczak, R. (2000). Theoretical Aspects of Currency Crises. Warsaw, Studies & Analyses. Center for Social and Economic Research.

Arthur, W. B. (2000). "Cognition: The Black Box of Economics," en David Colander, *The Complexity Vision and the Teaching of Economics*. Northampton (Massachussets): Edward Elgar Publishing.

Asici, A. y Wyplosz, Ch. (2003). "The Art of Gracefully Exiting a Peg." *The Economic and Social Review*, 34 (3 (Winter 2003)), 211-228.

Babic, A. y Zigman, A. (2001). Currency Crises: Theoretical and Empirical overview of the 1990s. Zagreb, Croatian National Bank.

Bagu, S. (1961). *Evolución histórica de la estratificación social en la Argentina*. Buenos Aires.

Bandow, D. (1994) "The IMF: A Record of Addiction and Failure ," en D. Bandow y I. Vasquez (eds.), *Perpetuating Poverty: The World Bank, the IMF, and the Developing World*. Washington, D.C.: Cato Institute, 15-35.

Bandt, O. de y Hartmann, Ph. (2000). Systemic Risk: A survey. 35. European Central Bank. Working Paper Series.

Beattie, Alan. (2001). Architecture may be put to the test . *Financial Times*. 28 de noviembre de 2001. London.

Beddoes, Z. M. (1999). Time for redesign? *The Economist* . 28 de enero de 1999.

Bernhard, W. y Leblang, D. (1999). "Democratic Institutions and Exchange-rate Commitments." *International Organization*, 53 (1 (Winter 1999)), 71-97.

Bernstein, Peter L. (2002). *El oro. Historia de una obsesión*. Buenos Aires: Ediciones B Argentina S.A..

- Bhagwati, J. (1998) "The Capital Myth: The Difference between Trade in Widgets and Dollars." *Foreign Affairs*, 77 (3), 7-12.
- Bird, G. y Willett, Th. (2004). "IMF Conditionality, Implementation and the Political Economy of Ownership." *Comparative Economic Studies*, 46 423-450.
- Blomberg, S. B., Frieden, J. y Stein, E. (2003). Sustaining Fixed Rates: The Political Economy of Currency Pegs in Latin America. Notas: Economics Departments Working Paper, n 06/01, Wellesley College.
- Bloomfield, A. (1959). "Monetary Policy under the International Gold Standard, 1880-1914." *Federal Reserve of New York*.
- Bloomfield, A. (1963). "Short term capital movements under the pre 1914 gold standard." *Princeton Studies in International Finance*, 11.
- Blustein, P. (2005). *And the Money keep Rolling In (and Out): Wall Street, the IMF and the bankrupting or Argentina*. New York: Public Affairs.
- Blustein, P. (2001). *The Chastening*. New York: Public Affairs.
- Bonet, E., Jensen, H., y Sauquet, A. (2003). Philosophy and Management Research. EGOS Conference 2003.
- Bordo, M. D. (1993a). The Gold Standard, Bretton Woods and Other Monetary Regimes: An Historical Appraisal. . Dimensions of Monetary Policy: Essays in Honor of Anatole B. Balbach. Federal Reserve Bank of St. Louis Review. Special Issue. April-May.
- Bordo, M. D. (1993b). "The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview," en Michael Bordo y Barry Eichengreen (eds.), *A retrospective on the Bretton Woods System. Lessons for International Monetary Reform*. Chicago: The University Chicago Press. NBER.
- Bordo, M. D. (1981). The Classical Gold Standard: Some Lessons for Today. Federal Reserve Bank of St. Louis Review.
- Bordo, M. D. y Eichengreen, B. (1993). *A retrospective on the Bretton Woods System. Lessons for International Monetary Reform*. Chicago: The University of Chicago Press. NBER.
- Bordo, M. D and Kydland, F. (1990). The Gold Standard as a Rule. NBER Working Paper Series (3367). 90. National Bureau of Economic Research.
- Bordo, M. D, Landon L. J. y Redish, A. (2004) Good versus bad deflation: Lessons from the Gold Standard era. NBER Working Paper Series (10329). National Bureau of Economic Research.

Bordo, M. D y Redish, A. (1987). Credible Commitment and Exchange Rate Stability: Canada's Interwar Experience. NBER Working Paper Series (2431). National Bureau of Economic Research.

Bordo, M.D. y Rockoff, H. (1995). "The gold standard as a "good housekeeping seal of approval"." *NBER Working Paper Series*, (5340).

Boyd, R. y Richerson, P. J. (1985). *Culture and the Evolutionary Process*. Chicago: University of Chicago Press.

Brenta, Noemí. (2000). La Argentina y el FMI. Suplemento Zona. Buenos Aires.

Broz, L. (2002). The Political Economy of Commitment to the Gold Standard. Annual Meeting of the American Political Science Association.

Buira, A. (2003) An Analysis of IMF Conditionality. Technical Group Meeting of the Intergovernmental Group of 24.

Calomiris, Ch. W. (2001). Argentina can't pay what it owes. *The Wall Street Journal*. 13 de abril de 2001.

Calomiris, Ch. W. (2001). How to resolve the Argentine Sovereign Debt Crisis. 2001. Washington, American Enterprise Institute for Public Policy Research.

Calvo, G. A. y Reinhart, C. M. (2002). "Fear of floating." *Quarterly Journal of Economics*, CXVII (2 (May 2002)), 379-408.

Camdessus, M. (1998). Toward an Agenda for International Monetary and Financial Reform. International Monetary Fund. Notas: Speech address to the World Affairs Council. Philadelphia, 6 de Noviembre de 1998.

Camdessus, M. (1996). Argentina and the Challenge of Globalization. Washington, IMF. Notas: Address by Mr. Michel Camdessus at the Academy of Economic Science (Buenos Aires, Argentina).

Camdessus, M. (1995). Prospects and Challenges in our Globalized World Economy. International Monetary Fund. Notas: Remarks at the Wharton School of the University of Pennsylvania. Philadelphia, 4 de Abril de 1995.

Campa, J. M. (1990). "Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s: An Extension to Latin America." *The Journal of Economic History*, 50 (3 (Septiembre)), 677-682.

Catao, L. y Solomos, S. (2003). Exchange Rates in the Periphery and International Adjustment under the Gold Standard. International Monetary Fund.

Cavallo, D. (2005). Es la Argentina un caso típico de fracaso de las recomendaciones del FMI?. <http://www.cavallo.com.ar/2005/06/es-la-argentina-un-caso-tipico-de.html>

Cavallo, D. (2004a). Monetary Regime and Exchange Rate Policy: Lessons from the Argentinean Experience. Latin American Tuesday Seminar at David Rockefeller Center for Latin American Studies. 17 de febrero de 2004. Harvard University.

Cavallo, D. (2004b) "Argentina and the IMF during the Two Bush Administrations." *International Finance* , 7 (1), 137-150.

Cavallo, D. (2003). "Searching for the Right Currency Regime for Emerging Economies." *The Banker*.

Cavallo, D. (2002a). Argentina 2002: when the attempt to set "the right prices" destroyed "property rights". New York, Mimeo.

Cavallo, D. (2002b). The Fight to Avoid Default and Devaluation .

Cavallo, D. (2002c). Depesify - The starting point to solve Argentina's crisis. <http://cavallo.com.ar/papers/depesify.html>

Cavallo, D. (1992). Argentina's Economic Revolution. Sea of Changes in Latin America. Washington, D.C., Group of Thirty.

Cavallo, D. y Domenech, R. (1988). "Las políticas macroeconómicas y el tipo de cambio real . Argentina, 1913-1984." *Desarrollo económico*, 28 (111).

CEPAL. (1958). El desarrollo económico argentino. Santiago de Chile.

Chancellor, E. (2000). *Devil take the hindmost. A history of financial speculation*. New York : Plume. Penguin Group.

Chang, R. y Velasco, A. (1998a). "Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model." *Federal Reserve Bank of Atlanta. Working Paper 98-10*.

Chang, R. y Velasco, A. (1998b) Financial fragility and the exchange rate regime. NBER Working Paper Series (6469). National Bureau of Economic Research.

Chari, V. V. y Kehoe, P. J. (2003). Hot Money. 228. Minneapolis, Federal Reserve Bank of Minneapolis.

Chomsky, N. (2000). *El beneficio es lo que cuenta. Neoliberalismo y orden global*. Barcelona: Editorial Crítica.

Chote, R. (1998). "Financial Crises: The Lessons of Asia," *Financial Crises and Asia*. Centre for Economic Policy Research. Conference Report n 6, 1-34.

Clark, W. R. (2002). "Partisan and Electoral Motivation and the Choice of Monetary Institutions." *International Organization*, 56 (4 (Fall, 2002)), 725-749.

Collier, P., Guillaumont, P., Guillaumont, S. y Gunning, J. W. (1997). "Redesigning Conditionality." *World Development*, 25 (9), 1399-1407.

Collins, S. M. (1996). "On becoming more flexible: Exchange rate regimes in Latin America and the Caribbean." *Journal of Development Economics*, 51 117-138.

Comas, C. (1992). Historia del Pensamiento Socioeconómico. 92. Barcelona, ESADE. Notas: Notas de clase.

Connolly, M. B. y Taylor, D. (1984). "The exact Timing of the Collapse of an Exchange Rate Regime and its impact on the relative price of traded goods." *Journal of Money, Credit and Banking*, 16 (2 (May, 1984)), 194-207.

Copernicus, Nicolaus .(1522). *Monetae Cudendae Ratio*.
<http://www.intratext.com/X/LAT0488.htm>

Corbo, V. (1988). Problemas, teoría del desarrollo y estrategias en América Latina. Estudios Públicos (32).

Corsetti, G., Guimarães, B. y Roubini, N. (2003). International lending of last resort and moral hazard. A model of IMF's catalytic finance. New York, New York University.

Corsetti, G., Pesenti, P., y Roubini, N. (1998a). Paper tigers? A model of the Asian crisis.

Corsetti, G., Pesenti, P., y Roubini, N. (1998b). What caused the Asian currency and financial crisis? .

Cortés Conde, R. (1979). *El progreso argentino*. Buenos Aires: Editorial Sudamericana.

Cunliffe Committee. (1918). "Cunliffe Committee on Currency and Foreign Exchanges after the war," en B. Eichengreen y M. Flandreau (eds.), *The Gold Standard in theory and history*. London: 1997.

Da Costa, J. R. (2002). Currency Crises in Emergent Markets and Minsky Financial Fragility Theory: Is there a Link?. Washington University in Saint Louis.

Daniel, B. C. (2003). Real Shocks and financial crises in Emerging Markets.

Daniel, B. C. and Jones, J. B. (2003). Financial Liberalization and Banking crises in Emerging Economies.

de Gelman, S. G. Abandono de la convertibilidad. Emergencia económica - abandono de la convertibilidad. Buenos Aires. Notas: Seminario organizado por el Departamento de Economía de la FCE-UNNE y el Consejo de Ciencias Económicas.

De Long, J. B. (2002). Argentina's collapse. Web Journal.

de Pablo, J. C. (1975). "Precios relativos, distribución del ingreso y planes de estabilización: la experiencia argentina durante 1967-1970." *Desarrollo Económico*, 57 (Abril-Junio),

- de Pablo, J. C. (2003). Primeras Reflexiones que surgen de mi "obra magna". (730). Buenos Aires, Contexto.
- Denzau, A. T. y North, D. C. (1993) Shared Mental Models: Ideologies and Institutions . Economics Working Paper Archive at WUSTL.
- Despres, E., Kindleberger, Ch., y Salant, S. W. (1966) The Dollar and World Liquidity: A Minority View. *The Economist* 218(6389), 29-49.
- Diamand, M. (1972). "La Estructura Productiva desequilibrada Argentina y el tipo de cambio." *Desarrollo Económico*, 12 (45).
- Diamond, D. W. y Dybvig, P. (1983). "Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity." *Journal of Political Economy*, 9 (3), 401-419.
- Diéguez, H. L. (1969). "Argentina y Australia: Algunos aspectos de su desarrollo económico comparado." *Desarrollo Económico*, 8 (32).
- Dooley, M. P. "A Model of crises in emerging markets." *The Economic Journal*, 110 ((January)), 256-272.
- Dornbusch, R. (1993). "Did the Bretton Woods System End?," en M.D. Bordo y B. Eichengreen (eds.), *A retrospective on the Bretton Woods System. Lessons for International Monetary Reform*. Chicago: The University Chicago Press. NBER.
- Dreher, A. y Vaubel, R. (2004). "The Causes and consequences of IMF Conditionality." *Emerging Markets Finance and Trade*, 40 (3), 26-54.
- Díaz-Alejandro, C. F. (2002). *Ensayos sobre la historia económica Argentina*. Buenos Aires: Amorrortu editores, S.A..
- Díaz-Alejandro, C. F. (1965). *Exchange rate devaluation in a semi-industrialized country*. Massachusetts: M.I.T. Press.
- Díaz-Bonilla, E. y Schamis, H. E. (2000). "From Redistribution to Stability: The evolution of Exchange Rate Policies in Argentina, 1950-1998," en J. Frieden y E. Stein (eds.), *The Currency Game. Exchange Rate Politics in Latin America*. Washington: Inter-American Development Bank.
- Edison, H. J. y Melvin, M. (1990). "The Determinants and Implications of the Choice of an Exchange Rate Regime," Haraf, W., Willett, T., *Monetary Policy for a Volatile Global Economy*. Washington: American Enterprise Institute.
- Editorial AIPE (Agencia Interamericana de Prensa Económica). (2002). Los disparates de Argentina. Web Journal, CATO.
- Edwards, S. (1996). The determinants of choice between fixed and flexible exchange-rate regimes. NBER Working Paper Series (5756). National Bureau of Economic Research.

- Edwards, S. (1989). *Real Exchange Rates, Devaluation and Adjustment*. Massachusetts: MIT Press.
- Eichengreen, B. (2002). *Financial Crises and what to do about them*. New York: Oxford University Press.
- Eichengreen, B. (1999). *Toward a new International Financial Architecture. A practical Post-Asia Agenda*. Washington: Institute for International Economics.
- Eichengreen, B. (1996). *Globalizing Capital. A history of the International Monetary System*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- Eichengreen, B. (1995). *Golden Fetters. The Gold Standard and the Great Depression 1919-1939*. Oxford University Press, 1995.
- Eichengreen, B. (1993). The endogeneity of exchange rate regimes. NBER Working Paper Series (4361). National Bureau of Economic Research.
- Eichengreen, B. (1989). The Gold Standard since Alec Ford. NBER Working Paper Series 3122. National Bureau of Economic Research.
- Eichengreen, B. (1987). "Conducting the International Orchestra: Bank of England Leadership under the classical gold standard." *Journal of International Money and Finance*, 6 (March) 5-29.
- Eichengreen, B. y Flandreau, M. (1997). *The Gold Standard in theory and history*. London and New York: Routledge.
- Eichengreen, B., Hausmann, R., y Panizza, H. (2003). The Mystery of Original Sin. IADB. 2003. Notas: Revision of a paper presented to a conference at Inter-American Development Bank.
- Eichengreen, B., Kletzer, K., and Mody, A. (2003). Crisis Resolution: Next Steps. IMF.
- Eichengreen, B. y Portes, R. (1998). "A new Approach to Managing Financial Crises," *Financial Crises and Asia*. Centre for Economic Policy Research. Conference Report n 6, 35-38.
- Eichengreen, B., Rose, A. K., y Wyplosz, Ch. (1996). Contagious Currency Crises. NBER Working Paper Series (5681). National Bureau of Economic Research.
- Eichengreen, B. y Sachs, J. (1985). "Exchange Rates and Economic Recovery on the 1930's." *The Journal of Economic History*, XLV 925-946.
- Eichengreen, B., Tobin, J. y Wyplosz, Ch. (1995). "Two cases for sand in the wheels of International Finance." *The Economic Journal*, 105 (428 (Jan. 1995)), 162-172.
- Esquivel, G. y Larraín, F. (1998). Explaining Currency Crises. (Development Discussion Paper N 666). Harvard University.

- Federico, G. (2001). *IMF Conditionality*. Nuffield College, Oxford.
- Feldstein, M. (2002). Lessons from Argentina. *Financial Times*. 14 de enero de 2002. London.
- Feldstein, M. (1998). "Refocusing the IMF." *Foreign Affairs*, 1998, 77 (2), 20-33.
- Ferrater Mora, J. (1984). *Diccionario de Filosofía*. Madrid: Alianza Editorial.
- Ferrer, A. (1969). *Los planes de estabilización en la Argentina*. Buenos Aires.
- Finch, C. D. (1983). "Adjustment policies and Conditionality," Williamson, J., *IMF Conditionality*. Washington, D.C.: Institute for International Economics.
- Fischer, S. (2001). "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar view Correct?" *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2 (Spring)), 3-24.
- Fischer, S. (1998). Reforming the International Monetary System. 98. International Monetary Fund, Melbourne University. Notas: Draft of material presented as the David Finch Lecture.
- Flandreau, M. (1996). "The French Crime of 1873: An Essay on the Emergence of the International Gold Standard, 1870-1880." *The Journal of Economic History*, 56 (4 (december)), 862-897.
- Flandreau, M. y Jobst, C. (2004). The international monetary system, 1890-1910. Institut d'Etudes Politiques de Paris.
- Flood, R. y Garber, P. M. (1984). "Collapsing Exchange-Rate Regimes. Some linear examples." *Journal of International Economics*, 17 1-13.
- Flood, R. y Marion, N. (1998). Perspectives on the recent currency crisis literature. NBER Working Paper Series (6380). National Bureau of Economic Research.
- Ford, A. G. (1956). "Argentina and the Baring Crisis of 1890." *Oxford Economic Papers*, 8 127-150.
- Ford, A. G. (1962). *The Gold Standard, 1880-1914: Britain and Argentina*. Clarendon: Oxford University Press.
- Foreman-Peck, J. (1995). *Historia Económica Mundial: Relaciones económicas internacionales desde 1850*. Madrid: Prentice Hall.
- Fragin, J. , Orum, A., Sjoberg, G. (1991). *A case for case study*. Chapel Hill, N.C.: University of North Carolina.
- Frankel, J. A. (1999a). No single currency regime is right for all countries. Testimony before the committee on banking and financial services. New Century Chair, The Brookings Institution.

Frankel, J. A. (1999b) No single currency regime is right for all countries or at all times. NBER Working Paper Series (7338). National Bureau of Economic Research.

Frankel, J. A. y Rose, A. K. (1996). "Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators." *NBER Working Paper Series*, 5437.

Frenkel, R. (1982). "Mercado Financiero, expectativas cambiarias y movimientos de capital." *Desarrollo Económico*, 22 (87).

Frieden, J. (1992). "The dynamics of international monetary systems: international and domestic factors in the rise, reign and demise of the classical gold standard," en J. Snyder y R. Jervos (eds.), *Coping with complexity in the international system*. Boulder (Colorado): Westview Press, 137-162.

Frieden, J. (1994). "Exchange rate politics: contemporary lesson from American History." *Review of International Political Economy*, 1 (1 (Spring 1994)), 81-103.

Frieden, J., Ghezzi, P. y Stein, E. (1999). The Political Economy of exchange rate policy in Latin America.

Frieden, J. y Stein, E. (2000). "The Political Economy of Exchange Rate Policy in Latin America: An Analytical Overview," en J. Frieden y E. Stein (eds.), *The Currency Game. Exchange Rate Politics in Latin America*. Washington: Inter-American Development Bank.

Friedman, M. (1953). "The Case for Flexible Exchange Rates." *Essays in Positive Economics*, 157-203.

Friedman, M. y Schwartz, A. (1971). *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton: National Bureau of Economic Research & Princeton University Press.

Friedman, Th. L. (2000). *The Lexus and the Olive Tree. Understanding globalization*. New York: Anchor Books.

Furtado, C. (1982) *La economía latinoamericana. Formación histórica y problemas contemporáneos*. Méjico: Siglo XXI Editores.

Furubotn, E. G. y Richter, R. (2000). *Institutions and Economic Theory. The contribution of the new institutional economics*. Michigan: The Michigan University Press .

Galbraith, J. K. (1997). *The Great Crash 1929*. New York: Mariner Books.

Gallo, E. (1992). "Política y sociedad en Argentina, 1870-1916," en L. Bethell (ed.), *Historia de América Latina*. Barcelona.

Gallo, E. y Rocchi, F. (2000). *Economic ideas in Argentina (1870-1914)*. Universidad Torcuato Di Tella.

Garber, P. M. (1993). "The Collapse of the Bretton Woods Fixed Exchange Rate System," en M. Bordo y B. Eichengreen (eds.), *A retrospective on the Bretton Woods System. Lessons for International Monetary Reform*. Chicago: The Chicago University Press. NBER.

García Fernández-Muro C. y Olivié, I. (2000). "Causas de las crisis cambiarias en las economías emergentes." *Comercio Exterior (México DF)*, 50 (6 (junio)), 478-483.

García Heras, R. La Argentina, el Fondo Monetario y el Banco Mundial, 1955-1966. Buenos Aires, Universidad de Buenos Aires.

Gay, A. y Pellegrini, S. (2002). Tipo de Cambio Real y Crisis Cambiaria en Argentina (1967-2001). Universidad Nacional de Córdoba.

Gerchunoff, P. y Llach, L. (2003). *El ciclo de la ilusión y el desencanto. Un siglo de políticas económicas argentinas*. Buenos Aires: Ariel.

Ghosh, A. R., Gulde, A. y Wolf, H. C. (2002). *Exchange Rate Regimes. Choices & Consequences*. Cambridge, Massachussets: Massachusetts Institute of Technology Press.

Giovannini, A. (1992). Bretton Woods and its precursors: Rules versus discretion in the history of international Monetary Regimes. NBER Working Paper Series (4001). National Bureau of Economic Research.

Glaser, B. (1992a). *Basis of Grounded Theory Analysis: Emergence versus Forcing*. Mill Valley, CA: Sociology Press.

Glaser, B. (1992b). *Theoretical sensitivity: Advances in Methodology of Grounded Theory*. Mill Valley, CA: Sociology Press.

Glaser, B. y Strauss, A. (1967). *The Discovery of Grounded Theory: Strategies for Qualitative Research*". London: Weidenfeld and Nicolson.

Goldstein, M. (2000). IMF Structural Conditionality. How much is too much? Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies. NBER.

González, N. y Pollock D. (1991). "Del ortodoxo al conservador ilustrado. Raul Prebisch en la Argentina, 1923-1943." *Desarrollo Económico*, 30 (120),

Gould, E. (2003). Money Talks: Supplementary Financiers and International Monetary Fund Conditionality. 2003. Notas: Paper presented to a conference on The Impact of Globalization on the Nation State from Above: The IMF and the Wolrd Bank.

Goulding, C. (2002). *Grounded Theory: A Practical guide for management businessess and market researchers*. London: Sage Publications.

Grupo de Trabajo II. (2003). Globalización y crisis financieras en América Latina. Foro Interparlamentario de las Américas.

- Gummesson, E. (1991). *Qualitative Methods in Management Research*. Newbury Park: Sage.
- Gurrieri, A. (2001). "Las ideas del joven Prebisch." *Revista de la Cepal*, 75 (Diciembre), 69-82.
- Gyohten, T. (1999). Recent Financial Crises & Their Aftermath. IIMA Newsletter (7). Institute for International Monetary Affairs.
- Hahn, F. H. (1987). "Information, dynamics and equilibrium." *Scottish Journal of Political Economy*, 34 321-334.
- Halperin Donghi, T. (1986). "Un cuarto de siglo de historiografía Argentina (1960-1985)." *Desarrollo Económico*, 25 (100),
- Hefeker, C. (1996). "The political choice and collapse of fixed exchange rates." *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 152 (2), 360-379.
- Herrarte Sánchez, A., Medina Moral, E., y Vicéns Otero, J. (2000). Modelos de Crisis Financieras. (Documento 00/1).
- Hibbs, D. A. (1977). "Political Parties and Macroeconomic Policy." *American Political Review*, 71 1467-1487.
- Hobbes, Th. (1651). *Leviatán o la materia, forma y poder de un estado eclesiástico y civil*. Madrid: Alianza Editorial, 2002.
- Hollis, M. (1994). *The Philosophy of Social Science: an Introduction*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Hotelling, H. (1931). "The Economics of Exhaustible Resources." *The Journal of Political Economy*, 39 (2 (April, 1931)), 137-175.
- Hume, D. (1752). "Of the Balance of Trade" en B. Eichengreen y M. Flandreau (eds.), *The Gold Standard in theory and history*. London and New York: Routledge, 1997. Notas: Reprinted in abridged form.
- Husenman, S. (2003) "Resistencias al cambio" en J. Aguilar López (ed.) *La gestión del cambio*. Ariel. Empresa Management.
- Ikenberry, G. J. (1993). "The Political Origins of Bretton Woods," en M.D. Bordo y B. Eichengreen (eds.), *A retrospective on the Bretton Woods System. Lessons for International Monetary Reform*. Chicago: The University Chicago Press. NBER..
- IMF Staff. (2005a). Condicionalidad del FMI.
- IMF Staff. (2005b). Préstamos del FMI.
- IMF Staff (2002a). (prepared by the International Capital Markets, Policy Development and Review and Research Departments). Involving the Private Sector in

the Resolution of Financial Crises: A Staff note on the Lerrick-Meltzer Proposal. IMF.

IMF Staff. (2002b). 2002 International Financial Statistics Yearbook. IMF.

IMF Staff (2002c). (prepared by the Policy Development and Review and Legal Departments). Guidelines on Conditionality. IMF.

IMF Staff. (2001a). Resolving and Preventing Financial Crises: The Role of the Private Sector. IMF.

IMF Staff (2001b). (prepared by the Policy Development and Review and Legal Departments). Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises. Restructuring International Sovereign bonds. IMF.

IMF Staff (2001c). (prepared by the Policy Development and Review and Legal Departments). Conditionality in Fund-Supported Programs. IMF.

IMF Staff. (1998). "Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability." *IMF, World Economic Outlook*, May 1998,

Islam, S. (1990). Capitalism in conflict. *Foreign Affairs* 69(1). Washington, Council on Foreign Relations. Notas: America and the World, 1989-1990.

Ito, T. y Yabu, T. (2004). What promotes Japan to intervene in the forex market? A new approach to a reaction function. NBER Working Paper Series (10456). National Bureau of Economic Research.

Jansen, K. y Fitzgerald, E. V. K. (1996). "International Finance, Growth and Adjustment: An Introduction," en K. Jansen y R. Vos (eds.), *External Finance and Adjustment. Failure and Success in the Developing World*. Institute of Social Studies.

Jonung, L. (1984). "Swedish Experience under the classical gold standard, 1873-1914," M.D. Bordo y A. Schwartz (eds.), *A Retrospective on the classical gold standard, 1821-1931*. Chicago: University of Chicago Press, 364-404.

Jozami, A. (2003). *Argentina. La destrucción de una nación*. Barcelona: Random House Mondadori.

Kaminsky, G. L. y Reinhart, C. M. (1988). "Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now." *The American Economic Review*, (2), 444-448.

Kaminsky, G. L. y Reinhart, C. M. (1996). "The twin Crises: The causes of Banking and Balance-of-Payments Problems." *Board of Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Papers*, 544.

Kenen, P. (2002). "The International Financial Architecture: Old Issues and New Initiatives." *International Finance* 5:1, 23-45.

- Kenen, P. (1994). *Managing the World Economy. Fifty years after Bretton Woods*. Washington D.C., Institute for International Economics.
- Kenen, P. y Swoboda, A. (2000). *Overview. Reforming the International Monetary and Financial System*. 2000. International Monetary Fund.
- Keynes, John M. (1987). *Las consecuencias económicas de la Paz*. Barcelona: Editorial Crítica.
- Keynes, J. M. (1963). *Essays in Persuasion*. London: W.W. Norton & Company Ltd..
- Keynes, J. M. (1930). *The collected writings. Vol. 6. A treatise on money: The applied theory of money*. London: Mac Millan.
- Keynes, John M. (1930) "The significance of the gold points ," en J.M. Keynes, *The collected writings. Vol. 2. A treatise on money: The applied theory of money*. London: Mac Millan, 319-331.
- Killick, T. (1997). "Principals, Agents and the Failings of Conditionality." *Journal of International Development*, 9 (4), 483-495.
- Killick, T. (1996). "Principals, Agents and the Limitations of Bretton Woods Institutions." *The World Economy*, 19 (2, March).
- Kinder, H. y Hilgemann, W. (1982). *Atlas histórico mundial*. Madrid: Ediciones Istmo.
- Kindleberger, Ch. (1993). *A Financial History of Western Europe*. Oxford: Oxford University Press.
- Kindleberger, Ch. (1986). *The World in Depression, 1929-1939*. University of California Press.
- King, M. (2004). *The institutions of monetary policy* . NBER Working Paper Series. (10400). National Bureau of Economic Research.
- Kleer, R. (2003). *The 1696 Recoinage*. London, The Literary Dictionary Company.
- Klein, M. W. y Marion, N. P. (1997). "Explaining the duration of exchange-rate pegs." *Journal of Development Economics*, (54), 387-404.
- Kotter, J. P. (2001). "Liderar el cambio," *Gestión del cambio*. Harvard Business Review. Ediciones Deusto.
- Krugman, P. (2003). *Argentina: The Role of Ideology*. Official Paul Krugman Site. <http://www.pkarchive.org/crises/ArgentinaRoleofIdeology.html>
- Krugman, P. (2002). *Crying with Argentina*.. *The New York Times*. 1 de enero de 2002. New York.

- Krugman, P. (2001a). Crises: the next generation?. Tel Aviv University. Notas: Razin Conference.
- Krugman, P. (2001b). A Cross of Dollars. *The New York Times*. 11 de julio de 2001. New York.
- Krugman, P. (2000). *Currency Crises*. Chicago: University of Chicago Press (NBER).
- Krugman, P. (1999). "Balance sheets, the transfer problem, and financial crises".
- Krugman, P. (1995a). "What do we need to know about the International Monetary System?" en P. Kenen (ed.), *Understanding Interdependence*. Princeton: Princeton University Press, 509-530.
- Krugman, P. (1995b). Dutch tulipes and emergent markets. <http://www.pkarchive.org/crises/DutchTulips.html>
- Krugman, P. (1995c). *Currencies and Crises*. Cambridge, Massachussets: The MIT Press.
- Krugman, P. (1979). "A Model of Balance-of-Payments Crises." *Journal of Money, Credit and Banking*, 11 (3 (Aug. 1979)), 311-325.
- Krugman, P. "Currency Crises". <http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html>
- Krugman, P. The Eternal Triangle. Explaining international financial Perplexity. <http://web.mit.edu/krugman/www/triangle.htm>
- Krugman, P. (1998). "What happened to Asia?" <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>
- Krugman, P. y Obstfeld, M. (2003). *International Economics. Theory and Policy*. New York: Addison Wesley.
- Kuhn, T. S. (1975). *La estructura de las revoluciones científicas*. Madrid: Fondo de Cultura Económica de España.
- Kydland, F. E. y Prescott, E. (1977). "Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans." *Journal of Political Economy*, June 473-491.
- Lachmann, L. (1970). *The legacy of Max Weber*. London: Heinemann.
- Lai, A. (2002). Modelling Financial Instability: A Survey of the Literature. (12). Bank of Canada / Banque du Canada. Working Paper.
- Lakatos, I. (1975). "La falsación y la metodología de los programas de investigación científica," en I. Lakatos y M. Masterman *et alter* (ed.), *La crítica y el desarrollo del conocimiento*. Barcelona: Ediciones Grijalbo, S.A.

- Lanata, J. (2003). *Argentinos. Quinientos años entre el cielo y el infierno*. Barcelona: Ediciones B.
- Lavagna, R. (2002) El objetivo es prometerle al FMI lo que se pueda cumplir. Clarín.
- Leblanc, M. (2004). *Arsenio Lupin, caballero ladrón*. Madrid: Santillana Ediciones Generales, S.L.
- Lestano, J.J. y Kuper, G. (2003). Indicators of financial crises do work! An early-warning system for six Asian countries. University of Groningen.
- Levy-Yeyati, E. and Sturzenegger, F. (2002). Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs Words. Notas: Unpublished Paper.
- Levy-Yeyati, E., Sturzenegger, F. y Reggio, I. On the Endogeneity of exchange rate regimes.
- Lin, J.Y. (1989). "An Economic Theory of Institutional Change: Induced and Imposed Change." *Cato Journal*, 9 (1),
- Llach, J.J. (1984). "El Plan Pinedo de 1940, su significado histórico y los orígenes de la economía política del peronismo." *Desarrollo Económico*, 23 (92),
- Loren, G. "Cognitive Bias in Everyday Strategic Planning." *Harvard Management Update*, 4.
- Lucas, R. (1980). "Why doesn't Capital flow from rich to poor countries?" *The American Economic Review*, (2), 92-96.
- Luna, F. (1988) "Soy Roca," en F. Luna, *Nuestro siglo. Historia gráfica de la Argentina contemporánea*. Hyspamérica, 1988.
- Marichal, C. (1988). *Historia de la deuda externa de America Latina*. Madrid: Alianza Editorial, S.A.
- Martínez, G. (2004). *Los crímenes de Oxford*. Barcelona: Ediciones Destino, S.A.
- Martínez, J. y Santiso, J. (2003). "Financial Markets and Politics: The Confidence Game in Latin American Emerging Economies." *International Political Science Review*, 24 (3), 363-395.
- Mc Kinnon, R. (1993). "The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective." *Journal of Economic Literature*, Volume XXXI (March, 1993) 1-44.
- Mc Kinnon, R. (1962). "Optimum Currency Areas." *American Economic Review*, (53 (December)), 717-725.
- Mc Kinnon, R. y Pill, H. (1997). "Credible Economic Liberalizations and overborrowing." *AEA Papers and Proceedings*, 87 (2 (May, 1997)), 189-193.

- Meltzer, A. (2000). Meltzer Report. Washington.
- Michaely, M. (1971). *The responsiveness of demand policies to balance of payments*. New York: Columbia University Press.
- Mundell, R. A. (1968a). "The International Disequilibrium System," *International Economics*. New York: Macmillan, 217-232. Notas: Adapted from *Kyklos*, 14, 154-172 (1961).
- Mundell, R. A. (1968b). "The Redundancy Problem and the World Price Level," en R.A. Mundell, *International Economics*. New York: Macmillan, 195-200.
- Mundell, R. A. (1968c). "A Theory of Optimum Currency Areas," *International Economics*. New York: Macmillan, 177-186. Notas: Adapted from *American Economic Review*, 51, 509-517 (Nov. 1961).
- Mundell, R. A. (2000). "A reconsideration of the Twentieth Century." *American Economic Review*, June 2000, 327-340.
- Mussa, M. (2002). *Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy*. Washington, D.C.: Institute for International Economics.
- Nakamura, L. y Zarazaga, C. Banking and Finance in Argentina in the period 1900-1935. CLAE Working Paper (0501).
- Newell, A. y Simon, H. (1972). *Human Problem Solving*. Englewood Cliffs, NJ: : Prentice Hall.
- Nordhaus, W. (1975). "The Political Business Cycle." *Review of Economic Studies*, 42 (5), 169-190.
- North, D.C. (1994a) Institutional Competition. Economics Working Paper Archive at WUSTL.
- North, D.C. (1994b). Institutions Matter. Economics Working Paper archive at WUSTL .
- North, D.C. (1994c). Institutions and credible Commitment. Economics Working Paper Archive at WUSTL.
- North, D.C. (1994d) Institutional change: A Framework of Analysis. Economics Working Paper Archive at WUSTL.
- North, D.C. (1993a). Economic Performance through Time. The Nobel Prize Lecture. 93.
- North, D.C. (1993b). "What do you mean by rationality?" *Public Choice*, 1993, 77 (1).

North, D.C. (1991). "Institutions." *Journal of Economics Perspectives*, 1991, Volume 5, N 1 (winter 1991) 97-112.

North, D.C. (1990). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge : Cambridge.

North, D.C. (1971). "Institutional Change and Economic Growth." *The Journal of Economic History, The tasks of Economic History*, vol. 31, N 1 (March) 118-125.

Nurkse, R. (1944). *International Currency Experience* . Ginebra: Sociedad de Naciones.

O'Connell, A. (1984). "La Argentina en la Depresión: los Problemas de una Economía Abierta." *Desarrollo Económico*, XXIII (92),

O'Connell, A. (2001). "El regreso de la vulnerabilidad y las ideas tempranas de Prebisch sobre el "ciclo argentino"." *Revista de la Cepal*, 75 53-67.

Obstfeld, M. (1995). Models of currency Crises with self-fulfilling features. NBER Working Paper Series (5285). National Bureau of Economic Research.

Obstfeld, M. (1994). "The logic of Currency Crises ." *Banque de France. Cahiers économiques et monétaires n 43*.

Obstfeld, M. (1993). "The Adjustment Mechanism" en M.D. Bordo y B. Eichengreen (eds.), *A retrospective on the Bretton Woods System. Lessons for International Monetary Reform*. Chicago: The University Chicago Press. NBER.

Obstfeld, M. (1986). "Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises." *The American Economic Review*, 76 (1 (Mar., 1986)), 72-81.

Officer, L. H. Gold Standard.

<http://www.eh.net/encyclopedia/?article=officer.gold.standard>

Olivera, J. "Equilibrio Monetario y Ajuste Internacional." *Desarrollo Económico*, en <http://www.educ.ar>

Orlikowski, W. (1993). "CASE (Computer-Aided Software Engineering) Tools as organizational Change: Investigating Incremental and Radical Changes in Systems Development." *MIS Quarterly*, September.

Paiva, M. de. (1985). "La Argentina y Brasil en los años treinta. Efectos de la política económica Internacional británica y estadounidense." *Desarrollo Económico*, XXIV (96).

Paolera, G. della (1994). Monetary and banking experiments in Argentina: 1861-1930. Universidad Torcuato di Tella.

Paolera, G. della (1988). How Argentine economy performed during the international gold standard: a re-examination. University of Chicago. Notas: Tesis doctoral inédita.

Paolera, G. della y Taylor, A. M. (2003). *Gaicho Banking Redux*. NBER Working Paper Series (9457).

Paolera, G. della y Taylor, A. M. (2001a). *Straining at the anchor. The Argentine currency board and the search for macroeconomic stability, 1880-1935*. Chicago: The Chicago University Press. NBER.

Paolera, G. della y Taylor, A. M. (2001b). Internal versus external convertibility and Emerging-market crises: Lessons from Argentine History.

Paolera, G. della y Taylor, A. M. (1999). Internal versus external convertibility and developing -country financial crises: Lessons from the Argentine Bank Bailout of the 1930s. Paper. Center for International and Development Economics Research (University of California, Berkeley).

Paolera, G. della y Taylor, A. M. (1998). Economic Recovery from the Argentine Great Depression: Institutions, Expectations and the change of Macroeconomic Regime. NBER Working Paper Series (6767). National Bureau of Economic Research.

Paolera, G. della y Taylor, A. M. Finance and development in an emerging market: Argentina in the interwar period. Working Paper 6236.

Perry, G. y Servén, L. (2003). The Anatomy of a Multiple Crisis: Why was Argentina Special nad What can lw learn from it. World Banc Policy Research Working Paper (3081). Washington, D.C., World Bank.

Popper, K. (1972). "Conjectural Knowledge: My Solution of the Problem of Induction," Oxford: Clarendon Press, 1972.

Portes, R. An Analysis of Financial Crisis: Lessons for the International Financial System. FRB Chicago / IMF Conference.

Prebisch, R. (1991). "La relación entre el ciclo argentino y el ciclo monetario internacional" en Prebisch, R. *Obras 1919-1948*. Buenos Aires: Fundación Raúl Prebisch, 319-329.

Radelet, S. y Sachs, J. (1998). The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects. Harvard Institute for International Development.

Rajapatirana, S., de la Mora, L., y Yatawara, R. (1997). La Economía Política de las reformas comerciales en América Latina: 1965-1994. Foro Internacional.

Rapoport, M. *et alii*. (2003). *Historia económica, política y social de la Argentina (1880-2000)*. Buenos Aires: Editorial Macchi.

Rapoport, M. (1995). "Argentina y la Segunda Guerra Mundial: mitos y realidades." *Estudios Interdisciplinarios de America Latina y el Caribe*, 6 (1 (Enero-Junio, 1995)).

- Rebelo, S. y Végh, C. (2002). "When it is optimal to abandon a fixed exchange rate?" Notas: Unpublished. University of California at Los Angeles. April.
- Recio, E. M. (1973). "Metodología de las ciencias sociales." *Revista Española de la Opinión Pública*.
- Reinhart, C.M. y Rogoff, K. (2002). "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation." *NBER Working Paper Series*, 8963.
- Ripoll, J. (2003). Crisis cambiarias y ataques especulativos. Asociación Española de Economía y finanzas internacionales y la Universidad de Castilla-La Mancha. Notas: VII Jornadas de Economía Internacional.
- Rockoff, H. (1990). "The Wizard of Oz as a Monetary Allegory." *Journal of Political Economy*, 98 ((august)), 739-760.
- Rodríguez, C.A. y Sjaastad, L.A. (1979). "El atraso cambiario en Argentina: Mito o realidad?" *Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina*, (2).
- Rogoff, K. y Zettelmeyer, J. (2002). Early Ideas on Sovereign Bankruptcy Reorganization: A Survey. 2002. IMF. Notas: IMF Working Paper.
- Romero, L. A. (2001). *Breve historia contemporánea de la Argentina*. Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica.
- Roubini, N. (2002). Private Sector Involvement in Crisis Resolution and Mechanisms for Dealing with Sovereign Debt Problems. Bank of England Conference on The Role of the Official and Private Sector in Resolving International Financial Crises. 2002. New York, New York University.
- Roubini, N. (2001a). Bail-ins, Bailouts, Burden Sharing and Private Sector Involvement in Crisis Resolution: The G-7 Framework and Some Suggestions on the Open Unresolved Issues. New York, New York University.
- Roubini, N. (2001b) Should Argentina Dollarize or Float? The pros and Cons of Alternative Exchange Rate Regimes and their Implications for Domestic and Foreign Debt Restructuring/ Reduction. New York, Stern School of Business, New York University.
- Roubini, N. and Setser, B. (2003). Improving the Sovereign Debt Restructuring Process: Problems in Restructuring, Proposed Solutions, and a Roadmap for Reform.
- Rougnier, M. Estado, Empresas y Crédito en la Argentina. Los orígenes del Banco Nacional de Desarrollo (1967-1973). Universidad de San Andrés.
- Sala i Martín, X. (2001). *Economía Liberal, per a no economistes i no liberals*. Barcelona: Deria Editors.
- Salama, E. (2000). La Argentina y el abandono del Patrón Oro. Buenos Aires, Universidad Nacional de La Plata.

- Salama, E. (1999). Los flujos de oro y el ajuste externo. Argentina 1903-1913. Buenos Aires, Universidad Nacional de La Plata.
- Salant, S.W. y Henderson, D.W. (1978). "Market Anticipations of Government Policies and the Price of Gold." *The Journal of Political Economy*, 86 (4 (aug. 1978)), 627-648.
- Sanz Villarroya, I. (2003). Derechos de Propiedad y Crecimiento Económico en Argentina 1875-1990. Madrid, Universidad Carlos III .
- Sayeras, J. M. (1996). Políticas de desenvolupament a la regió andina: Un estudi de cas. Barcelona, ESADE.
- Sayers, R. (1976). *The Bank of England, 1891-1944*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Schanz, G. (1988). "Qué es y cómo se aplica la Metodología en las investigaciones sobre Economía de Empresa" en G. Schanz, *Methodologie für Betriebswirtschaft*.
- Schedvin, C. B. (1990). "Staples and Regions of Pax Britannica." *Economic History Review*, (20 (November)), 533-559.
- Schneider, M. y Tornell, A. (2000). Balance sheet effects, bailout guarantees and financial crises. NBER Working Paper Series (8060). National Bureau of Economic Research.
- Schotter, A. (1981). *The economic theory of social institutions*. New York: Cambridge University Press.
- Schutz, A. (1953). "Common-sense and scientific interpretation of Human Action." *Philosophy and Phenomenological Research*, (14 (September)).
- Sebastián, L. de (2000). "La necesidad de gobernar el sistema financiero global," *ASIA: Escenario de los desequilibrios mundiales*. Zaragoza: Centro Pignatelli. Ed. Diputación General de Aragón. Departamento de Cultura y Educación.
- Sebastián, L. de (2003). *Razones para la esperanza en un futuro imperfecto*. Barcelona: Icaria Editorial S.A. Intermón Oxfam.
- Sebastián, L. de (2002). *Un mundo por hacer. Claves para comprender la globalización*. Madrid: Editorial Trotta, 2002.
- Sebastián, L. de (1997). *Neoliberalismo global. Apuntes críticos de economía internacional*. Madrid: Editorial Trotta.
- Seoane, M. (2004). *Argentina. El siglo del progreso y la oscuridad (1900-2003)*. Barcelona: Editorial Crítica.

- Setzer, R. (2004). *The Political Economy of Exchange Rate Regime Duration: A Survival Analysis*. Stuttgart, University of Hohenheim.
- Simon, H. (1955). "A Behavioral Model of Rational Choice." *Quarterly Journal of Economics*, *LXIX* (February), 99-117.
- Smith, A. (1776). *The Wealth of Nations*. New York: The Modern Library, 2000.
- Smith, P. H. (1967). "Los radicales argentinos y la defensa de los intereses ganaderos, 1916-1930." *Desarrollo Económico*, *III* (25).
- Solomon, R. (1977). *The International Monetary System, 1945-1976*. New York: Harper & Row, Publishers.
- Soros, G. (1999). *La crisis del capitalismo global*. Madrid: Editorial Debate.
- Stake, R. (1995). *The Art of case Research*. Newbury Park, CA: Sage Publications.
- Stigler, G.J. (1975). *The Citizen and the State. Essays on Regulation*. Chicago: The University of Chicago Press.
- Stiglitz, J. (2003). *The Roaring Nineties*. New York: W.W. Norton & Company.
- Stiglitz, J. (2002). *Globalization and its discontents*. New York: W.W. Norton & Company Inc.
- Stiglitz, J. y Weiss, A. (1981). "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information." *American Economic Review*, *71* (8), 393-410.
- Strauss, A. y Corbin, J. (1998). *Basics of Qualitative Research: Techniques and Procedures for Developing Grounded Theory*. Thousand Oaks: Sage Publications.
- Strauss, A. y Corbin, J. (1990). *Basics of Qualitative Research: Grounded Theory Procedures and Techniques*. London: Sage Publications.
- Sturzenegger, A. y Moya, R. (2000). *Ciclos económicos en Argentina: 1884-1990*. Universidad Torcuato Di Tella.
- Summers, L. H. (2000). "International Financial Crises: Causes, Prevention and Cures." *American Economic Review*, *90* (2 (May)), 1-16. Notas: Papers and Proceedings.
- Swoboda, A.K. y Zettelmeyer, J. (2000). *Key Issues in International Monetary and Financial Reform: A Personal Record on the Conference. Reforming the International Monetary and Financial System*. 2000. International Monetary Fund.
- Taylor, A.M. (1997). *Argentina and the world capital market: Saving, investment, and International capital mobility in the twentieth century*. NBER Working Paper Series (6302).

Taylor, A.M. (1994). Three phases of Argentine Economic Growth. NBER Working Paper Series on Historical Factors in Long Run Growth (60).

Taylor, A.M. (1992). "External Dependence, Demographic Burdens, and Argentine Economic Decline after the Belle Epoque." *The Journal of Economic History*, 52 (4 (Diciembre)), 907-936.

Temin, P. (2002). Review of Gerardo della Paolera and Alan M. Taylor *Straining at the Anchor: The Argentine Currency Board and the Search for Macroeconomic Stability, 1880-1935*. Economic History Services.

Temin, P. (1996). *Lessons from Great Depression*. Massachusetts: MIT Press.

Tenembaum, E. (2004). *Enemigos*. Buenos Aires: Grupo Editorial Norma.

Teunissen, J. J. y Akkerman, A. (2003). "The Crisis that was not prevented," en D. Rodrik (ed.), *Argentina: A Case of Globalisation Gone Too Far or Not Far Enough?* The Hague: FONDAD.

Tew, B. (1982). *The Evolution of the International Monetary System, 1945-1981*. London: Hutchinson & Co.

The Economist. (2002). Is it at risk?. Special Report: Globalisation. *The Economist* (February 2th), 61-63.

The Economist. (1998). Latin lessons for Asian Banks. *The Economist* July 23rd 1998.

The Wall Street Journal (1971). *The Wall Street Journal*. 19 de diciembre de 1971. New York.

Thorpe, S. (2002). *How to think like Einstein*. New York: Barnes & Noble.

Tirole, J. (2002). *Financial Crises, Liquidity and the International Monetary System*. New Jersey: Princeton University Press.

Tortella, G. (2000). *La revolución del siglo XX*. Madrid: Taurus. Grupo Santillana de Ediciones, S.A.

Triffin, R. (1968). "The myth and realities of the so-called gold standard," en R. Triffin, *Our International Monetary System: Yesterday, Today and Tomorrow*. New York: Random House, Chapter 1.

Triffin, R. (1960). *Gold and the Dollar Crisis*. Yale University Press.

Tsebelis, G. (1995). "Veto Players and Law Production in Parliamentary Democracies," en H. Döring (ed.), *Parliaments and Majority Rules in Western Europe*. Sant Martin's Press.

Tugores, J. (1997). *Economía Internacional i integració economica*. Barcelona: Edicions Universitat Barcelona- Mc Graw Hill.

UN (1999). (Task Force of the Executive Committee on Economic and Social Affairs). *Towards a New International Financial Architecture*. United Nations.

Utrera, G.E. (2001). *Convertibilidad, Independencia del BCRA y Credibilidad*. Bolsa de Comercio de Córdoba. Instituto de Investigaciones Económicas.

Varela, M. y Varela, F. (1996). *Sistema Monetario y Financiación Internacional*. Madrid: Ediciones Pirámide, S.A.

Vargas Llosa, M. (2002). ¿Por qué? ¿Cómo? *El País*. 7 de enero de 2002. Madrid.

Vaubel, R. (1994). "The Political Economy of the IMF: A Public Choice Analysis," en D. Bandow y I. Vasquez (eds.), *Perpetuating Poverty: The World Bank, the IMF, and the Developing World*. Washington, D.C.: Cato Institute, 37-57.

Vercesi, J.A. (2001). *Influencias doctrinarias en la política económica de la Revolución Argentina (1967-1970)*.

Vernengo, M. (2003). "The Gold Standard and Center-Periphery Interactions." *Working Papers of University of Utah*.

Vitelli, G. (1999). *Los dos siglos de la Argentina. Historia Económica Comparada*. Buenos Aires.

Volcker, P. y Gyohten, T. (1992). *Changing Fortunes*. Times Books.

Vázquez Montalbán, M. (2002). Sujetos. *El País*. 11 de febrero de 2002. Madrid.

Vázquez-Presedo, V. (1971). *El caso Argentino. Migración de factores, comercio exterior y desarrollo 1875-1914*. Eudeba.

Whale, P. B. (1937). "The working of the prewar gold standard," en B. Eichengreen y M. Flandreau (eds.), *The Gold Standard in theory and history*. 18-32.

Williamson, J. (1993). "Exchange Rate Management." *The Economic Journal*, 1993, 103 (416 (Jan. 1993)), 188-197.

Williamson, J. (1989) *What Washington Means by Policy Reform*. Washington, Institute for International Economics.

Williamson, J. (1983). *IMF Conditionality*. Washington, D.C.: Institute for International Economics.

World Bank.(2001). *Poor People in a Rich Country: A Poverty Report for Argentina*. Washington: World Bank.

Wyplosz, C. y Baldwin, R. (2003). "The Monetary History of Europe," *The Economics of European Integration*. Mc Graw Hill.

Yeager, L. (1966). *International Monetary Relations*. London: Harper and Row.

Yin, R. K. (1994). *Case Study Research. Design and Methods*. California: Sage Publications.

Anexos

PRESIDENTES DE LA REPÚBLICA ARGENTINA (1880-2005)

Presidente	Período de gestión
JULIO A. ROCA	1880-1886
MIGUEL JUÁREZ CELMÁN	1886-1890
CARLOS PELLEGRINI	1890-1892
LUIS SÁENZ PEÑA	1892-1895
JOSÉ E. URIBURU	1895-1898
JULIO A. ROCA	1898-1904
MANUEL QUINTANA	1904-1906
JOSÉ FIGUEROA ALCORTA	1906-1910
ROQUE SÁENZ PEÑA	1910-1914
VICTORINO DE LA PLAZA	1914-1916
HIPÓLITO YRIGOYEN	1916-1922
MARCELO T. ALVEAR	1922-1928
HIPÓLITO YRIGOYEN	1928-1930
JOSÉ F. URIBURU	1930-1932 (*)
AGUSTÍN P. JUSTO	1932-1938
ROBERTO M. ORTIZ	1938-1942
RAMÓN M. CASTILLO	1942-1943
PEDRO P. RAMÍREZ	1943-1944 (*)
EDELMIRO J. FARREL	1944-1946 (*)
JUAN D. PERÓN	1946-1952
JUAN D. PERÓN	1952-1955
EDUARDO LONARDI	1955 (*)
PEDRO E. ARAMBURU	1955-1958 (*)
ARTURO FRONDIZI	1958-1962
JOSE M. GUIDO	1962-1963
ARTURO H. ILLIA	1963-1966
JUAN CARLOS ONGANÍA	1966-1970 (*)
ROBERTO M. LEVINGSTON	1970-1971 (*)
ALEJANDRO A. LANUSSE	1971-1973 (*)
HECTOR J. CÁMPORA	1973
RAUL LASTIRI	1973
JUAN D. PERÓN	1973-1974
ISABEL PERÓN	1974-1976
JORGE R. VIDELA	1976-1981 (*)
ROBERTO E. VIOLA	1981 (*)
LEOPOLDO F. GALTIERI	1981-1982 (*)
REYNALDO B. BIGNONE	1982-1983
RAUL R. ALFONSIN	1983-1989
CARLOS S. MENEM	1989-1995
CARLOS S. MENEM	1995-1999
FERNANDO DE LA RUA	1999-2001
FEDERICO RAMON PUERTA	2001-2001 (21-XII/ 23-XII)
ALFONSO RODRÍGUEZ SÁA	2001-2001 (23-XII/ 31-XII)

EDUARDO ÓSCAR CAMAÑO	2001-2002 (31-XII/ 2-I)
EDUARDO DUHALDE MALDONADO	2002-2003
NÉSTOR KRICHNER OSTOIC	2003-
(*) Gobiernos Militares	

MINISTROS DE HACIENDA Y ECONOMÍA DE LA REPÚBLICA ARGENTINA (1880-2005)

Período 1880-1916 (Gobiernos Conservadores)

Ministro	Período de gestión
VICTORINO DE LA PLAZA	31/08/1876 – 07/05/1880
SANTIAGO S. CORTÍNEZ	07/05/1880 – 12/10/1880
JUAN JOSÉ ROMERO	12/10/1880 – 12/10/1883
VICTORINO DE LA PLAZA	25/10/1883 – 09/03/1885
WENCESLAO PACHECO	09/03/1885 – 28/02/1889
RUFINO VARELA	28/02/1889 – 24/08/1889
WENCESLAO PACHECO	27/08/1889 – 14/04/1890
FRANCISCO URIBURU	18/04/1890 – 09/06/1890
JUAN AGUSTÍN GARCÍA	07/06/1890 – 04/08/1890
VICENTE FIDEL LÓPEZ	07/08/1890 – 12/10/1892
JUAN JOSÉ ROMERO	12/10/1892 – 07/06/1893
MARCO AVELLANEDA	07/06/1893 – 05/07/1893
MARIANO DEMARÍA	05/07/1893 – 12/08/1893
JOSÉ A. TERRY	12/08/1893 – 21/07/1894
JUAN JOSÉ ROMERO	23/01/1895 – 21/10/1897
WENCESLAO ESCALANTE	21/10/1897 – 12/10/1898
JOSÉ MARÍA ROSA	12/10/1898 – 02/05/1900
EMILIO BERDUC	02/05/1900 – 05/07/1901
MARCEO AVELLANEDA	11/07/1901 – 12/10/1904
JOSÉ A. TERRY	12/10/1904 – 15/03/1906
NORBERTO PIÑERO	15/03/1906 – 21/09/1906
ELEODORO LOBOS	21/09/1906 – 20/09/1907
MANUEL M. DE IRIONDO	20/09/1907 – 01/10/1910
JOSÉ MARÍA ROSA	12/10/1910 – 02/08/1912
ENRIQUE S. PÉREZ	05/08/1912 – 28/03/1913
NORBERTO PIÑERO	01/04/1913 – 16/07/1913
LORENZO ANADON	21/07/1913 – 16/02/1914
ENRIQUE CARBO	16/02/1914 – 20/08/1915
FRANCISCO J. OLIVER	20/08/1915 – 12/10/1916

Período 1916-1930 (Gobiernos Radicales)

Ministro	Período de gestión
DOMINGO E. SALABERRY	12/10/1916 – 12/10/1922
RAFAEL HERRERA VEGAS	12/10/1922 – 09/10/1923
VICTOR M. MOLINA	10/10/1923 – 12/10/1928
ENRIQUE PÉREZ COLMAN	12/10/1928 – 06/09/1930

Período 1930-1943 (Gobiernos de la Concordancia)

Ministro	Período de gestión
ENRIQUE S. PÉREZ	07/09/1930 – 16/04/1931
ENRIQUE URIBURU	17/04/1931 – 20/02/1932
ALBERTO HUEYO	20/02/1932 – 24/08/1933
FEDERICO PINEDO	24/08/1933 – 30/12/1935
ROBERTO M. ORTÍZ	31/12/1935 – 22/06/1937
CARLOS ALBERTO ACEVEDO	22/06/1937 – 20/02/1938
PEDRO GROPPA	20/02/1938 – 02/09/1940
FEDERICO PINEDO	02/09/1940 – 13/03/1941
CARLOS ALBERTO ACEVEDO	13/03/1941 – 07/06/1943

Período 1943-1945 (Gobierno Militar)

Ministro	Período de gestión
JORGE A. SANTAMARÍA	07/06/1943 – 14/10/1943
CESAR AMEGHINO	15/10/1943 – 07/05/1945
CEFERINO ALONSO YRIGOYEN	07/05/1945 – 23/08/1945
ARMANDO GERARDO ANTILLE	23/08/1945 – 20/10/1945
AMARO AVALOS	20/10/1945 – 04/06/1946

Período 1946-1955 (Gobiernos Peronistas)

Ministro	Período de gestión
RAMON ANTONIO CEREIJO	04/06/1946 – 04/06/1952
ALFEDRO GÓMEZ MORALES	19/01/1949 – 03/06/1952
ROBERTO A. ARES	19/01/1949 – 03/06/1952
PEDRO J. BONANNI	04/06/1952 – 20/09/1955
MIGUEL REVESTIDO	04/06/1952 – 24/09/1955
ALFREDO GÓMEZ MORALES	04/06/1952 – 20/09/1955

Período 1955-1958 (Gobiernos de la “Revolución Libertadora”)

Ministro	Período de gestión
EUGENIO JOSÉ FOLCINI	24/09/1955 – 13/11/1955
JULIO ALIZON GARCÍA	17/10/1955 – 14/06/1956
EUGENIO ALBERTO BLANCO	14/11/1955 – 25/01/1957
ROBERTO P. VERRIER	26/01/1957 – 26/03/1957
ADALBERT KRIEGER VASENA	26/03/1957 – 30/04/1958

Período 1958-1962 (Gobierno de Frondizi)

Ministro	Período de gestión
EMILIO DONATO DEL CARRIL	01/05/1958 – 24/06/1959
ALVARO C. ALSOGARAY	25/06/1959 – 26/04/1961
ROBERTO T. ALEMANN	26/04/1961 – 12/01/1962
CARLOS A. COLL BENEGAS	15/01/1962 – 26/03/1962

Período 1962-1963 (Gobierno de Guido)

Ministro	Período de gestión
JORGE WEHBE	26/03/1962 – 06/04/1962
FEDERICO PINEDO	06/04/1962 – 30/04/1962
ALVARO C. ALSOGARAY	30/04/1962 – 10/12/1962
ESTAQUIO A. MENDEZ DELFINO	10/12/1962 – 21/05/1963
JOSÉ ALFREDO MARTÍNEZ DE HOZ	21/05/1963 – 12/10/1963

Período 1963-1966 (Gobierno de Illia)

Ministro	Período de gestión
EUGENIO ALBERTO BLANCO	12/10/1963 – 19/08/1964
JUAN CARLOS PUGLIESE	19/08/1964 – 28/06/1966

Período 1966-1973 (Gobierno de la “Revolución Argentina”)

Ministro	Período de gestión
JORGE NÉSTRO SALIMEI	29/06/1966 – 03/01/1967
ADALBERT KRIEGER VASENA	05/01/1967 – 11/06/1969
JOSÉ MARÍA DAGNINO PASTORE	11/06/1969 – 17/06/1970
CARLOS MOYANO LLERENA	18/06/1970 – 15/10/1970
ALDO FERRER	26/10/1970 – 28/05/1971
JUAN A. QUILICI	01/06/1971 – 11/01/1972
CAYETANO A. LICCIARDO	11/01/1972 – 13/10/1972
JORGE WEHBE	13/10/1972 – 24/05/1973

Período 1973-1976 (Gobiernos Justicialistas)

Ministro	Período de gestión
JOSÉ BER GELBARD	25/05/1973 – 21/10/1974
ALFREDO GÓMEZ MORALES	21/10/1974 – 02/06/1975
CELESTINO RODRIGO	02/06/1975 – 22/07/1975
PEDRO JOSÉ BONANNI	22/07/1975 – 14/08/1975
ANTONIO F. CAFIERO	14/08/1975 – 03/02/1976
EMILIO MONDELLI	03/02/1976 – 24/03/1976

Período 1976-1983 (Gobierno de la Dictadura Militar)

Ministro	Período de gestión
JOAQUÍN DE LAS HERAS	24/03/1976 – 29/03/1976
JOSÉ ALFREDO MARTÍNEZ DE HOZ	29/03/1976 – 29/03/1981
LORENZO J. SIGAUT	29/03/1981 – 21/12/1981
ROBERTO T. ALEMANN	22/12/1981 – 02/07/1982
JOSÉ MARÍA DAGNINO PASTORE	02/07/1982 – 24/08/1982
JORGE WEHBE	25/08/1982 – 09/12/1983

Período 1983-1989 (Gobierno de Alfonsín)

Ministro	Período de gestión
BERNARDO GRINSPUN	10/12/1983 – 18/02/1985
JUAN VITAL SOURROUILLE	19/02/1985 – 30/03/1989
JUAN CARLOS PUGLIESE	04/04/1989 – 26/05/1989
JESÚS RODRÍGUEZ	27/05/1989 – 08/07/1989

Período 1989-1999 (Gobiernos de Menem)

Ministro	Período de gestión
MIGUEL ROIG	08/07/1989 – 15/07/1989
NÉSTOR RAPANELLI	15/07/1989 – 15/12/1989
ANTONIO ERMAN GONZÁLEZ	15/12/1989 – 31/01/1991
DOMINGO FELIPE CAVALLO	31/01/1991 – 02/08/1996
ROQUE FERNÁNDEZ	02/08/1996 – 09/12/1999

Período 1999-2001 (Gobierno de De la Rúa)

Ministro	Período de gestión
JOSÉ LUÍS MACHINEA	10/12/1999 – 05/03/2001
RICARDO LÓPEZ MURPHY	05/03/2001 – 20/03/2001
DOMINGO FELIPE CAVALLLO	20/03/2001 – 20/12/2001

Período 2001-2002 (Gobierno de Ramon Puerta - Rodríguez Súa – Eduardo Camaño)

Ministro	Período de gestión
JORGE MILTON CAPITANICH	
RODOLFO FRIGERI	

Período 2002- 2003 (Gobierno de Eduardo Duhalde)

Ministro	Período de gestión
JORGE REMES LENICOV	03/01/2002 – 27/04/2002
ROBERTO LAVAGNA	27/04/2002 – 25/05/2003

Período 2003- (Gobierno de Néstor Krichner)

Ministro	Período de gestión
ROBERTO LAVAGNA	25/05/2003 -