



INSTITUTO UNIVERSITARIO  
de Análisis Económico y Social



Universidad  
de Alcalá

---

## El Espejo en el que Grecia no debe mirarse: Argentina en el 2001-2002

*Flavio E. Buchieri y Tomás Mancha Navarro*

**SERIE DOCUMENTOS DE TRABAJO**  
**10/2015**

---

## **EL ESPEJO EN EL QUE GRECIA NO DEBE MIRARSE: ARGENTINA EN EL 2001-2002**

### **RESUMEN**

El tercer acuerdo financiero o tercer rescate acordado por Grecia en el mes de agosto con la denominada "Troika" y sus acreedores implica, en la concepción de muchos analistas, la oportunidad de evitar temporalmente lo inevitable: el abandono de la eurozona y sus consecuencias, el tan cacareado Grexit de los últimos meses. En este documento tras explicar sintéticamente cómo Grecia ha llegado a esta situación, analizamos el camino recorrido por Argentina como antecedente directo para el futuro griego, planteando que un "default" consensuado podría acabar siendo una alternativa con menores costos intertemporales para la población de este país, a la par que evitaría la salida del euro.

**Palabras clave:** caja de conversión, corralito, corralón, pesificación asimétrica, rescate.

### **ABSTRACT**

The third financial settlement or the third rescue agreed by Greece with it's the so-called Troika and their creditors involves, according to many analysts, the opportunity to temporarily avoid what is inevitable: the exit of the Eurozone and its consequences, the so-called Grexit in the last months. In this paper we explain how has been the evolution of Greece and analyze the path taken by Argentina as a direct history to the Greek future, noting that a concerted default may be an alternative with the lowest inter-temporal costs for the people of this country, and probably avoid the euro exit.

**Keywords:** currency board, "corralito", "corralón", asymmetric pesification, rescue.

## AUTORES

**FLAVIO E. BUCHIERI** es Doctor en Economía, Universidad del CEMA. Profesor de grado y posgrado de varias universidades de Argentina y del Exterior. Cuentas de correo electrónico: fb00@cema.edu.ar y flavio.buchieri@gmail.com.

**TOMÁS MANCHA NAVARRO** es Dr. en Economía, Universidad de Málaga. Catedrático de Economía Aplicada del Departamento de Economía y Dirección de Empresas de la Universidad de Alcalá y Director del Instituto Universitario de Análisis Económico y Social.

## ÍNDICE

Índice .....	4
1. Introducción.....	5
2. La odisea económica griega del siglo XXI: algunos apuntes para su comprensión .....	6
3. Argentina en el Período 2001-2003: La Crisis Política, el Deterioro Macroeconómico y el Abandono de la Convertibilidad. ....	12
4. El “Corralito” de Domingo Cavallo: ¿Catalizador o Recurso de Última Instancia de la Crisis? .....	17
5. Explicación del modelo econométrico y técnica de estimación .....	21
6. La Evolución de la Macro: del “Miedo a la Hiperinflación” al “Veranito” de Lavagna. ....	25
7. Conclusiones finales: Argentina y Grecia. Distintos Caminos, ¿por ahora? Algunas lecciones por aprender.....	29
8. Bibliografía.....	32

## 1. INTRODUCCIÓN

No se puede precisar si Grecia ha comprado tiempo para lo inevitable o es una nueva oportunidad para reencauzar los graves y persistentes desequilibrios económicos que afectan a la sociedad griega. Lo cierto es que luego de que los Ministros de Finanzas de la Eurozona aprobaran un tercer rescate para Grecia el 14 de agosto de este año, lo que supone un nuevo programa de asistencia financiera a ese país de hasta 86.000 millones de euros y con tres años de duración, el Parlamento griego aprobó el mismo a pesar de que el Primer Ministro Alexis Tsipras se encontró con la resistencia de 40 parlamentarios de su propio partido, Syriza, aparte de algunos miembros de su propio gabinete.

Si bien pese a todo Tsipras logró con su mayoría la aprobación del mencionado paquete de ayuda financiera; dicha aceptación implica que Grecia acepta todas las condiciones que impone la Eurozona, planteando serias dudas respecto al impacto sobre su economía, sus perspectivas de recuperación y su efecto colateral sobre el mercado de trabajo y las condiciones de bienestar a largo plazo de la sociedad helena.

El acuerdo no sólo es importante por el conjunto de medidas de ajuste que implica, sino que el mismo no conduce, por lo menos en el corto plazo, a reducir el elevado nivel de endeudamiento del país. Según el propio FMI, la deuda griega es completamente insostenible y prevé que se acercará al 200% de su PBI en los próximos dos años frente a la cifra actual de 175%. En este contexto, el organismo internacional de crédito estima que Europa no tendrá otra opción que aliviar la deuda griega, algo que rechaza Alemania, el socio europeo más duro en todo el proceso de negociación.

Es en este contexto señalado al inicio del primer párrafo de este apartado donde se justifica el planteamiento en términos de dinámica económica a futuro de este documento, así como a la consideración de que la implementación de medidas tendentes a la resolución de los problemas griegos podría conducir a la minimización de los costos asociados a las mismas. En consecuencia, y luego de que el país soportara una importante corrida contra los bancos, situación que llevó a la implementación del denominado *corralito griego*, un límite físico para extraer dinero de los bancos, como medio para negociar un acuerdo de rescate soberano de fondo (como finalmente se logró), es donde se enmarca este breve trabajo de análisis y reflexión.

El punto de arranque parte de rescatar el camino recorrido por Argentina en los años 2001-2002, como testigo y antecedente de una senda que puede ser inevitable y costosa para Grecia si no se le conduce de manera consensuada y admitiendo la realidad en forma

anticipada. Los errores cometidos por Argentina deberían ser sopesados por la dirigencia griega para evitar los enormes costos sociales que se generaron en dicho país, pero en un apartado previo presentamos una explicación sintética de cómo Grecia ha acabado llegando a la necesidad de un nuevo rescate, que tampoco se contempla por todos los actores implicados como una solución definitiva.

## 2. LA ODISEA ECONÓMICA GRIEGA DEL SIGLO XXI: ALGUNOS APUNTES PARA SU COMPRENSIÓN

Lo que está sucediendo con la economía griega en los últimos años parece tener una gran similitud con la famosa tragedia épica de Homero titulada La Odisea en la que se narra cómo Ulises (Odiseo en griego) pasaba por un auténtico calvario de 10 años para poder llegar a su reino de Ítaca.

De hecho, en 2010 se le da a Grecia un plazo de tres años por parte de la Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional (FMI) para volver a tener unas finanzas públicas saneadas en el denominado "Primer Rescate", que posteriormente se va ampliando tras la aprobación del Tercero a mediados de agosto de 2015 hasta 2018, fecha que no está lejos de esos diez años comentados de la odisea de Ulises.

Si adicionalmente hacemos caso a lo que escribió Homero, el último canto de La Odisea es el del pacto y no está del todo claro que este acuerdo de agosto sea el último a la vista de lo que incluso uno de los financiadores, el FMI, es tremendamente escéptico de que Grecia pueda aliviar con el mismo todas sus graves tensiones. Los diez años de Ulises pueden incluso quedarse cortos para que Grecia retorne a una situación de normalidad, entendida esta como que los propios griegos sean los que gestionen su país, sin ningún tipo de intervención externa como se produce en la actualidad. Pero tratemos de explicar cómo ha llegado Grecia a esta situación.

No es fácil resumir el complejo entramado de causas que está detrás de la delicada situación de Grecia, pero podría afirmarse que la razón última que explica la debacle económica griega está en haber vivido muy por encima de sus posibilidades<sup>1</sup> después de haber entrado en el

---

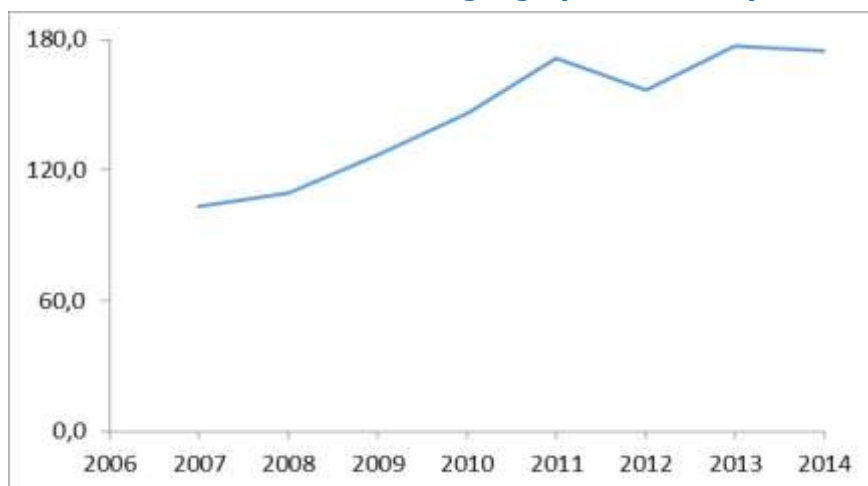
<sup>1</sup> La Unión Monetaria Europea se montó con plena conciencia de que estaba lejos de ser un área monetaria óptima, pero bajo la presunción de que los países menos desarrollados, Grecia entre ellos, deberían aprovechar la bonanza económica y los bajos tipos de interés para mejorar su productividad con las reformas estructurales adecuadas –ello les acercaría en términos de convergencia real con los más desarrollados- y no incurriendo en una indisciplina en sus finanzas públicas tan notoria como la que siguieron; acompañada además por el ocultamiento y engaño en la publicidad de sus cifras.

euro en 2001, ocultando la realidad de sus deficitarias cuentas públicas a través de complicadas operaciones financieras –especialmente con Goldman Sachs durante bastantes años- hasta que Papandreu, primer ministro del momento, ante la delicada situación se decidió en 2009 a revelar los verdaderos datos de las finanzas públicas helenas<sup>2</sup>. De hecho, una evaluación de las autoridades europeas realizada en las últimas semanas de 2010 elevó el stock de deuda pública en 2009 hasta cifras cercanas al 120 % de su PIB, consecuencia de un déficit público galopante que en este mismo ejercicio alcanzó el 13,6 % de su PIB; todo ello sin contabilizar la también cuantiosa, aunque menor deuda privada (ver figuras 1 y 2).

La necesidad imperiosa de obtener financiación para sus emisiones de bonos en unos mercados financieros donde existía una fuerte demanda de fondos porque las políticas de estímulos fiscales fueron generalizadas en los primeros años de crisis en prácticamente todos los países occidentales, unido a su cada vez más delicada posición financiera y a su nula reputación, llevaron a que las últimas colocaciones de deuda el gobierno griego las tuviera que realizar a unos tipos cada vez más elevados: a finales de abril de 2010 el bono griego a 10 años elevó su rendimiento hasta un 11 % -duplicando los valores del mes de marzo- y los bonos a dos años subieron hasta el 19 %. Para establecer una comparación simplemente basta señalar que el rendimiento de los bonos a dos años de Portugal –otro país que acabó poco después siendo también rescatado- se situaba en igual fecha en el entorno del 5 %, tras haberse elevado también de forma abrupta.

Figura 1

**La evolución de la deuda griega (en % del PIB)**

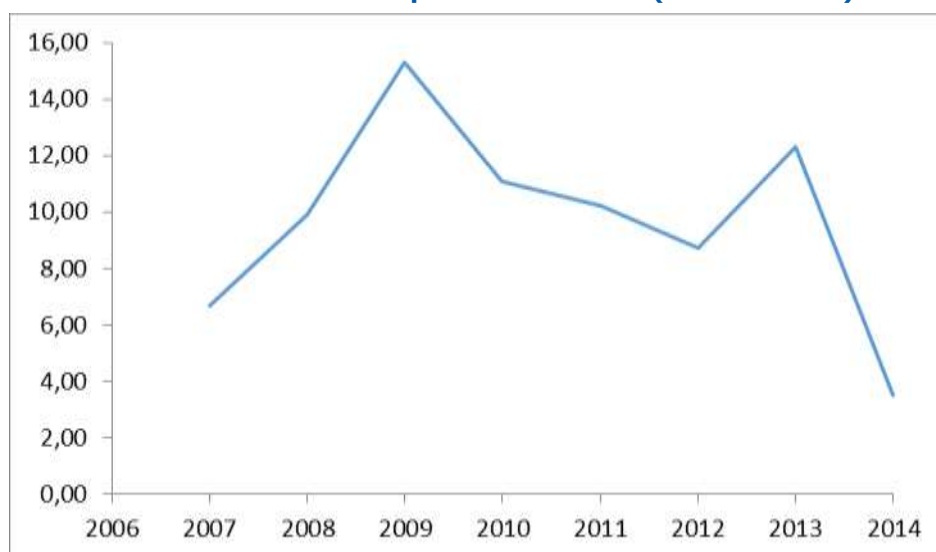


Fuente: Eurostat. Elaboración propia

<sup>2</sup> Grecia consiguió que se le levantara el procedimiento de déficit público excesivo que recaía sobre el país sin haber rebajado realmente su déficit hasta el nivel exigido del 3 % (en realidad en 2000 fue del 4,1 % y en 2001 del 3,7 % como acabó reconociendo en 2004).

Figura 2

**Evolución del déficit público en Grecia (en % del PIB)**



Fuente: Eurostat. Elaboración propia

La puntilla final a esta situación fue la bajada de calificación al nivel de bonos basura (BB+) realizada para la deuda griega por Standard and Poor's el 27 de abril de 2010, que justificaba su pésima valoración en las nulas expectativas de crecimiento para la economía griega: no recuperaría su nivel de PIB de 2008 antes de 2017 y unas previsiones de crecimiento de la deuda hasta el 130 %. En definitiva, una catastrófica situación económica con el país heleno al borde la bancarrota.

El "Primer Rescate" estaba servido y el 2 de mayo de 2010 la Comisión Europea, el Banco Central Europeo y el Fondo Monetario Internacional, más tarde apodados como la Troika, respondieron a la crisis con el lanzamiento de un préstamo de rescate de 110 000 millones de euros (80.000 de los países europeos y 30.000 del organismo internacional, de los cuales 45.000 eran de entrega inmediata) para sacar a Grecia del *default* soberano y cubrir sus necesidades financieras a lo largo de mayo de 2010 hasta junio de 2013, supeditada a la ejecución de medidas de austeridad, adopción de reformas estructurales y a la privatización de activos del Gobierno, que fueron siendo aprobadas poco a poco por el Parlamento griego y que provocó hasta ocho huelgas generales y un descontento popular creciente ante los duros sacrificios que se le exigía en este rescate.

En concreto, el ajuste que aprobó el gobierno griego conllevó las siguientes medidas: una reducción del gasto público por la vía de congelar los salarios de los funcionarios durante al menos tres años y de suprimir pagas extras; suspensión de la contratación de nuevos empleados públicos; eliminación de las pagas extras para los



pensionistas por arriba de los 2.500 euros mensuales; establecimiento de una edad mínima de jubilación en los 60 años y una nueva forma de calcular la cuantía de la prestación de acuerdo con toda la vida laboral; implantación de una reforma laboral con liberalización de reglamentaciones gremiales y rebajas la indemnización por despido; subida del IVA hasta el 23%; aumento del 10 % en los impuestos sobre el tabaco, el alcohol y los combustibles; creación de un tributo especial a las empresas con grandes beneficios; privatizaciones de empresas semipúblicas o públicas y liberalización de los sectores de la energía y el transporte; y, finalmente, reducción del número de municipios y entidades administrativas locales de 1.300 a 340 para ahorrar costes operativos.

La previsión del Gobierno griego era acabar ahorrando 30.000 millones de euros, el 11% de su PIB, para reducir su déficit público por debajo del actual 13,6 % al 3% en 2014, aunque a costa de una caída del PIB del 4 % en 2010; 2,6 % en 2011 para volver a crecer modestamente en 2010 (1,1 %). Las propias palabras del entonces primer ministro griego Yorgos Papandreu sirven muy bien para entender la magnitud del ajuste aprobado y el elevado coste social del mismo ante un volumen de deuda pública tan alto (300.000 millones de euros): “Los griegos deben elegir entre la catástrofe o el sacrificio para intentar recuperar la credibilidad internacional”.

Sin embargo, tan sólo un año más tarde la realidad demostraba que la evolución de la economía griega no era la prevista. La recesión empeoró y este hecho, conjuntamente con la aplicación retrasada por el Gobierno griego de las condiciones acordadas en el programa de rescate, acabó revelando la necesidad de que el país heleno recibiera un “Segundo Rescate” valorado en 130.000 millones de euros —incluyendo un paquete de recapitalización de los bancos por valor de 48 000 millones de euros—. Adicionalmente, se solicitó a todos los acreedores privados que tenían bonos griegos que firmaran un acuerdo de aceptación de vencimientos más largos, de menores tasas de interés y de una pérdida de valor nominal superior al 50 %.

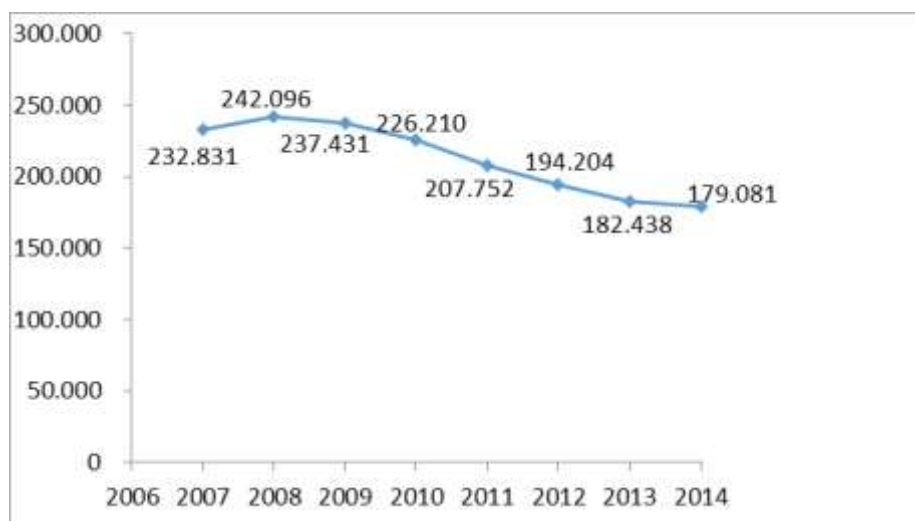
Este segundo programa de rescate fue aprobado por el Eurogrupo el 21 de julio de 2011, aunque no pudo concretarse finalmente hasta febrero de 2012, y en esencia venía a significar una extensión del primero. Ello significaba un desembolso total de 240 000 millones de euros, que serían transferidos en tramos regulares durante el período que iba de mayo de 2010 hasta diciembre de 2014. No obstante, el continuo agravamiento de la recesión y el retraso en la aplicación de las condiciones establecidas en este segundo rescate hizo que en diciembre de 2012 la Troika acordara proporcionar a Grecia una última ronda de ayudas para aliviar su creciente deuda, complementada con la ampliación del apoyo del FMI con un desembolso adicional de un préstamo de 8.200 millones de euros a transferir durante el período comprendido entre enero de 2015 y marzo de 2016.

La leve mejoría de la economía griega en los meses siguientes, con la desaparición de la recesión y una moderada disminución de la tasa de desempleo acabó siendo un efímero espejismo. De hecho, el último trimestre de 2014 ratificó el inicio de una nueva recesión, que para muchos analistas fue la causa última de la nueva convocatoria de elecciones anticipadas para diciembre de 2014 con el resultado de la llegada al poder de los grupos más contrarios a las duras condiciones impuestas por la Troika, especialmente Syriza (ver figura 3).

La formación de un Gobierno liderado por Syriza, cuyo punto central del programa era no respetar los términos de los rescates acordados, llevó a una situación de incertidumbre política que provocó una renovada y cada vez más creciente crisis de liquidez, tanto para las arcas públicas como para el sistema financiero griego. El resultado fue una severa caída de precios de las acciones en la Bolsa de Atenas, mientras que las tasas de interés para los bonos griegos en el mercado de préstamos privado se dispararon a unos tipos tan altos que una vez más se convirtió en una fuente de financiación alternativa inaccesible.

Figura 3

**Evolución del PIB de Grecia (en millones de euros)**



Fuente: Eurostat. Elaboración propia

El clima de confrontación con las autoridades europeas fue la tónica de los meses anteriores al "Tercer Rescate", pese a que inicialmente el Eurogrupo concedió un período de cuatro meses de extensión técnica adicional al segundo programa de rescate acordado; aceptando las condiciones de pago vinculadas a que el último tramo del rescate se renegociaría con el nuevo gobierno antes de finales de abril, para que la revisión y la última transferencia financiera pudiera ser completada antes de finales de junio de 2015.

La seria amenaza de *default*, que inevitablemente implicaría la aplicación de controles de capital para evitar un colapso del sector bancario, y que podría incluso suponer la salida de la zona euro debido a las crecientes restricciones de liquidez para realizar el pago continuado de pensiones públicas y salarios en euros (el denominado *Grexit*), llevó al gobierno de Tsipras a hacer intentos de alcanzar un nuevo acuerdo de rescate a lo largo del mes de junio de 2015.

La declaración de Tsipras el 27 de junio de la aplicación de un corralito bancario y otras medidas de control de capitales para evitar una retirada masiva de depósitos y la realización de un referéndum a celebrar el 5 de julio de 2015 para aprobar o rechazar el resultado alcanzado de la negociación preliminar —la última contrapropuesta presentada y ofrecida por la Troika el 25 de junio—supuso la ruptura de las negociaciones; máxime cuando el propio gobierno señaló que haría campaña a favor del rechazo de las nuevas condiciones, mientras que cuatro partidos de la oposición (PASOK, To Potami, KIDISO y Nueva Democracia) objetaron sin éxito la convocatoria para el referéndum propuesto por inconstitucional y pedían su no celebración. Finalmente, el referéndum se realizó en la fecha prevista dando como resultado un rotundo rechazo popular a las condiciones del rescate propuesto por la Comisión Europea, el FMI y el BCE.

Se abría un período de incertidumbre del que a la vista de lo sucedido no puede decirse que la “pirueta” del referéndum fuera una jugada necesaria, pues su efecto como apuntaremos a continuación no ha resultado positivo para el país heleno, máxime si tenemos en cuenta las condiciones del nuevo rescate. De hecho, el Eurogrupo ya había notificado en el ínterin de este proceso al gobierno griego que el “Segundo Rescate” expiraba el 30 de junio, por lo que si no se actualizaban los términos dentro de este plazo o se acordaban nuevos términos de mutuo acuerdo, sería demasiado tarde para Grecia organizar un referéndum sobre términos actualizados cinco días después de su expiración.

Luego del referéndum, el Gobierno griego solicitó formalmente una ayuda urgente del Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEEF), imprescindible para poder hacer pagos comprometidos, y presentó al Parlamento una propuesta de reformas tributarias y ajustes al gasto gubernamental. El 13 de julio, los jefes de Estado y de Gobierno de la zona euro acordaron la puesta en marcha de la negociación del “Tercer Rescate”, frente a la amenaza del *Grexit*, pero imponiendo unas condiciones de recortes y reformas mucho más exigentes que las rechazadas en el referéndum. De hecho, el primer paquete de reformas se aprobó el 15 de julio en el Parlamento heleno, con el respaldo de la oposición y el voto en contra de varios diputados disidentes de Syriza, algunos de ellos miembros incluso del gobierno de Tsipras.

La cadena de acontecimientos resultó vertiginosa. Así el 16 de julio de 2015, el Eurogrupo dio su visto bueno formal a la negociación de este nuevo rescate; un día después los países de la UE aprobaron una financiación de urgencia de 7160 millones a través del MEEF y Tsipras realizó cambios en su gabinete, destituyendo a los ministros y viceministros que votaron contra el rescate. El 22 de julio, el Parlamento griego aprobó el segundo paquete de reformas, en cumplimiento de las condiciones que permitieron que el 28 de julio se iniciara formalmente la negociación del tercer rescate, que culminaron en la primera quincena de agosto con un nuevo programa de asistencia financiera de 86.000 millones de euros y tres años de duración, para evitar la quiebra del país y la salida del euro.

El devenir de este rescate y las vicisitudes políticas por las que Grecia va a pasar en el transcurso de estos próximos meses con los más que severos sacrificios económicos y los fuertes costes sociales que implican estos nuevos ajustes delimitan un futuro difícilmente previsible, en el que no está nada claro si Tsipras va a ser capaz de manejar políticamente la situación. De hecho, no sería extraño que se viera obligado a la dimisión y que todo tuviera que volver a empezar o a terminar sucediendo el tan temido *Grexit* por sus negativas consecuencias sobre el euro. De aquí que en los apartados siguientes se muestre lo acaecido en Argentina en los primeros años de este siglo como un ejemplo de lo que no debe hacerse y que consecuencias pueden sacarse de esta experiencia.

### **3. ARGENTINA EN EL PERÍODO 2001-2003: LA CRISIS POLÍTICA, EL DETERIORO MACROECONÓMICO Y EL ABANDONO DE LA CONVERTIBILIDAD.**

**E**n Argentina existe un consenso generalizado entre los economistas para definir a la crisis que sufrió el país en Diciembre del 2001 como un fenómeno de profunda raíz política, sin dejar de considerar que la vulnerabilidad de la economía a los shocks externos como el comportamiento y/o tendencias observadas en algunas variables reales domésticas ocuparon un rol importante aunque, en nuestra firme convicción, secundario a la hora de explicar la naturaleza del fenómeno en cuestión.

Este contexto que, temporalmente, implicó la saturación de un modelo de acumulación de poder político basado en el crecimiento del gasto público como instrumento de seducción del electorado, financiado con inflación en los años '70 y '80 y con endeudamiento externo en los '90, vuelve a repetirse en la actualidad, muy a pesar de la sociedad argentina.

Como tantas otras veces en la historia del país, los argentinos acaban mostrando una tendencia natural a pendular entre posturas ideológicas y políticas opuestas. Así, cuando los inconvenientes tanto previsibles como de respuesta a la ocurrencia de shocks externos producidos por la Convertibilidad<sup>3</sup> aparecieron, la misma fue brutalmente atacada y expuesta como la causa de todos los males del país, olvidándolos grandes logros, avances y éxitos que el país había conseguido en la última década del Siglo XX. Todo ello sin desconocer que la misma requería de enormes esfuerzos hacia el futuro para que pudiera ser sostenida técnicamente y legitimada en términos políticos y sociales.

En lugar de encarar una profunda depuración y transformación del sistema político, causa central del problema socioeconómico del país para corregir así los desvíos no deseados de la política económica en curso y amortiguar sus consecuencias, ciertos estamentos del poder político y económico argentino se aglutinaron en la defensa de sus propios intereses y en contra de los del resto del país. En sus once años de vida, la Convertibilidad había recibido embates muy fuertes pero ninguno como el que recibió a en los últimos meses de 2001. La suerte estaba ya echada y el abandono de la regla cambiaria -que acabó siendo mucho más que eso- se hizo realidad en los primeros días del año 2002, tras la subida al poder de Eduardo Duhalde como Presidente del país.

Los antecedentes políticos de la crisis pueden remontarse hacia principios de 1998, con la pugna interna en el seno del Partido Justicialista (PJ) -que gobernaba el país bajo la Presidencia de Carlos Menem- para definir su candidato presidencial, de cara a las elecciones generales de 1999. El intento de Menem por una tercera re-elección colisionó con las aspiraciones del Gobernador de la Provincia de Buenos Aires, Eduardo Duhalde, quien para esa época ya representaba un esquema de sustentación político y económico distinto al de Carlos Menem y comenzaba, desde el interior de peronismo, a pugnar por una salida -sin decir cómo- de la Convertibilidad.

A pesar que Eduardo Duhalde logró convertirse en el candidato oficial del peronismo para dichas elecciones, no consiguió imponer electoralmente esa propuesta porque la sociedad votó, mayoritariamente, mantener el status quo cambiario y, por ende, económico al apoyar a la oposición peronista, representada por la denominada Alianza por el Trabajo, la Justicia y la Educación -acuerdo electoral entre la Unión Cívica Radical (UCR) y el denominado Frente País Solidario (FREPASO)<sup>4</sup>-.

---

<sup>3</sup> En términos muy sintéticos, la Convertibilidad consistió en ligar por ley el peso al dólar norteamericano en una paridad de 1 a 1; lo que técnicamente se denomina una caja de conversión (*currency board*), aunque como expondremos más adelante tenía sus particularidades.

<sup>4</sup> Confederación de partidos políticos constituida en 1994 por el Frente Grande, el partido PAIS (Política Abierta para la Integridad Social, la Unidad Socialista

Esta situación impide a Duhalde acceder a la Presidencia del país por la vía electoral, pero el acontecimiento intensifica y demarca la división en el seno del PJ peronista. El 10 de Diciembre de 1999 Carlos Menem le transfiere anticipadamente el Gobierno -y la disputa de poderes- al candidato electo, Fernando De la Rúa quien no podría superar después las guerras internas en el seno de la propia coalición gobernante, la antes citada Alianza. De hecho, en el inicio de su gestión se acentúan los primeros síntomas de los problemas graves que desde el punto de vista macroeconómico ya presentaba la Convertibilidad desde los últimos meses de ese año. Problemas que muchos vinculan con la secuencia de crisis mundiales que se sucedieron en los últimos años de dicha década y que, al estar la economía argentina muy expuesta al contexto internacional acaban impactándola.

Los problemas de convivencia política en el seno de la Alianza se materializan más tarde con la renuncia del Vicepresidente Carlos Álvarez en Octubre del 2000, a raíz de un agudo escándalo por presunta corrupción en el tratamiento de una ley de reforma laboral en el Congreso de la Nación. Tras la renuncia de Álvarez, la crisis de credibilidad sobre el mantenimiento de la Convertibilidad sufrió una aceleración ya que la UCR sufrió el alejamiento del FREPASO, con pérdida de apoyo al Presidente De la Rúa y la consiguiente erosión de la capacidad de gestión del Gobierno.

Sin embargo, no todas eran malas noticias para el país y, en particular, para el Gobierno. En diciembre del año 2000, Argentina tuvo acceso a un paquete de financiación externa excepcional, liderado por el Fondo Monetario Internacional (FMI), por un total de 39.200 millones de dólares. Con esos fondos -que la prensa denominó como "blindaje"<sup>5</sup>- la Argentina podía financiar casi el 90% de los pagos totales de la deuda del 2001 y un poco más del 70% de los vencimientos estimados para el año 2002. En el mismo 2001 vencían 25.000 millones de dólares, de los cuales 9.700 millones de dólares iban a ser aportados en varios tramos a lo largo de dicho año por el FMI, el Banco Mundial, el BID y el Tesoro de España. El resto se cubría por las Administradoras de Fondos de Jubilación y Pensión (AFJP) y por un Comité de Bancos Locales, a la tasa de interés vigente en el momento de cada operación. Los vencimientos restantes y los de corto plazo iban a ser cubiertos con otros créditos domésticos y/o externos.

Con el inicio del 2001, el FMI, los bancos internacionales y el Gobierno de España hicieron los primeros desembolsos. Pero ya a fines de febrero los mercados externos comenzaron a endurecer el acceso voluntario de Argentina al mercado de bonos porque el déficit fiscal se

---

integrada por los partidos Socialista Popular y Socialista Democrático, y el Partido Demócrata Cristiano.

<sup>5</sup> La instrumentación de esta operación se sustenta en la creencia de que asegurado el financiamiento de las necesidades de deuda en el corto plazo a tasas razonables, el país ganaba tiempo para reencauzar la situación macroeconómica sin restricciones acuciantes de fondos.



acentuó, arrastrando al alza a la prima de riesgo-país y acentuando la caída en el crecimiento del PIB, como puede observarse en los siguientes figuras. La situación imperante termina la gestión de Ricardo López Murphy como Ministro de Economía en Marzo de dicho año y a tan solo dos semanas de haber asumido el cargo tras la gestión anterior de José Luis Machinea. A su vez, la mayor carga financiera que generaba tanto el rescate de deuda vieja como la colocación de la nueva agravó el desequilibrio fiscal, retroalimentando el riesgo- país y éste, a su vez, al déficit público.

Tras un marcado proceso de erosión de su caudal político, el Presidente Fernando De la Rúa instrumenta el ingreso de Domingo Cavallo al Gobierno al frente del Ministerio de Economía en Marzo del 2001. Cavallo había sido quien exitosamente había instrumentado el Plan de Convertibilidad 10 años antes y ese capital político era clave para su reingreso a la Administración Central. Este cambio fue el último intento del Presidente De la Rúa por mantener el poder, diversificando -en vano- la búsqueda del consenso y la legitimidad social perdida. Muchos pensaron que Cavallo iba a ser el "Jefe de Gobierno" y Fernando De la Rúa el "Jefe de Estado", a la usanza de los regímenes parlamentarios europeos. De ser esto posible, el nuevo contexto político configuraría un verdadero cambio de régimen político que podría acabar generando nuevas expectativas (positivas) sobre la base del poder real para generar consensos que favorecieran la gobernabilidad del país, que era lo que políticamente todos los analistas consideraban como un prerrequisito para salir de las situaciones de fuerte tensión económica y social como las que estaba viviendo el país.

Cuando Cavallo asume la dirección económica del país barajaba la siguiente hipótesis: a través de su gran prestigio y su enorme fuerza de trabajo y convicción, pensaba que iba a contribuir a generar el cambio de régimen político, en la mitad de la trayectoria del Gobierno aliancista, capaz de vencer el alto desempleo, la caída del PIB, el aumento de la prima riesgo-país, etc., todas variables cuya performance negativa no tenían muchos antecedentes en la historia económica nacional reciente. Cavallo creía que él mismo podía regenerar las condiciones para instalar (y no despilfarrar) un programa macroeconómico coherente en el largo plazo para la economía, de acuerdo con el contexto internacional que Argentina enfrentaba.

Los cambios de política económica que se suceden a partir de entonces, en un intento de Domingo Cavallo por dinamizar la economía, como la Convertibilidad ampliada al Euro<sup>6</sup>, los planes de competitividad

---

<sup>6</sup> En un intento por tornar a la política económica más activa -dentro de los estrictos márgenes brindados por la Convertibilidad- Domingo Cavallo, en la opinión de muchos economistas y politólogos, sobreestimó su propia capacidad para cambiar las expectativas y, a la par, fue cometiendo errores. Inoportunamente incorporó el euro a la Convertibilidad (el nuevo tipo de cambio fijo nominal incluía tanto al dólar como el euro, con una ponderación del 50% para cada uno de ellos). Esta decisión que, técnicamente podría

sectorial, el alejamiento (provocado por el mismo Cavallo) del Presidente del BCRA, Pedro Pou, y el "megacanje"<sup>7</sup> de la deuda pública posterior- por encima del escaso margen de maniobra que le brindaba la baja cuota de poder real del Presidente De la Rúa, no generaron los efectos esperados. Si a esto se le suma que para agosto de dicho año se cierra el financiamiento internacional del sector público, agudizado por el tramo de 1.260 millones de dólares que el FMI se negó a desembolsar (más un monto similar para Noviembre del mismo año, en el marco del blindaje financiero antes mencionado), más otros de 850 millones de dólares del BID y de 170 millones de dólares de España que no ingresaron a las arcas públicas, el Gobierno comenzó a incentivar -compulsivamente- la financiación del déficit público vía los bancos locales y las AFJP's (Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones)<sup>8</sup>.

Cuando los agentes comienzan a descontar la insolvencia del Estado se acelera exponencialmente la crisis bancaria que ya estaba en gestación, por la alta exposición de los bancos en títulos públicos -ahora con probabilidades elevadas de entrar en default-, obligando al Gobierno a la instalación del denominado "corralito" el 3 de Diciembre del 2001, que comentamos en el siguiente apartado.

---

considerarse como correcta para la determinación del tipo de cambio real a largo plazo, acabó generando incertidumbre y, para muchos, lo que realmente presagiaba era una pronta salida de la Convertibilidad.

Adicionalmente, la incorporación de euro obligó la implementación del denominado *Factor de Empalme*, que cubría la diferencia entre la antigua y la nueva conformación del tipo de cambio nominal. Por otro lado, la obligada salida de Pedro Pou del Banco Central (BCRA), uno de los mejores presidentes de la máxima autoridad monetaria desde su creación, generó la sensación de que se retornaba a un Banco Central dependiente del poder político. Es discutible también si fue acertada la promoción de los tan publicitados planes de competitividad sectorial y el establecimiento de tributos sobre los débitos y créditos bancarios; actuaciones que deben interpretarse en el fondo como una forma de recaudar recursos con apremiante necesidad.

<sup>7</sup> El "megacanje" de la deuda implicaba el canje de bonos viejos por nuevos por cerca de 50.000 millones de dólares, operación que permitía postergar, al elevado costo del 15% anual, vencimientos de capital e intereses de la deuda entre los años el 2001 y 2005 por 16.000 millones de dólares, reduciendo igualmente, para el propio año 2001, necesidades de cobertura de financiamiento por 3.200 millones de dólares.

<sup>8</sup> Las AFJP eran empresas privadas, dedicadas a administrar los fondos generados con los aportes jubilatorios realizados por los trabajadores que optaran por ser incluidos en el régimen de capitalización individual establecido en 1993, por Menem. Fueron liquidadas en 2008 ante la situación de insolvencia que presentaban por el gobierno de Cristina Kirchner.



#### 4. EL "CORRALITO" DE DOMINGO CAVALLO: ¿CATALIZADOR O RECURSO DE ÚLTIMA INSTANCIA DE LA CRISIS?

La historia nacional ha definido al "corralito" impuesto por Domingo Cavallo como el "gatillo mediático" de la crisis aunque, como luego quedó demostrado por los hechos, la misma se había engendrado mucho antes y sólo necesitaba un catalizador para hacerse manifiesta. Esta medida le fue sugerida al Ministro de Economía por el economista americano Steve Hanke años antes, en Febrero de 1995<sup>9</sup>, cuando este último había sido asesor de Cavallo en su primera etapa como Ministro de Economía de la Nación y el país atravesaba los embates de la crisis mexicana (Diciembre de 1994), aunque no fue necesaria su instrumentación en esa oportunidad.

Para anestesiar la corrida contra los bancos, la medida implicaba la imposibilidad de extraer dinero en efectivo de las cajas de ahorro (depósitos con duración inferior a un mes) por encima de un monto mínimo (250 pesos por semana, equivalentes entonces a 250 dólares) por el término inicial de 90 días, Sin embargo, no se establecían restricciones al movimiento de dinero entre cuentas bancarias ni a la compraventa de bienes y/o servicios a través de tarjetas de créditos. Los depósitos a plazo fijo (con duración superior al mes) se mantuvieron inmovilizados en los bancos por el término temporal antes enunciado, dejándose para luego la renegociación de los contratos de depósitos entre los bancos y los particulares.

En este marco, el corralito implicó una suerte de suspensión parcial de la Convertibilidad de los depósitos, ampliamente experimentada en Estados Unidos durante el Siglo XIX y mucho antes de que la Reserva Federal fuera creada para ocupar el rol de prestamista de última instancia del sistema bancario americano. Por tal motivo, la idea no era nueva en sí misma, aunque sí original en términos de actualidad financiera para Argentina.

La imposición del corralito estuvo obviamente precedida no sólo del empeoramiento de las cuentas públicas, la anticipación del *default* y el cierre al financiamiento internacional, sino también de la erosión del monto de reservas del país. A lo largo del año 2001 Argentina perdió alrededor de 10.000 millones de dólares (un poco más del 30% del stock de reservas internacionales totales del BCRA existentes a principios del 2001) y ello implicó una fuerte contracción de los medios

---

<sup>9</sup> Esta información le fue conferida a uno de los autores del presente trabajo, Flavio Buchieri, por el mismo Domingo Cavallo en un encuentro personal ocurrido un par de años después al momento de la implementación de dicha medida.

de pagos de la sociedad, con lo cual el sistema financiero se había acabado debilitando progresivamente<sup>10</sup>.

Los factores expuestos permiten visualizar que, hacia inicios de Diciembre del 2001, las expectativas de una insolvencia del sistema bancario -dadas por la anticipación de la quiebra del Sector Público- se acentuaban. En este contexto, dos bancos privados -el Banco de Galicia, la entidad privada más grande del país y de capital nacional, y el Banco Credicoop, un banco de capital cooperativo- junto al Banco de la Provincia de Buenos Aires -el segundo banco público más grande luego del Banco Nación-, que tenían todos ellos una alta exposición de su cartera activa en títulos públicos, comenzaron a sufrir una fuerte corrida contra sus depósitos.

La corrida bancaria debía ser detenida porque el Banco Central se encontraba próximo a no poder sostener la Caja de Conversión ya que la misma, pese a no ser del todo ortodoxa y permitir dotar al sistema de un acotado margen para emitir crédito interno, eliminaba la posibilidad de que el Banco Central pudiese emitir moneda para actuar como prestamista de última instancia<sup>11</sup>. A lo anterior hay que sumarle el hecho que las operaciones de seguro contratadas con el exterior -operaciones de REPO´s- resultaron ser insuficientes para frenar la corrida por la elevada magnitud de los fondos que se necesitaban. Por otro lado, los bancos que no tenían problemas de iliquidez -como los bancos de capital internacional casos del Boston y del Citibank- no estaban dispuestos a cubrir a los que se encontraban en la situación contraria, negándose a suplir el rol de prestamista de última instancia del Banco Central aunque con fondos privados. El sistema bancario comenzaba a anticipar la crisis política que se estaba incubando y, por ende, incluso podría pensarse que comenzaron a cubrirse contra la misma acumulando liquidez.

El análisis de la conveniencia de la implementación del corralito se contrapuso con la evaluación de otra alternativa para estabilizar al sistema bancario y detener la corrida contra los depósitos. Esta última se basaba en que la corrida podía ser detenida si se accedía a que el sistema "se corrigiera por sí sólo", esto es, permitir que éste se ajustara vía los bancos más grandes -en este caso, de capital internacional- absorbiendo a los bancos en problemas -los locales-. Dado que el BCRA estaba inutilizado para operar en esas circunstancias tanto por razones operativas como de restricciones impuestas por la misma Ley de Convertibilidad, la alternativa elegida terminó siendo la propuesta de Hanke porque, para el Gobierno, era la que menores costos tenía en

<sup>10</sup> Algunos economistas como Jorge Ávila y Carlos Rodríguez, entre otros, consideran como muy importante la responsabilidad de Domingo Cavallo por agudizar el contexto previo que dio origen a la aceleración de la crisis bancaria en Diciembre de dicho año.

<sup>11</sup> Véase Buchieri (2012), donde se analiza ampliamente la Caja de Conversión en Argentina en los años '90, así como como las crisis que atravesó el sistema bancario.

términos políticos. Los bancos -en particular, los extranjeros- ya habían comenzado a ser presas de la prédica anti-modelo y eran expuestos como los grandes ganadores de la Convertibilidad, responsabilizados al mismo tiempo por haber canalizado y fomentado la fuga de capitales al exterior.

Como se expuso antes brevemente, la idea del corralito era congelar la devolución total de los depósitos, manteniendo la denominación de los mismos en la moneda de origen y permitiendo el libre funcionamiento de los fondos atrapados dentro del sistema bancario para efectuar transacciones. Implicaba, al mismo tiempo, una virtual dolarización de los depósitos y préstamos de los bancos y se constituyó en un verdadero control de cambios por 90 días. En ese marco, todo uso de los fondos vía el sistema financiero -sin salir del mismo- se podía canalizar sin inconvenientes. Sin embargo, se presentaron algunos problemas técnicos iniciales de bancarización. No estaba muy difundido en ese momento (quince años atrás) el pago con tarjeta de débito, tanto entre las empresas como entre los consumidores. Esto fue visto como una dificultad importante (y una crítica para los gestores de la política económica, por no inducir su uso con anterioridad, sobre todo los que actuaron en la época de bonanza de la Convertibilidad). El tiempo que se suponía iba a demandar la habilitación de los equipos que posibilitaran al uso de los fondos se le consideró como un ralentizador inicial de las transacciones. Pero la medida tendía a bancarizar a las empresas y a la gente, y esto era - todavía lo sigue siendo- muy eficiente en la lucha contra la evasión fiscal, un auténtico flagelo de la economía argentina.

¿Qué iba a pasar el día 91, cuando el corralito hubiera desaparecido? Algunos dirigentes políticos, constructores supuestamente de mejoras de las expectativas de la sociedad, habían manifestado que esto no iba a ser transitorio y que implicaba una verdadera restricción a los derechos de los ciudadanos. Estos discursos no anticiparon la generación del ambiente propicio para la recuperación y superación de las situaciones restrictivas que las medidas de Domingo Cavallo implicaban.

Por su parte, el Ministro anticipaba que si la segunda etapa (Fase II) del canje de la deuda pública, a nivel internacional, arrojaba resultados satisfactorios (la primera etapa -Fase I- había permitido canjear un stock de bonos públicos por casi 50.000 millones de dólares con una quita en el valor presente de la misma del 50%), las tensiones de liquidez en el sistema financiero se disiparían. En ese marco, sólo era necesario suponer que los agentes más informados del sistema financiero creyeran que el sistema se había sido tranquilizado con las medidas de dolarización y de control, y que a la par hubiese comenzado a mejorar la solvencia inter-temporal del Estado.

De hecho, a mediados de diciembre del 2001, el corralito había detenido la erosión que las reservas internacionales padecían desde marzo del 2001, pero el problema entonces era más político que económico,

porque la no explosión del esquema dependía del grado de traumatismo que internamente se tolerase cuando se blanquera el sector informal. Si su grado era bajo, la recuperación de la recaudación generaría un círculo virtuoso, acompañado por el éxito de la reprogramación de la Deuda en la Fase II, con lo cual, el reciclado de las expectativas de forma positiva era posible, dando lugar a un potencial sendero de nuevo de crecimiento y a la superación del "corsé" financiero impuesto por el mismo corralito. Para el largo plazo, quedaban, sin embargo, dos interrogantes claves: cómo se iban a rediseñar los incentivos que afectaban al sector político para la construcción del poder electoral; y, cómo se generaba productividad para conquistar mercados.

A pesar de la lógica esperada y anunciada por la implementación de la medida, el malestar general comenzó a crecer, precipitando los conocidos sucesos y agitaciones sociales del 20 de diciembre de 2001, que ocasionaron la pérdida total del poder de De la Rúa. El Presidente quedó entonces aislado, siendo abandonado por gran parte de la oposición que rehusó brindar colaboración para la conformación de una suerte de co-gobierno ante un pedido desesperado por parte del Poder Ejecutivo Nacional. Al día siguiente, De la Rúa y su gabinete ministerial presentaron su renuncia.

Se produce así el recambio del poder y el paso de varios Presidentes al frente del país por cortos períodos de tiempo, hasta que la situación política se estabiliza con la nominación de Eduardo Duhalde como Primer Mandatario de la Nación, ya al cierre de ese año. El 2002 se inicia así en medio de grandes turbulencias económicas, políticas, sociales e institucionales.

En todo este contexto juega, en forma importante, la debilidad del Gobierno de Fernando De la Rúa. La mayoría de los analistas políticos cree que la misma se debió a los gruesos errores políticos que cometió el Presidente, tales como la fuerte competencia interna con el Jefe de Gabinete de Ministros, Rodolfo Terragno; la inducción de la renuncia del Vicepresidente Carlos Álvarez y el no llamado a elecciones para cubrir posteriormente su cargo; el no apoyo al programa de reducción acotada del Gasto Público de López Murphy, y la expulsión del Presidente del BCRA, Pedro Pou, ya con Domingo Cavallo en el Poder, entre otros). Todo lo anterior más los hostigamientos continuos de importantes integrantes de la Alianza –coalición gobernante- a la política instrumentada y de la acción desestabilizadora de opositores de peso, como el Gobernador de Buenos Aires, Carlos Ruckauf y del sindicalista Hugo Moyano -que vociferaban la necesidad de la renuncia presidencial desde el inicio de su mandato- y hasta de Eduardo Duhalde, posterior sucesor en la presidencia, quien anticipaba en Estados Unidos el recambio del poder a fines del 2001 a través de la grave crisis institucional que luego sobrevendría.

La renuncia de Fernando De la Rúa tuvo, a la par, una inducción desde la disputa ideológica que supuestos sectores progresistas de la política

nacional (la doble línea Alfonsín-Moreau de la UCR, por un lado, como de Ruckauf-Duhalde del PJ, por el otro) mantuvieron contra el modelo económico instaurado en los años 90 del siglo pasado. Aunque, claro está, algunos de sus oponentes fueron grandes beneficiarios, cuando la oportunidad lo ameritó, de ese modelo que luego denostarían como fueron, precisamente, Eduardo Duhalde y Carlos Ruckauf, ambos fueron Vicepresidente con Carlos Menem. Fue así como esos sectores denominados progresistas clamaron por la salida de la Convertibilidad y, con ella la devaluación, la licuación de salarios, y todo lo que vendría después.

Lejos estaban la mayoría de los argentinos de imaginar la llegada de los brutales acontecimientos del 20 de diciembre del 2001 en adelante, que ocasionó no sólo la caída del Gobierno de De la Rúa -y la pérdida en vidas humanas que la revuelta social, alimentada desde ciertos sectores del poder político, generó- sino la seguidilla de gobiernos interinos y la asunción final de Eduardo Duhalde como Presidente del país así como el abandono de la Convertibilidad, la fuerte devaluación del peso y el *default* de los compromisos del país. Así empezó la sociedad argentina el 2002, quizás el año más difícil en la historia reciente del país.

## 5. EXPLICACIÓN DEL MODELO ECONOMÉTRICO Y TÉCNICA DE ESTIMACIÓN

**E**l default de la deuda pública externa, declarado por el Presidente Adolfo Rodríguez Saá hacia fines del 2001 y aclamado con euforia por la Asamblea Legislativa, fue el primer gran hito en el proceso de destrucción de reglas de juego y alejamiento de las relaciones financieras del país con el resto del mundo. Este proceso fue ratificado por el sucesor de Rodríguez Saá, el Senador Eduardo Duhalde ya en 2002, impidiendo así continuar con la renegociación de la deuda que había sido iniciado a principios de diciembre del año anterior por Domingo Cavallo, de la cual ya se había concretado un tramo de 50.000 millones de dólares y se tenían las condiciones favorables para encarar un segundo tramo por otro monto similar.

La llegada de Duhalde al poder implicó el abandono oficial de la Convertibilidad el 3 de enero del 2002. Su Ministro de Economía, Jorge Remes Lenicov, devaluó oficialmente el peso un 40% y situó a la moneda argentina bajo un régimen cambiario de flotación. Obviamente, la salida de la caja de conversión fue traumática para el país porque dicha flotación se produjo sin un conjunto de medidas que brindara alguna referencia para el público a la hora de estimar el comportamiento probable de las principales variables económicas que, con el abandono de la paridad "uno a uno" quedaban, sin un anclaje determinado con el dólar.

Esas medidas estaban vinculadas con el tratamiento que el país daría a sus compromisos externos, el rescate de las cuasi-monedas<sup>12</sup>, la determinación de los diversos cuadros tarifarios de los servicios públicos -medidos en dólares-, la política de emisión del BCRA y los niveles de déficit fiscal a ser establecidos por el Gobierno. Sin ser ninguna de ellos definidos, la incertidumbre in crescendo comenzaba a delinear el inicio del 2002.

¿Cuál era la lógica inicial que Duhalde había “comprado” de manos de su principal asesor económico, el industrial Ignacio de Mendiguren? Pues bien, el Gobierno esperaba que rápidamente la economía reaccionara favorablemente por el salto en el valor del dólar, básicamente los sectores de producción nacional -que habían sido perjudicados con la Convertibilidad- y los exportadores. Esto conduciría a una rápida generación de empleos y a la recuperación recaudatoria del sector público en su conjunto. Sin embargo, tras la devaluación la actividad económica cayó un 30% durante los primeros seis meses del 2002 y sólo mostró algún indicio alcista hacia fines de dicho año, que permitió al país recuperar parte de la caída inicial, para finalizar así el 2002 con una contracción para todo el año de cerca del 15%.

Avanzado el mes de enero, el Gobierno introdujo, para desdolarizar la economía y permitir que la devaluación tuviera algún efecto real al menos en el corto plazo, en primer lugar, la denominada pesificación asimétrica. Este esquema implicaba que un dólar debido al sistema financiero era una deuda con un valor de un peso, en tanto que un dólar debido por el sistema financiero equivalía a 1,4 pesos; descalzando así a los bancos. Luego, ambas pesificaciones fueron corregidas al alza incorporando el CER o coeficiente de ajuste por inflación. En segundo lugar, se permitía la flotación cambiaria con controles a los movimientos de capitales que, gracias a la perspectiva de insolvencia generalizada de los bancos por la pesificación asimétrica anterior y al retorno (a fecha) de los mecanismos de indexación para los créditos y deudas, inició el raid alcista del dólar. Ambas medidas implicaron de hecho una confiscación enorme a los depositantes (sin antecedentes en la historia económica argentina); una caída estrepitosa del salario real; y, una quita de deuda grotesca para ciertas empresas y medios de comunicación.

A la par, las autoridades decretaban la suspensión de los juicios ejecutivos contra los deudores (prestatarios del sistema). Esta concepción obviamente frenó al sistema bancario de aportar soluciones

---

<sup>12</sup> Este fue el nombre otorgado a los bonos emitidos en Argentina por el gobierno nacional (Lecop) y por quince gobiernos provinciales (el Patacón de la provincia de Buenos Aires fue el más importante en cuantía) durante 2001 y 2002, ante la escasez de pesos y que circularon de la misma forma que estos. Permitieron que el poder ejecutivo, nacional o provincial, pudiera seguir pagando sus obligaciones a la vez que sostenían parcialmente el consumo. Se extinguieron por completo reabsorbidas por los emisores a medida que la economía argentina fue saliendo de la crisis en los años siguientes.



y/o compromisos de sus casas centrales de cara a un panorama político y económico muy confuso, apostando -y dilatando la toma de decisiones- a la renovación política que finalmente se haría en 2003.

Como el corralito dejaba algún margen para la retirada de fondos, el Gobierno implementó más tarde lo que se denominó "corralón" que terminó siendo un cepo para los depósitos a plazo fijo en los mismo bancos en que estaban constituidos, para defensa de los bancos públicos -en especial, Nación, Provincia de Buenos Aires, Ciudad de Buenos Aires, Provincia de Córdoba, etc.-, como luego veremos. Esta medida profundizó el corralito y acentuó la debacle de la actividad económica, por la caída de la velocidad de circulación del dinero que aparejó. A fines de febrero se abrió transitoriamente, posibilitando el encauce de fondos depositados en la compra de ciertos bienes durables.

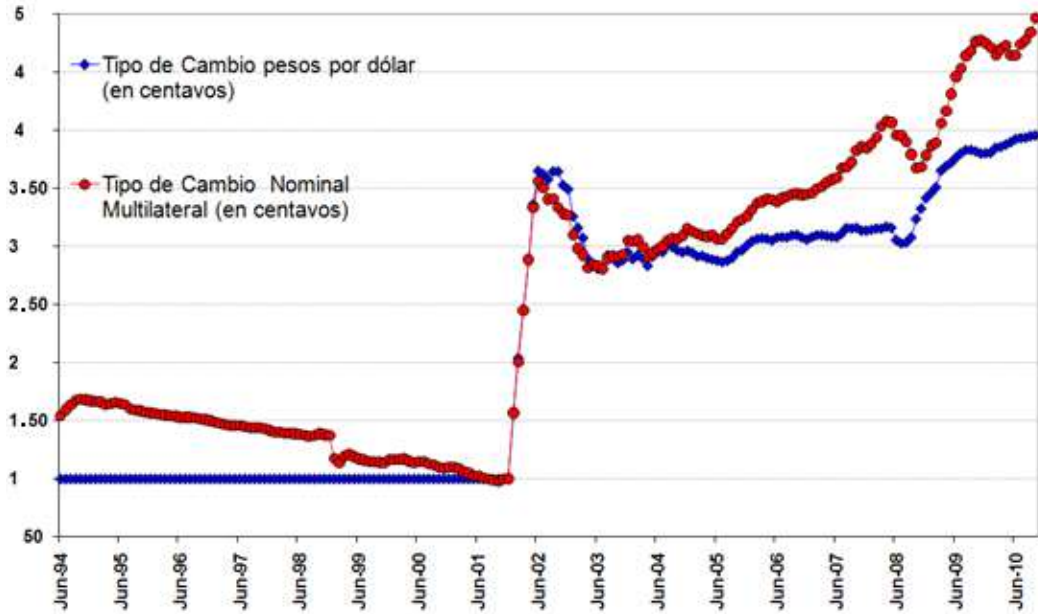
De forma resumida puede decirse que la batería de medidas que los mentores legislativos del "modelo productivista" implementaron, terminaron siendo, con la evolución de los acontecimientos y su impacto sobre la estructura económica y social del país, una suerte de frenos o compensaciones para evitar hacerse cargo de los costos políticos que la depreciación formidable de la nueva política económica traía sobre el peso (en su máxima llegó hasta el 300 %, cuando la cotización del dólar arañó los 4 pesos).

La figura 4 muestra tanto la evolución del tipo de cambio nominal tras la salida de la Convertibilidad, como la del tipo de cambio multilateral, que representa el valor de una cesta de dólares, euros, pesos chilenos, reales, pesos mejicanos, yuanes y yenes, en proporciones a las que en diciembre de 2001 también equivalían al valor de un dólar. Se observa el overshooting inicial para ambos tipos para luego, particularmente para primero, por la fuerte intervención ejercida por el BCRA-, mantenerse por bastante tiempo por debajo de los 3 pesos por unidad de dólar.

La figura 5 muestra la prima de riesgo-país de los bonos argentinos comparados con los americanos, en porcentaje, evidenciando el default de los compromisos de pagos en el que iba a caer Argentina.

Figura 4

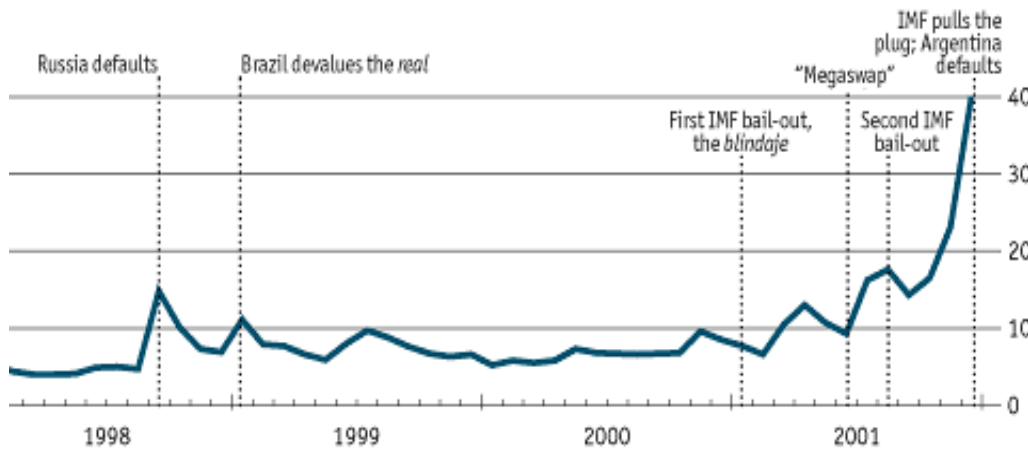
**Valor del Dólar, durante y post Convertibilidad.**



Fuente: Elaboración propia.

Figura 5

**Riesgo-País de Argentina.**



Fuente: <http://www.economist.com/node/3715779>.

Este contexto implicaba que los patrimonios de los agentes nacionales resultaban muy baratos para los extranjeros. Entonces en los procesos de arreglos de empresas deudoras (en riesgo de quiebra) con acreedores del extranjero, los legisladores pro Gobierno pretendían trabar la capitalización de deudas que pudiera devenir por la revalorización que había tenido el dólar. El argumento era que gran



parte del endeudamiento había sido producto de políticas subversivas, y esto estaba previsto en la ley de subversión. Para atemperar esto, el Poder Ejecutivo debió usar la facultad de veto. Adicionalmente, y para seguir acrecentando la inseguridad jurídica, se gestaron propuestas de leyes conducentes a impedir la venta de tierras a extranjeros.

## **6. LA EVOLUCIÓN DE LA MACRO: DEL “MIEDO A LA HIPERINFLACIÓN” AL “VERANITO” DE LAVAGNA.**

**A** pesar de las medidas antes enumeradas y que constituyeron el eje del proyecto del Gobierno de Eduardo Duhalde para desdolarizar la economía y anestesiar el caos económico y social que se había producido, el comportamiento observado en las principales variables macroeconómicas, tras la fuerte caída inicial producida fue mejor al que la mayoría de los analistas económicos esperaba. Y en esto es de destacar la “muñeca” política de Duhalde para contener la agitación social -la administración de la calle, como algunos comunicadores sociales y periodistas catalogaron después-<sup>13</sup>.

Es importante reseñar esta performance porque, con una economía dolarizada como la argentina, de altísima fragilidad financiera (por la magnitud del problema fiscal y la alta exposición de los activos bancarios en bonos públicos como pasivos en dólares), con un corralito establecido para paralizar la corrida a los depósitos, y estabilizada en el nivel de precios pero de intacta memoria inflacionaria, el escenario no era favorable a una devaluación. Los riesgos de hiperinflación, con la zaga de descalabro en el sistema de pagos de la sociedad y en el sector productivo, y de alteraciones en el valor de los patrimonios de empresas, bancos, familias y Estado, estaban presentes en el ambiente.

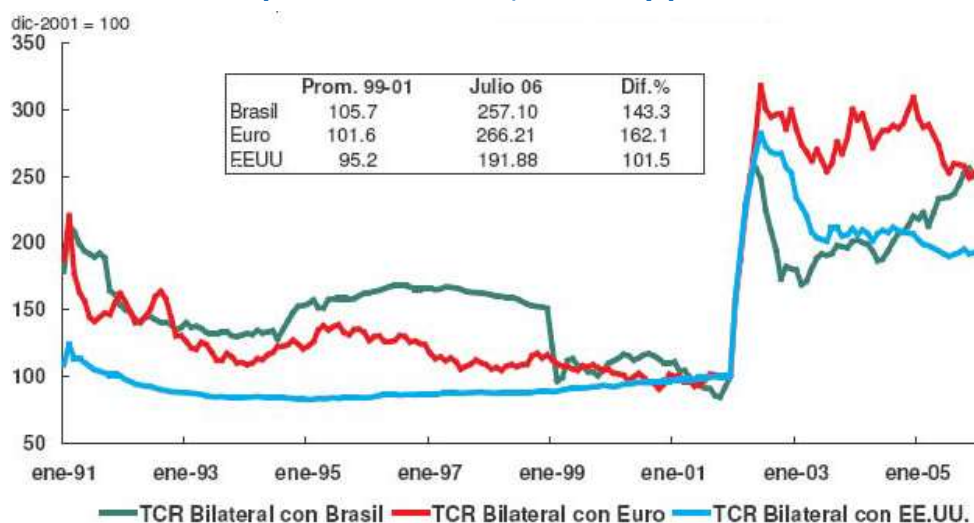
Sin embargo, el gran temor de la salida de la Convertibilidad no se produjo: una hiperinflación. Las expectativas de un rebrote inflacionario de magnitud que la no desdolarización inducía pudo ser revertida por la formidable restricción que significó el cepo a los depósitos no a la vista (el paso del corralito al corralón), que se produjo tras la llegada de Roberto Lavagna al Ministerio de Economía de la Nación luego de haber pasado el primer Cuatrimestre de la Administración Duhalde ya en el año 2002 (ver figura 6).

---

<sup>13</sup> En realidad, muchos analistas consideran que el ex presidente Duhalde, junto con el ex Vice-presidente Ruckauf, fueron los mentores de la .des-administración de la calle durante el mes de Diciembre del 2001, previo a la renuncia del Presidente Fernando De la Rúa.

Figura 6

**Evolución del Tipo de Cambio Real, durante y post Convertibilidad.**



Fuente: Fundecos (2006).

La incorporación de Roberto Lavagna demostró ser una buena decisión del Presidente Duhalde, pese al mal entendimiento que tenía con el Presidente del BCRA, Mario Blejer. Lavagna, con la finalidad de ir calmando las reclamaciones de los depositantes -que se hacían presente con amparos judiciales que comprometían el programa monetario del BCRA-, continuó analizando e implementando algunas salidas -por términos perentorios o por montos limitados- del corralón como las emisiones voluntarias de bonos públicos, que se podían comprar con depósitos acorralados reprogramados, más el inicio de conversaciones con los bancos privados para comenzar a analizar el resarcimiento por la pesificación asimétrica iniciada con bonos.

Estas medidas fueron gestando, desde el comienzo del segundo semestre de 2002, la paulatina mejora de las finanzas de los bancos. Los bonos voluntarios -aunque no tuvieron mucho éxito- fueron elementos de contrabalanceo para los particulares en las decisiones de recurrir al amparo judicial (a pesar que Blejer era más partidario de implementar una suerte de Plan Bonex<sup>14</sup> compulsivo).

Otro elemento favorable para que en el tercer trimestre del 2002 se revirtiera la caída en la actividad económica y que en el cuarto mostrara una tenue recuperación fue que el Gobierno supo dialogar y administrar con juegos estratégicos la conflictiva relación con la Corte Suprema de

<sup>14</sup> El Plan Bonex fue implementado a fines del primer semestre del año 1989 bajo el mandato del Presidente Carlos Menem. Consistió en un canje público forzoso de pasivos bancarios por bonos dolarizados a 10 años de vencimiento, a los fines de eliminar el enorme déficit cuasi-fiscal que generaban las políticas de esterilización monetaria que realizaba el BCRA.

Justicia, especialmente en lo relativo con el temido fallo de despesificación que, de suceder en ese primer semestre, podría haber puesto en estado de máxima incertidumbre jurídica todas las operaciones realizadas post- pesificación.

También ayudó a la mejoría final la sustitución de presidentes en el seno del BCRA. Primero Aldo Pignanelli sustituyó a Mario Blejer -aunque éste subsistió como asesor del primero-, manteniendo muchas diferencias con Roberto Lavagna, pero dentro de un tono aceptable. Cuando hacia diciembre las diferencias volvieron a ser muy significativas, el Presidente Duhalde nombró a Alfonso Prat Gay, de buena sintonía con el ministro Lavagna, como nuevo titular del BCRA.

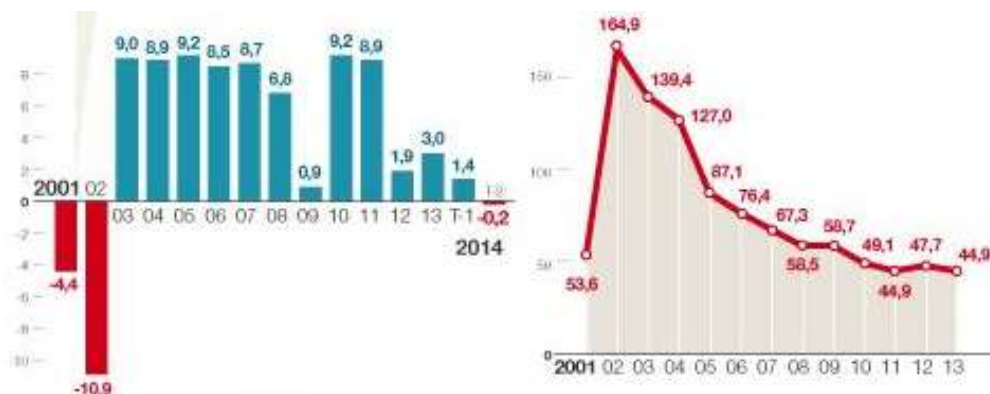
El año 2002 termina así con una caída final del 11% en el PIB (-30% en el sector industrial) y con el dólar cotizando en torno a los 3 pesos en promedio, observándose además un favorable cambio débil de tendencia en casi todos los indicadores económicos a partir de mediados del segundo semestre del 2002. Esa recuperación mostró básicamente la capacidad del Presidente Duhalde para contener los desbordes sociales, acorde con sus ambiciones políticas de mediano plazo, junto a un diseño de la nueva política económica anclada inicialmente en las restricciones financieras al movimiento de capitales más una ampliación del corralito en corralón -que permitieron secar de dólares la plaza local- además de una fuerte erosión en los salarios reales vía la devaluación del peso, que abarató los costos productivos e inicio una tenue reactivación de la industria y las exportaciones.

El costo de la salida elegida, sin embargo, se reflejó negativamente en el nivel de endeudamiento externo del país, que pasó del 53.6% en relación al PIB en 2001 a más del 150% en el 2002, ante la pesificación de la economía y su impacto sobre los balances de las entidades financieras, que debieron ser apoyados por bonos públicos para evitar su quiebra (ver figura 7). Esto fue lo que, en gran medida, condujo al canje de la deuda total con quita de capital que, declarada en forma unilateral a fines del 2001, pudo concretarse, con un grado importante de aceptación por parte de los acreedores, cuatro después (2005).

Adicionalmente, hay que reseñar que con las medidas tomadas se pudo mantener bajo control la inflación y estabilizar suavemente el tipo de cambio peso/ dólar. Inicialmente, y tras el overshooting del tipo de cambio nominal, la tasa de inflación alcanzó los dos dígitos en el año 2002, para luego converger a poco más del 3% a mediados de la década siguiente ya en el nuevo siglo. Sin embargo, es innegable el impacto que la salida de la Convertibilidad tuvo sobre el nivel de salarios reales promedios de la población. La fuerte alteración cambiaria y el resurgimiento de la inflación, en un contexto de salarios rígidos por obra y gracia del sindicalismo que sostenía al Gobierno de Duhalde implicó una pérdida real como se evidencia en la figura 8, situación que recién se superó cuatro años después al mismo tiempo que se retardaba su

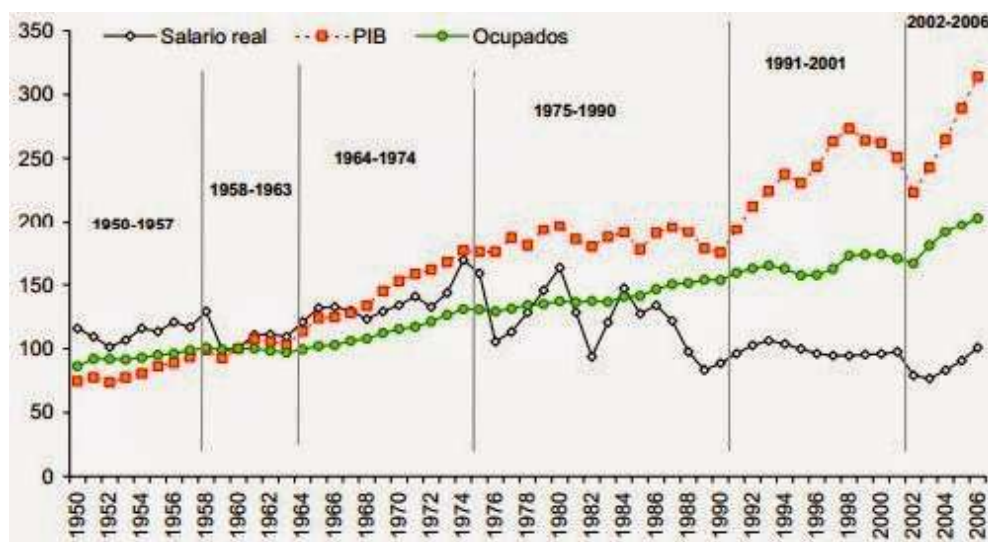
traslado al empleo dado por la importante caída en la actividad económica.

Figura 7  
**Crecimiento del PBI y Ratio Deuda Pública/PIB.**



Fuente: [www.lanacion.com.ar](http://www.lanacion.com.ar).

Figura 8  
**Evolución del Salario Real Promedio, Producción y Empleo.**  
**-Índice 1960=100-**



Fuente: [www.artepolitica.com](http://www.artepolitica.com).

El país inició su lenta marcha hacia el 2003, con un contexto económico bajo control que se convirtió en el prelude de las elecciones de mayo de dicho año. La macroeconomía jugó así a favor de los objetivos políticos de Eduardo Duhalde y su delfín, el Gobernador de la provincia de Santa

Cruz, Néstor Kirchner, que se convirtió en el próximo Presidente del país.

## **7. CONCLUSIONES FINALES: ARGENTINA Y GRECIA. DISTINTOS CAMINOS, ¿POR AHORA? ALGUNAS LECCIONES POR APRENDER.**

**G**recia se encuentra estructuralmente atravesando una situación general muy similar que la de Argentina a mediados del año 2000: un insostenible nivel de deuda pública, que plantea el dilema de cuándo realizar el cese de pagos; tanto si se elige hacerlo de manera unilateral, como si se hace de forma consensuada con los acreedores. Los rescates efectuados -en Argentina como acabamos de ver primero y luego en Grecia, ya inmersa en un tercer proceso como expusimos en el apartado segundo- implican postergar la doble decisión antes planteada. Pero la dilación tiene costes, más allá de los acordados con la Troika: la falta de recuperación de la economía viabiliza el cumplimiento de lo que podríamos denominar como la "profecía auto-cumplida": más tarde o más temprano, el default se acabará planteando por el mercado, a pesar de los juegos políticos de turno.

En este contexto, resultan sorprendentes las declaraciones del propio FMI, miembro de la Troika que supervisa y negocia con Grecia y que, a pesar de que finalmente apoyó el Tercer Rescate en los duros términos antes expuestos, no deja de expresar que la deuda griega sólo puede ser viable con medidas de alivio, que van mucho más lejos de lo que Europa ha previsto hacer ahora. De hecho, no resulta impensable que Grecia pudiera además necesitar más financiamiento excepcional proveniente de los Estados europeos, superior a la cifra prevista en el último acuerdo entre Atenas y la Eurozona de agosto de 2015; particularmente si la recuperación de la economía helena acaba presentando retrasos temporales no estimados.

Bajo nuestro punto de vista, este anuncio del FMI no resulta desacertado, en particular, si se compara lo que está sucediendo en Grecia con lo relatado para Argentina. Es cierto que la crisis griega es más explosiva que su antecedente argentino por la magnitud de los desequilibrios ya que con porcentajes similares de pasivos totales, el déficit fiscal del primer país alcanza el 10,5% frente al 3,2% que tenía Argentina en el año 2001, sin mencionar los niveles de deuda total/PIB, que triplican al caso argentino.

En este contexto, la declaración del FMI real resulta algo impensable algunos años atrás y de haberse hecho trece años atrás hubiera facilitado enormemente el proceso de corrección de los desequilibrios que aquejaron a Argentina en su momento, por lo que dada la magnitud de la crisis griega resultan un importante toque de atención:

- a) extender de 10 a 30 años el período de gracia para el cumplimiento de toda la deuda de Grecia, incluidos los créditos nuevos que se han otorgado recientemente y una extensión grande de los vencimientos a ocurrir en el corto y/o mediano plazo
- b) otorgar transferencias fiscales anuales predeterminadas al presupuesto griego como política de financiación de ciertos rubros que no pueden ser afectados dados los niveles actuales
- c) aceptar quitas de principal importantes en los préstamos otorgados a Grecia.

Por otro lado, es importante temer el efecto contagio que la salida no ordenada de Grecia pudiera generar, especialmente en la Eurozona. La crisis de Argentina nunca presentó esa posibilidad en el cénit del desplome del 2001 los bancos sufrieron un retiro masivo de fondos que el gobierno contrarrestó primero con el corralito, bajo los últimos meses de De la Rúa, y luego confiscando a los pequeños ahorristas ya con Duhalde en el poder. Esa expropiación desató una gran revuelta social pero no traspasó las fronteras nacionales. La deuda griega, por el contrario, se encuentra muy enlazada al sistema financiero europeo y está nominada en la moneda de toda la Unión. Si bien los bancos europeos han efectuado algunas correcciones ante la probabilidad de un default griego, una corrida de depósitos no frenada podría tener alcance continental inmediato. Y esto es producto de que los bancos europeos no han terminado de absorber las pérdidas que el sector privado acusó tras el estallido de la crisis iniciada en el último trimestre de 2007 por lo que ahora deben provisionar las pérdidas potenciales que soportaría un sector público en default.

En ese contexto general se sitúa el camino de corto plazo que recorrerá Grecia. Su población, pese a que el resultado del referéndum ha estado en contra de los términos del rescate quiere permanecer en la zona del euro. Por ello, si la economía no se recupera rápidamente y acaba alimentando expectativas de incumplimiento contractual de los pagos en pos de un fortalecimiento financiero, seguramente no quedará otra opción que consensuar los términos de un default "amigable" -entiéndase consensuado- para todas las partes.

El camino recorrido por Argentina no es un antecedente del todo válido para Grecia, pero del que se pueden extraer algunas lecciones que eventualmente podrían servir para mejorar la dinámica griega futura. Entre otras pueden señalarse las siguientes:

- 1) Tomar conciencia de que cada acuerdo de recortes presupuestarios que se tomen por el gobierno heleno agravan la recesión, y, por ende, aumentan la tensión social y reducen aún más la confianza sobre las capacidades de pago de la economía griega, sin importar si es sólo el sector público o es éste junto al



privado. Si bien es cierto que el financiamiento no sólo se encarece sino que comienza a escasear, también es cierto que el proceso de ajuste debe ser o bien compartido o apoyado hasta que las principales variables macroeconómicas muestren signos de sostenibilidad ya sólo por parte del país que tiene dichos problemas.

- 2) Que la aguda crisis económica conlleva paralelamente la crisis política. En el caso de Argentina, seis presidentes se sucedieron en el transcurso de dos semanas, lográndose su estabilización sólo Duhalde asumió la Presidencia ya en los primeros días del año 2002 . Su llegada implicó el abandono formal de la Convertibilidad así como la implementación de las medidas que permitieron la superación total de la corrida bancaria bastante tiempo después así como la estabilización del tipo de cambio y la tasa de inflación. La recuperación económica argentina aconteció un año después producto de la enorme caída en el salario real industrial, que permitió aumentar fuertemente las exportaciones, así como la importante subida en los precios de commodities agrícolas, caso de la soja, de la que Argentina es un gran productor y exportador mundial. Este no es un escenario previsible para Grecia, ya sea por su dependencia a los flujos de comercio intra-europeos como por los tipos de bienes que este país produce y exporta. Si a eso le sumamos la decisión por mantenerse en la zona del euro, la devaluación deberá ser real – en un sentido amplio, esto es, productiva y financiera, entre otros aspectos- y no meramente monetaria o cambiaria, lo que no se ha producido hasta ahora en el país heleno.

3) Dadas las restricciones políticas e institucionales que Grecia ha convalidado, parece necesario para la Eurozona evaluar un proceso de quita de capital de la deuda total griega, como hemos apuntado en este documento y que hasta el propio FMI reconoce como necesario de una forma sorprendentemente explícita. Más allá de los problemas de riesgo moral que esta situación podría generar, tanto para la propia Grecia como para otros países deudores, el cambio de política económica facilitaría la llegada de la recuperación económica, basada en que el alivio financiero por servicios de deuda menores, junto con un gobierno estable y decidido a llevar a cabo las reformas que permitan recuperar la productividad al reestablecer rápidamente la confianza.

4) Finalmente, hay una lección que debe ser aprovechada de cara al sostenimiento futuro de la construcción del bienestar colectivo griego (algo que Argentina, luego de los padecimientos soportados, parece de nuevo olvidar): Grecia debe reconocer que sus problemas fundamentales han sido producto de su autoría, con niveles de gasto público muy elevados y déficit fiscales no sostenibles en el tiempo. Estos factores son síntomas de una trilogía perversa: un sector público enorme y tremendamente ineficiente, sumado a un sector privado poco competitivo, más una dirigencia minoritaria pero dominante en términos

políticos que utilizó el Estado como medio tanto para el sostén de su casta como para seducir al electorado con prebendas financiadas con fondos del exterior. En ese marco, el Gobierno griego debe cooperar con las autoridades europeas y el FMI para formular un programa que combine equidad y eficiencia, es decir, fomentar la competencia, desmantelar los oligopolios y generar los incentivos para el cambio en su esquema de producción.

Es, a partir de esto último, donde reside quizás el desafío más grande para la sociedad griega. En el 2002, el nuevo Gobierno de Argentina prometió no sólo la recuperación económica sino también una reforma del sistema político para tratar de evitar la ocurrencia de crisis gemelas –política más económica– en el futuro, lo que finalmente no cumplió. Así, se aprovechó el éxito económico inicial para afirmar que los problemas del país eran culpa del resto del mundo, con lo cual se volvieron a incumplir las promesas que se hicieran doce años antes. El boom de las commodities agrícolas, que duró un decenio, dio un respiro económico al país pero en ningún momento se abordaron las causas subyacentes de sus patologías económicas recurrentes, ni la dinámica perversa del sistema político y su financiamiento. Más de diez años después, en 2015, resulta deprimente comprobar en Argentina muy pocas cosas hayan cambiado.

Grecia tiene por delante un largo camino. Ojalá los cantos de sirena que confundieron a Ulises no sean ahora los que, ante la desesperación, intranquilen a la sociedad griega. Argentina no es evidentemente el espejo donde Grecia deba mirarse, pero si aprender de su experiencia para evitar cometer los mismos errores, muy especialmente en el terreno político, a la larga mucho más importantes que los de carácter económico.

## 8. BIBLIOGRAFÍA

ALSTON, L. Y GALLO, A. (2000): EVOLUTION AND REVOLUTION IN THE ARGENTINE BANKING SYSTEM UNDER CONVERTIBILITY: THE ROLE OF CRISES AND PATH DEPENDENCE. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, WORKING PAPER 8008.

AVILA, J. (1997): CONVERTIBILIDAD: FUNDAMENTACIÓN Y FUNCIONAMIENTO. UNIVERSIDAD DEL CEMA.

BLASCO GARMA, E. (2001): DOLARIZAR: EL FIN DE LAS MONEDAS NACIONALES. EDITORIAL ATLÁNTIDA.

BUCHIERI, F. (2012): REPENSANDO LAS CRISIS FINANCIERAS: EL CASO DE UNA ECONOMÍA EMERGENTE CON ARREGLOS CAMBIARIOS RÍGIDOS. SERIE DOCUMENTOS DE TRABAJO, INSTITUTO UNIVERSITARIO DE ANÁLISIS ECONÓMICO Y SOCIAL, UNIVERSIDAD DE ALCALÁ DE HENARES Nº 10.



BUCHIERI, F. Y GASTALDI, S. (2005): CRISIS FINANCIERA Y GLOBALIZACIÓN DE LOS MERCADOS DE CAPITALES: LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL RECIENTE. EDITORIAL UNIVERSITAS.

CALOMIRIS, C. Y POWELL, A. (2000): CAN EMERGING MARKET BANK REGULATORS ESTABLISH CREDIBLE DISCIPLINE?. THE CASE OF ARGENTINA 1992-1999. BCRA, WORKING PAPER N° 14.

D'AMATO, L. GRUBISIC, E. Y POWELL, A. (1997): CONTAGION, BANKS FUNDAMENTALS OR MACROECONOMIC SHOCKS? AN EMPIRICAL ANALYSIS OF THE ARGENTINE 1995 BANKING PROBLEMS. BCRA, WORKING PAPER N° 2.

DELLA PAOLERA, G. Y TAYLOR, A. (2001): INTERNAL VERSUS EXTERNAL CONVERTIBILITY AND DEVELOPING- COUNTRY FINANCIAL CRISES: LESSONS FROM THE ARGENTINE BANK BAILOUT OF THE 1930 'S. Mimeo, UNIVERSIDAD TORCUATO DI TELLA Y UNIVERSITY OF CALIFORNIA, DAVIS.

DORNBUSCH, R. (1976): EXPECTATIONS AND EXCHANGE RATE DYNAMICS. THE JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, VOLUME 84, ISSUE 6.

EDWARDS, S. (2002): THE ARGENTINE DEBT CRISIS OF 2001-2002: A CHRONOLOGY AND SOME KEY POLICY ISSUES. Mimeo, UCLA AND NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH.

FERRO, G. (2002): REFLEXIONES SOBRE LA CRISIS ARGENTINA. Mimeo, CENTRO DE ESTUDIOS AVANZADOS, UNIVERSIDAD ARGENTINA DE LA EMPRESA.

FRANKEL, J. (1999): NO SINGLE CURRENCY REGIME IS RIGHT FOR ALL COUNTRIES OR AT ALL THE TIME. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, WORKING PAPER 7338.

FUNDECOS (2006): "TIPO DE CAMBIO Y BALANZA COMERCIAL: ¿MÁS ESTABLE QUE LO PREVISTO?". DOCUMENTO DE TRABAJO N° 8, AGOSTO.

GASTALDI, S. Y BUCHIERI, F. (2002): UN PROGRAMA POLÍTICO-ECONÓMICO PARA SUPERAR LA DEPRESIÓN ECONÓMICA PRESENTE DE LA ARGENTINA. VARIANTES A LO LARGO DE TRES MESES. INSTITUTO DE PROGRAMACIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA, DOCUMENTO DE TRABAJO N° 3.

KAMINSKY, G. Y REINHART, C. (2000): CRISIS FINANCIERAS EN ASIA Y LATINOAMÉRICA: AHORA Y ENTONCES, EN GUITIÁN, M. Y VARELA, F., SISTEMAS FINANCIEROS ANTE LA GLOBALIZACIÓN. EDITORIAL PIRÁMIDES.

KAMINSKY, G. Y REINHART, C. (2000): THE TWIN CRISES: THE CAUSES OF BANKING AND BALANCE OF PAYMENTS PROBLEMS. Mimeo, INTERNATIONAL FINANCE DISCUSSION PAPERS. BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEMS.

KIGUEL, M. (1999): THE ARGENTINE CURRENCY BOARD. Mimeo, MINISTERIO DE ECONOMÍA DE LA REPÚBLICA ARGENTINA.

KRUGMAN, P. (1997): CURRENCY AND CRISES. THE MIT PRESS.

KYDLAND, F. Y ZARAZAGA, C. (2001): "ARGENTINE'S LOST DECADE AND SUBSEQUENT RECOVERY: HITS AND MISSES OF THE NEOCLASSICAL GROWTH MODEL". CENTER FOR LATIN AMERICA WORKING PAPERS 0403, FEDERAL RESERVE BANK OF DALLAS

LEVY YEYATTI, E. (2001): 10 AÑOS DE CONVERTIBILIDAD: LA EXPERIENCIA RECIENTE. Mimeo, UNIVERSIDAD TORCUATO DI TELLA.

LEVY YEYATTI, E. (2002): DOLARIZACIÓN FINANCIERA Y CRISIS BANCARIA. Mimeo, UNIVERSIDAD TORCUATO DI TELLA.

LUCAS, R. (1990): WHY DOESN'T CAPITAL FLOW FROM RICH TO POOR COUNTRIES. THE AMERICAN ECONOMY REVIEW, VOLUME 80 ISSUE 2.

MUNDELL, R. (2001): ON THE HISTORY OF THE MUNDELL-FLEMING MODEL. IMF STAFF PAPER, VOLUME 47, SPECIAL ISSUE.

MUSSA, M. (2002): ARGENTINA: FROM TRIUMPH TO TRAGEDY. Mimeo.

RODRÍGUEZ, C. (1997): ARGENTINA POST TEQUILA: LOS BENEFICIOS DEL AJUSTE ESTRUCTURAL. UNIVERSIDAD DEL CEMA, DOCUMENTO DE TRABAJO N° 120.

RODRÍGUEZ, C. Y ORTIZ BATALLA, J. (2001): NUEVAS PERSPECTIVAS SOBRE LOS EFECTOS DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS Y FISCALES EN UN RÉGIMEN DE TIPO DE CAMBIO FIJO: INTERACCIONES ENTRE EL RIESGO PAÍS Y EL NIVEL DE RESERVAS INTERNACIONALES. Mimeo, UNIVERSIDAD DEL CEMA.

ROGOFF, K. (2002): DORNBUSCH'S OVERSHOOTING MODEL AFTER TWENTY-FIVE YEARS. IMF WORKING PAPER 02/39.

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

La serie Documentos de Trabajo que edita el Instituto Universitario de Análisis Económico y Social (IAES), incluye avances y resultados de los trabajos de investigación realizados como parte de los programas y proyectos del Instituto y por colaboradores del mismo.

Los Documentos de Trabajo se encuentran disponibles en internet

<http://ideas.repec.org/s/uae/wpaper.html>

ISSN: 2172-7856

## ÚLTIMOS DOCUMENTOS PUBLICADOS

### **WP-04/15 EL TURISMO, MOTOR DEL CRECIMIENTO Y DE LA RECUPERACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**

Juan Ramón Cuadrado Roura y José María López Morales

### **WP-05/15 EL TRATAMIENTO FISCAL DEL AHORRO FAMILIAR EN ESPAÑA: LA REFORMA DEL IRPF DE 2014**

José M. Domínguez Martínez

### **WP-06/15 ECONOMÍA EUROPEA: ¿HACIA EL ESTANCAMIENTO SECULAR?**

Antón Costas y Xosé Carlos Arias

### **WP-07/15 LA INFLUENCIA DE LA ECONOMÍA EN LA POPULARIDAD Y EN LOS RESULTADOS ELECTORALES DE LOS PARTIDOS POLÍTICOS ESPAÑOLES: UNA INVESTIGACIÓN EMPÍRICA.**

Tomás Mancha Navarro y María Teresa Gallo Rivera

### **WP-08/15 CREATION AND DIFFUSION OF KNOWLEDGE ACROSS CREATIVE INDUSTRIES IN METROPOLITAN AREAS: THE CASES OF MEXICO AND SPAIN.**

Marcos Valdivia López

### **WP-09/15 EL PAPEL DE LA DESIGUALDAD DE INGRESOS EN EL PROCESO DE CRECIMIENTO EN EUROPA.**

Sergio A. Berumen y Luis P. Pérez-Megino



Plaza de la Victoria, 2. 28802. Alcalá de Henares. Madrid - Telf. (34)918855225  
Fax (34)918855211 Email: [iaes@uah.es](mailto:iaes@uah.es) [www.iaes.es](http://www.iaes.es)

## INSTITUTO UNIVERSITARIO DE ANÁLISIS ECONÓMICO Y SOCIAL

### DIRECTOR

**Dr. D. Tomás Mancha Navarro**

Catedrático de Economía Aplicada, Universidad de Alcalá

### DIRECTOR FUNDADOR

**Dr. D. Juan R. Cuadrado Roura**

Catedrático de Economía Aplicada, Universidad de Alcalá

### SUBDIRECTORA

**Dra. Dña. Elena Mañas Alcón**

Profesora Titular de Universidad, Universidad de Alcalá

### AREAS DE INVESTIGACIÓN

#### ANÁLISIS TERRITORIAL Y URBANO

**Dr. D. Rubén Garrido Yserte**

Profesor Titular de Universidad  
Universidad de Alcalá

#### ECONOMÍA LABORAL

**Dr. D. Carlos Iglesias Fernández**

Profesor Titular de Universidad  
Universidad de Alcalá

#### ACTIVIDAD EMPRENDEDORA Y PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA

**Dr. D. Antonio García Tabuenca**

Profesor Titular de Universidad  
Universidad de Alcalá

#### SERVICIOS E INNOVACIÓN

**Dr. D. Andrés Maroto Sánchez**

Profesor Contratado Doctor  
Universidad Autónoma de Madrid

#### RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA

**Dra. Dña. Elena Mañas Alcón**

Profesora Titular de Universidad  
Universidad de Alcalá