



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

**ANÁLISIS CRÍTICO DE LA INSOLVENCIA  
ESTATAL EN ARGENTINA EN EL AÑO 2001 Y LA  
TRANSICIÓN AL IMPAGO DE 2014**

Autor: Matthias Holder  
Director: Mónica Goded Salto

Madrid  
Marzo 2015

Matthias  
Holder

**ANÁLISIS CRÍTICO DE LA INSOLVENCIA ESTADAL EN ARGENTINA EN EL AÑO 2001 Y LA  
TRANSICIÓN AL IMPAGO DE 2014**







## Resumen

Este trabajo analiza la transición de Argentina desde la insolvencia estatal en 2001 al impago de la deuda pública en 2014. Además, se estudia si la segunda crisis es una consecuencia directa de la gran depresión en 2001. Tras el análisis de varios textos académicos, se razona que el impago actual reside entre otras cosas en graves fallos en el proceso de la reestructuración de la deuda. Con ello, los dos acontecimientos están conectados indisolublemente. Para Argentina la superación de este impago constituye un paso decisivo en recuperar su antigua importancia económica.

### Palabras claves:

Crisis económica argentina (1999 – 2002) – insolvencia estatal– reestructuración de las deudas – “Kirchnerismo” – impago de 2014 – cláusula RUFO – comparación de las dos crisis

## Abstract

This paper analyses Argentina’s development from the sovereign bankruptcy in 2001 to the default on payment in 2014. Furthermore, the text examines if the second crisis can be constituted as a direct result of the great depression in 2001. Given the analysis of numerous academic papers, you can conclude that the mismanagement of the debts’ restructuring is among other things the origin of the current default. Therefore, the two events are strongly connected. For Argentina, it is decisive to overcome the contemporary crisis in order to regain its past economic strength.

### Key words:

Argentine great depression (1999 – 2002) – state bankruptcy – restructuring of the sovereign debts – “Kirchnerism” – default in payment in 2014 – RUFO clause – comparison of the two crisis





# Índice

<b>1. INTRODUCCIÓN</b>	<b>4</b>
<b>2. METODOLOGÍA</b>	<b>6</b>
<b>3. ANTECEDENTES HISTÓRICOS DE LA POLÍTICA ECONÓMICA</b>	<b>7</b>
3.1 EL PERIODO DE LA SUSTITUCIÓN DE IMPORTACIONES	7
3.2 EL PERONISMO	8
3.3 HIPERINFLACIÓN DE LOS AÑOS OCHENTA	8
<b>4. MEDIDAS ECONÓMICAS EN LOS AÑOS NOVENTA E INCIDENCIA EN LOS DIFERENTES ÁMBITOS DE LA ECONOMÍA</b>	<b>10</b>
4.1 SISTEMA FINANCIERO Y TIPO DE CAMBIO	10
4.2 COMERCIO EXTERIOR	13
4.3 PRIVATIZACIONES	14
<b>5. LOS FACTORES EXPLICATIVOS DE LA CRISIS DE 2001</b>	<b>15</b>
5.1 DEFICIENCIAS ECONÓMICAS DOMÉSTICAS	15
5.2 CHOQUES EXTERNOS	20
<b>6. LA ÉPOCA POST-CRISIS</b>	<b>23</b>
6.1 SITUACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL	23
6.2 PRÁCTICAS EN LA ERA DEL “KIRCHNERISMO”	27
6.3 REESTRUCTURACIÓN DE LAS DEUDAS	30
<b>7. EL IMPAGO DE LA DEUDA PÚBLICA EN 2014</b>	<b>32</b>
7.1 EXPLICACIÓN DE LAS CIRCUNSTANCIAS DEL IMPAGO Y DEL MARCO LEGAL	32
7.2 CONSECUENCIAS DE LAS NEGOCIACIONES FRACASADAS	34
7.3 COMPARACIÓN DE LOS INDICADORES MACROECONÓMICOS DE LAS DOS INSOLVENCIAS	36
<b>8. PERSPECTIVAS FUTURAS PARA LA ECONOMÍA ARGENTINA</b>	<b>40</b>
<b>9. CONCLUSIONES</b>	<b>42</b>
<b>10. BIBLIOGRAFÍA</b>	<b>45</b>



## Índice de tablas

**Tabla I: Orden cronológico de los acontecimientos de la crisis en Argentina** 22

**Tabla II: Comparación de datos económicos referidos a 2001 y 2014** 39

## Índice de gráficos

**Gráfico I: Tasa de inflación de Argentina (Precios al Consumo promedio)** 9

**Gráfico II: Crecimiento real del PIB** 13

**Gráfico III: Tipo de cambio 2013/14 (EUR/Peso)** 26

**Gráfico IV: Índice de Percepción de Corrupción (2014)** 30

**Gráfico V: El desarrollo de las reservas de divisas de Argentina entre 2001 y 2014** 36

**Gráfico VI: Tasa de paro** 37

**Gráfico VII: Inversiones directas – Adquisición neta de activos financieros** 41



## 1. Introducción

En 1914, justo antes de la Primera Guerra Mundial, Argentina se clasificó entre los diez países más ricos del mundo por encima de por ejemplo Alemania y Francia. Entre los europeos, Argentina era percibida como uno de los destinos principales de inmigración. Su renta per cápita en 1914 suponía el 92 % del valor medio de la renta per cápita de los 16 países más ricos a escala mundial. En comparación, en 2014 la renta per cápita de Argentina asciende solamente al 43 % del valor medio de este grupo de países. Este deterioro tiene un carácter único en el escenario económico global. Aunque desde un punto de vista retrospectivo, la situación económica durante la década de los 80 en América Latina fue especialmente delicada -llegando a conocerse con el nombre de "La Década Perdida" - debido a las deudas externas impagables y una situación de hiperinflación. A causa de una inestabilidad política y unas medidas económicas erróneas, Argentina ha experimentado décadas de declive durante el siglo XX. A pesar de que después de la insolvencia estatal en el año 2001 los ciudadanos argentinos han experimentado un auge coyuntural sostenible, Argentina entró en situación de insolvencia en 2014 por segunda vez en los últimos 13 años. Este impago es causado principalmente por fallos contractuales en la reestructuración de las deudas de la quiebra de 2001.

Con este trabajo querría discernir cómo es posible que un país rico en recursos naturales y con un gran mercado interno como Argentina se haya enfrentado con deficiencias económicas tan graves. En primer lugar, describiré las razones y consecuencias de la quiebra en 2001, un acontecimiento transcendental en la historia argentina. Más allá de esto, mi objetivo es hacer hincapié en la relación entre las dos crisis económicas y comprobar en qué medida la primera ha condicionado el impago de la deuda pública en 2014. ¿Se han cometido errores en la reestructuración de las deudas de la primera insolvencia que ha conducido a la mora de 2014? ¿O se tiene que considerar la mora de 2014 como un acontecimiento completamente independiente de los eventos alrededor del cambio de milenio? En lo sucesivo analizaré por qué las dos insolvencias están indisolublemente vinculadas entre sí. Especialmente, el trabajo se enfoca en el marco legal que determina decisivamente la insolvencia en 2014. En las conclusiones se discute si la hipótesis de partida se ha confirmado plenamente.

Con la ayuda de un análisis riguroso de las variables económicas determinantes examinaré las razones que se encuentran tras las dos quiebras y en qué aspectos se diferencian o coinciden. Sin ninguna duda las dos crisis dependen también de fallos políticos. Por esta razón analizaré las diferentes medidas de la política económica aplicadas por los gobiernos en el poder. Al



final mostraré las posibles perspectivas coyunturales y consecuencias esperadas de la crisis actual. Se tratará entonces de valorar si Argentina podrá superar la crisis actual y con qué medidas económicas lo podría lograr, ámbito de estudio aún por explorar.



## 2. Metodología

Para desarrollar el trabajo se han utilizado diferentes herramientas de investigación. Se ha buscado entre fuentes bibliográficas solventes la información pertinente que permite analizar los factores de influencia que determinan las dos quiebras estatales. A causa de la inverosimilitud de los datos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), principal órgano estadístico de Argentina, y del Banco Central, se han utilizado informaciones de los principales organismos internacionales como por ejemplo el Fondo Monetario Internacional (FMI), Banco Mundial y OCDE. Las dos instituciones nacionales fueron intervenidos por el gobierno nacional en el año 2007. Especialmente, la publicación oficial de la tasa de inflación está perdiendo toda su fuerza expresiva [Wainer, 2010]. Por el gobierno argentino la solución del problema de la alta inflación reside más en la falsificación sistemática de los datos oficiales. No se puede destacar medidas macroeconómicas aplicadas por parte del gobierno lo que responden a este dilema [Damill/ Frenkel/ Lapetti, 2014]. La falsificación de los datos está vinculada a un intento por tranquilizar a los agentes económicos y por restablecer la confianza en los mercados financieros [The Economist, F, 2014]. Sin embargo, es claro que no es una medida acertada pues ahora la credibilidad en el trabajo gubernamental es casi inexistente. En efecto, las diferencias entre las estadísticas argentinas y las estimaciones internacionales pueden llegar hasta un 100 % [Czékus, 2014]. Para analizar la competitividad o la distribución de la renta argentina se ha recurrido a varios índices como el *Índice de la Competitividad Global* o el *Coefficiente de Gini*. A partir de estas fuentes se ha elaborado el análisis de los datos macroeconómicos correspondientes al periodo de 1989 – 2014. Para comprender la relación entre las dos quiebras, las actitudes de los gobiernos y las conexiones entre eventos nacionales y desarrollos internacionales se ha trabajado con artículos publicados en revistas científicas y periódicos académicos. También han sido consultados varios libros centrados en el estudio de los fallos del Estado de Argentina y su historia económica reciente.



### 3. Antecedentes históricos de la política económica

Este epígrafe contempla la orientación histórica de las actividades políticas y económicas que tienen un impacto decisivo en la crisis de 2001. El análisis de algunos aspectos descritos en lo sucesivo es imprescindible para entender las deficiencias económicas domésticas que culminan en la mayor quiebra estatal a nivel mundial. La evaluación no es completa y solamente hace hincapié en los acontecimientos más importantes. Las razones más inmediatas de la insolvencia estatal residen en la actuación del gobierno de Carlos Menem en los años noventa descrita en otro apartado.

#### 3.1 El periodo de la sustitución de importaciones

Uno de los acontecimientos más destacados de este periodo es la crisis económica mundial en 1929 que reduce el crecimiento económico basado en las exportaciones en Argentina. Tras esta crisis global, Argentina recurre a una política de sustitución de las importaciones a través de derechos de importación y subvenciones para la industria nacional [Wessolly/ Wienert, 2002]. Las restricciones a la importación buscan promover la innovación y aumentar la eficiencia de la producción nacional. La sustitución de las importaciones fue indispensable a causa de la reducción de las exportaciones durante la Gran Depresión que causó un descenso del volumen de divisas [Hoffmann, 1970]. En los años treinta casi todo el crecimiento (incremento de 52 % de la tasa de producción industrial entre 1929 y 1939) fue el resultado de esta política [Wessolly/ Wienert, 2002].

A pesar de éxitos iniciales, una mala gestión macroeconómica debilita la actuación argentina en este periodo [Ruben Mercado, 2001]. Además este periodo muestra también un cambio político hacia una sucesión de gobiernos inestables y numerosos golpes militares que tuvieron lugar hasta los años ochenta [Wessolly/ Wienert, 2002]. Como América Latina no estaba involucrada en la Segunda Guerra Mundial, Argentina habría sido uno de los mayores beneficiarios gozando de un auge coyuntural. Pero desgraciadamente Argentina no pudo aprovechar ese potencial de crecimiento al no contar con las capacidades productivas para ello, porque faltaba maquinaria y otros bienes de capital. Ello explica en parte que la segunda fase de la sustitución de importaciones a partir de 1955 se enfocó en la producción nacional de bienes de inversión [Wessolly/ Wienert, 2002]. Esta política de comercio describe el proteccionismo que Argentina experimentó en el pasado. Con ello se explica por qué Argentina dispone de una economía relativamente cerrada.



### 3.2 El peronismo

El movimiento recibe el nombre del líder político Juan Perón que fue elegido como presidente en 1946. Ideológicamente el peronismo proclama con el justicialismo un tercer modelo distinto del capitalismo y del socialismo. Los primeros objetivos constituyen el fomento de la industrialización, una distribución equilibrada de la renta nacional y la creación de un estado del bienestar con un acceso a los beneficios sociales para la amplia mayoría. Se entiende el peronismo como una expresión de una clase social que está fundamentalmente compuesta por la clase obrera [Garay Reyna, 2007]. Económicamente, destaca esta fase por la nacionalización de varias empresas. El Estado se convierte en el mayor empleador, productor y consumidor [Wessolly/ Wienert, 2002]. En su segundo mandato a partir de 1973, Perón intenta fortalecer el mercado interno a través de un aumento del gasto público. Esto produce un exceso de demanda que causa una fuerte aceleración de la inflación. El final de su mandato es el comienzo de una dictadura militar fuertemente represiva [Saxton, 2003]. El peronismo es la corriente política fundamental en Argentina y aún actualmente el país se encuentra dividido entre defensores (clase obrera) y adversarios de dicho modelo político [Llairo, 2006].

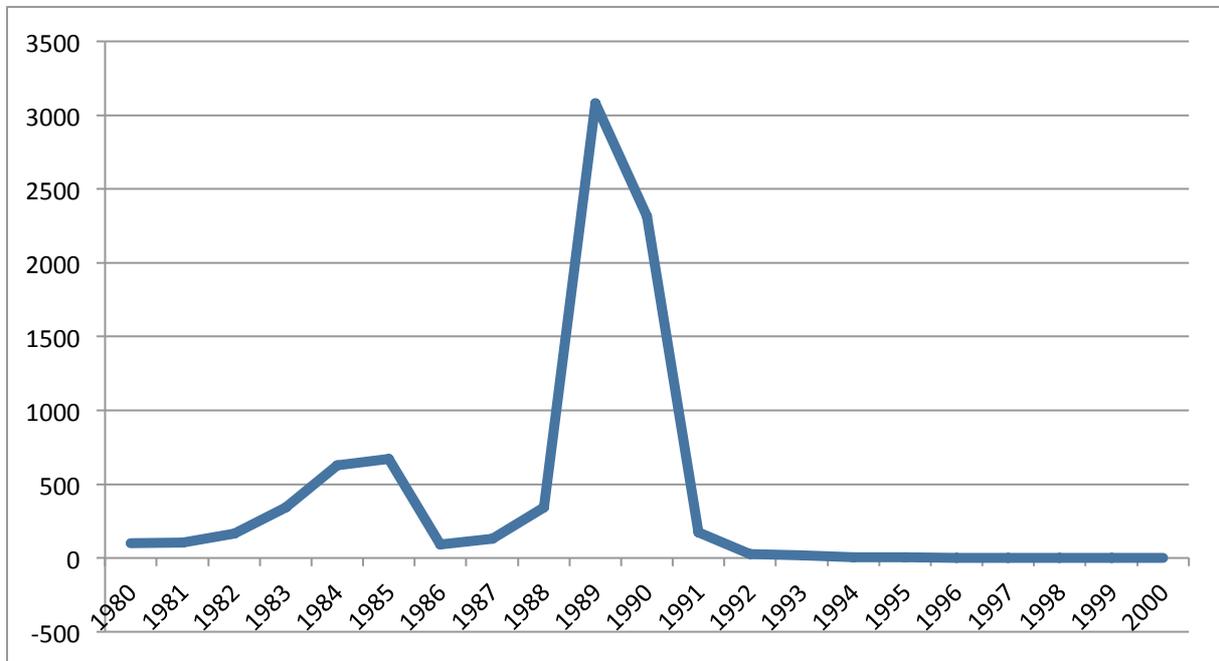
### 3.3 Hiperinflación de los años ochenta

En esta etapa, el gobierno quiere luchar contra la inflación creciente y un déficit público desbordado, para lo que pone en marcha el denominado Plan Austral en 1985 [Waldmann, 2010]. El plan contempla una reducción del déficit entre dos y tres por ciento del PIB mediante un aumento de los impuestos. Además, se fija la nueva moneda Austral y su tipo de cambio con el dólar en una proporción de 0,8 australes por un dólar. Un pilar del plan constituye que los operadores en el mercado confían en su funcionamiento, es decir que adaptan sus expectativas a cómo la tasa de inflación evolucionará en el futuro. Si el gobierno realiza una reducción significativa de la tasa de inflación, simultáneamente bajan también los intereses del mercado de capitales. En un ámbito de intereses bajos, el Estado puede pedir préstamos a condiciones muy baratas. Por esa razón, existe el incentivo a extender la deuda pública. Si en este contexto el Estado induce al Banco Central (no hay libre mandato completo - el gobierno ejerce control en algunas ocasiones) a aumentar el volumen de dinero, se provoca también un incremento de la tasa de inflación. Como los ciudadanos no confían en las medidas estatales, mantienen sus expectativas del desarrollo de la tasa de inflación. Por eso el Plan Austral está destinado al fracaso. [Wessolly/ Wienert, 2002]. A finales de los años ochenta, los mercados financieros atraviesan unos momentos de fuerte inestabilidad que dan lugar a una amplia evasión de capitales de Argentina. En línea con estos eventos se



incrementa la deuda externa y la inflación alcanza en 1989 una tasa promedio anual del 2600 % lo que muestra el gráfico I. El sistema bancario desaparece prácticamente [Pou, 2000].

**Gráfico I: Tasa de inflación de Argentina (Precios al Consumo promedio)**



Fuente: World Economic Outlook (Octubre 2014), elaboración propia



## 4. Medidas económicas en los años noventa e incidencia en los diferentes ámbitos de la economía

Durante los años noventa, Argentina está presidida por Carlos Menem, candidato del partido peronista. Como el fundador del partido, Juan Perón, Menem es considerado como un clásico ejemplo de un político populista [Wessolly/ Wienert, 2002]. La ideología menemista se basa en el pensamiento neoliberal y en una separación del Estado y de la economía privada [Wylde, 2011]. En la famosa película “Memorias del Saqueo” de Fernando Solanas el mandato de Menem y especialmente su programa de las privatizaciones se denomina “*genocidio neoliberal*” [Putz, 2004].

En los años noventa Argentina se considera “best student” en la aplicación de las resoluciones del Consenso de Washington [Goded Salto, 2004]. Dicho consenso, un compendio de medidas de política económica fruto de los trabajos de John Williamson y defendido por el FMI y del Banco Mundial, fue considerado como la herramienta adecuada para superar la crisis por endeudamiento y la hiperinflación en América Latina. Los pilares del consenso son la desregulación de mercados y la liberalización de la política del comercio exterior. [Bresser-Pereira, 2007] Hoy en día, las medidas económicas defendidas por el Consenso de Washington son valoradas de manera muy crítica porque no han producido los resultados esperados. El siguiente párrafo trata de analizar las medidas implementadas por el gobierno de Menem y su impacto en las diferentes áreas de la economía argentina.

### 4.1 Sistema financiero y tipo de cambio

Al principio del mandato de Menem, las medidas implementadas de estabilización consiguen bajar la tasa de inflación significativamente hasta alcanzar un 5,6 % en noviembre de 1989. Además se realiza una devaluación del austral de un 170 % y se reducen los tipos de interés [Smith, 1991]. Sin embargo, tras de un corto periodo de recuperación, los problemas tradicionales de la economía argentina reaparecen, por ejemplo, la inflación sigue siendo alta con tasas anuales de 2314 % en 1990 y 171,7 % en 1991 lo que también se representa en el gráfico I [World Economic Outlook, 2014]. Estas cifras muestran que no se puede solucionar el problema de la hiperinflación con una política convencional.

Por este motivo se implementa la Ley de Convertibilidad de 1991, también denominada “Plan Cavallo”, en alusión al ministro de economía de aquel tiempo Domingo Cavallo, que representa el paso central en los esfuerzos de reforma del nuevo parlamento. En general se persigue una desregulación y una liberalización para fortalecer la competencia en el mercado



interno [Saxton, 2003]. El mencionado plan se dirige también al impedimento de una evasión de capitales y a una reducción del déficit fiscal. Como consecuencia de la introducción de este modelo, Argentina ha sido considerado un ejemplo paradigmático de la reestructuración neoliberal centrada en superar un escenario de hiperinflación [Jimenez-Huerta, 2008]. La medida principal del “Plan Cavallo” es convertir al Banco Central de Argentina en un “Currency Board” (CB). Un CB es un sistema de tipos de cambio fijos en el que el valor de la moneda nacional es fijado en relación a una moneda de referencia con la cual se tiene que mantener una convertibilidad estricta. Argentina elige un sistema en el que existe paridad entre el peso argentino y el dólar (1 peso = 1 dólar) lo que como luego veremos, tiene repercusiones importantes en relación con la quiebra estatal de 2001 [Pou, 2000]. Uno de los objetivos de un CB es que el Banco Central no puede influir en las reservas de divisas. Solamente a través de un superávit en la cuenta corriente se puede aumentar el volumen de las divisas. Con la instalación de un CB se busca incrementar la credibilidad en el mercado financiero y de divisas. Específicamente, en el caso de Argentina no se trata de un CB ortodoxo porque el Banco Central puede crear dinero comprando bonos del Estado [Togay/ Kose, 2013]. Otro punto central es que normalmente el volumen de dinero de la moneda nacional debe ser cubierto en un 100 % por las reservas netas de divisas de la moneda de referencia (dólares) lo que Argentina no cumple completamente [Saxton, 2003]. Por esa razón, el sistema en Argentina se define mejor por una mezcla de un sistema de Banco Central y un CB. Anteriormente el Banco Central podía financiar las medidas gubernamentales mediante la emisión de dinero lo que bajo un CB no es posible [Wessolly/ Wienert, 2002]. Efectivamente, el Banco Central no puede realizar su propia política monetaria, lo que restringe la flexibilidad y la capacidad de actuar en periodos de crisis [Saxton, 2003]. La oferta monetaria del Banco Central se ve restringida por las reservas de divisas libremente disponibles. Por lo tanto, el Banco Central no debe crear dinero por sí solo, lo que impide una extensión inflacionista del peso [Dichtl/ Issing 2002].

Más allá de esto, se intensifica la supervisión de las instituciones bancarias a través del sistema CAMEL (“*capital, assets, management, earnings and liabilities*”). Cada banco se somete al control en estas cinco categorías. A continuación, se forma un ranking basada en el valor medio de estas categorías [Pou, 2000]. Además, se implementan requisitos de capital estrictos. Estas medidas persiguen el objetivo de luchar contra la vulnerabilidad del sector bancario. Otro pilar del “Plan Cavallo” es la reforma impositiva que genera una mayor renta estatal y que aumenta el control de la evasión de impuestos [Pou, 2000]. Un elemento básico



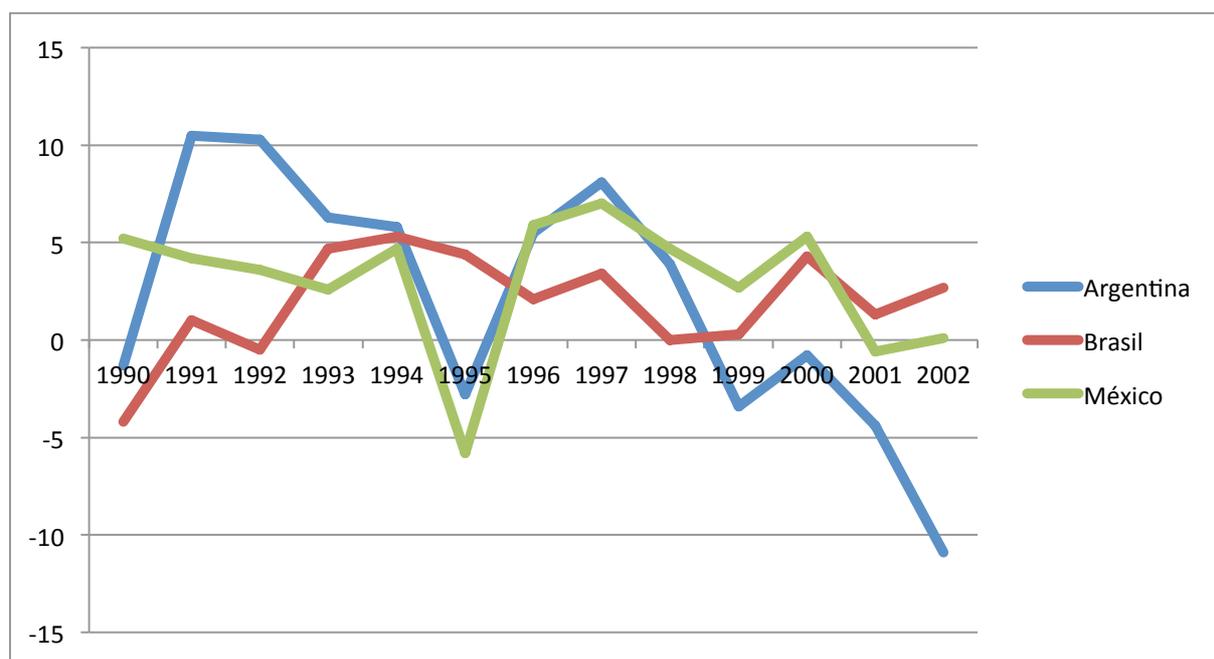
de la reforma es la implementación del impuesto sobre el valor añadido lo que se convierte en una de las principales fuentes de ingresos por el Estado [Wessolly/ Wienert, 2002].

Gracias al sistema de Convertibilidad la confianza en la moneda se eleva, la tasa de inflación disminuye hasta un nivel de 4 % en 1994 [gráfico I] y el PIB crece anualmente a una tasa media del 8 % hasta 1994 tal y como se pone de manifiesto en el gráfico II [Llairo, 2006]. En estos años Argentina supera a Brasil y México, las economías más potentes del subcontinente, en relación con las tasas de crecimiento económico. Además, el clima de intereses bajos al escala internacional para préstamos favorece la recuperación argentina [Llairo, 2006]. Las condiciones estables de la economía argentina presentan la base para la atracción de inversiones directas extranjeras y una vuelta a los mercados financieros globales lo que constituye el objetivo principal de la política neoliberal [Jimenez-Huerta, 2008]. Además, las autoridades argentinas quieren aumentar la credibilidad y la consistencia política a través de la Convertibilidad y la dolarización sucesiva. De esta manera, el Estado quiere disminuir las expectativas de inflación y de modo más general convencer a los ciudadanos de que se trata de una favorable situación duradera. El dólar como moneda de referencia representa una seguridad completa que debe estabilizar el sistema financiero y bancario y por eso tiene también un efecto positivo perceptible en las expectativas de inflación. El gobierno quiere alcanzarlo aplicando una forma de gobernanza transparente y profesional libre de corrupción. Busca además imponer una disciplina fiscal elevada y una estabilidad política que deberían contribuir a una confianza mayor [Camdessus, 1996].

Sin ninguna duda, el “Plan Cavallo” alcanza una mejora en la estabilidad de los precios y promueve el saneamiento financiero. No obstante, a pesar de los éxitos se tiene que constatar que la lucha contra la inflación parcialmente se logra a costa de la competitividad debido a la sobrevaluación del peso [Jimenez-Huerta, 2008]. Adicionalmente, la política del fomento del sector financiero y bancario dificulta el desarrollo del sector industrial y culmina en la especulación financiera. Esto significa que la mayoría de los inversores están atraídos por la alta rentabilidad de las inversiones en Argentina. Por eso, se reducen las inversiones directas en valores reales, lo que conduce a una desindustrialización [Aysen Doyran, 2015]. Desgraciadamente, el plan presenta también ciertas debilidades en cuanto a la promoción de las PYMES, a las deficiencias de la productividad y a la compensación social [Llairo, 2006]. A ese aspecto volveré a referirme más adelante con más detalle.



**Gráfico II: Crecimiento real del PIB**



Fuente: World Economic Outlook (Octubre 2014), elaboración propia

## 4.2 Comercio exterior

En referencia al comercio exterior, Carlos Menem termina con el proteccionismo y el aislamiento de la economía argentina. Las interferencias de la fijación del tipo de cambio son especialmente perceptibles en las transacciones internacionales. El tipo de cambio determina significativamente la competitividad del país. En el caso argentino una devaluación del peso no es posible para mejorar el atractivo de las exportaciones a causa de un tipo de cambio fijo del peso con respecto al dólar [Sachs, 2000].

Para realizar los objetivos señalados el gobierno elimina la mayoría de las restricciones del comercio, entre otras cosas el impuesto sobre exportaciones y las principales restricciones cuantitativas sobre importaciones. Estos impuestos representaban una carga fiscal que distorsionaba el mecanismo del mercado. Además, se quitan las barreras de entrada para las inversiones en cartera [Pou, 2000]. El objetivo de la apertura de la economía es el incremento de la competencia en los mercados que diese lugar a la reducción de costes y a la mejora de la calidad de la producción nacional [Wessolly/ Wienert, 2002]. Una consecuencia de la política de Menem es el saldo negativo de la balanza comercial (\$ -5,75 mil millones en 1994). En efecto, la apreciación del peso encarece las exportaciones lo que reduce la competitividad de los productos argentinos. Al mismo tiempo sube el poder adquisitivo de los salarios y Argentina experiencia una reactivación de la concesión de créditos en el principio de los años



noventa. La consecuencia es un aumento desmedido de las importaciones lo que resulta en un déficit de la balanza por cuenta corriente. [Wessolly/ Wienert, 2002].

### 4.3 Privatizaciones

Contrariamente a lo que defiende la ideología peronista, el gobierno de Carlos Menem aprueba en 1990 un programa de privatizaciones. Las empresas públicas se caracterizaban por una falta de productividad y de competitividad internacional. Las empresas deficitarias conseguían cubrir los altos costes gracias a las subvenciones estatales. A través de las privatizaciones el Estado espera obtener mayores ingresos fiscales, con los que, el Estado quiere sanear su presupuesto público [Wessolly/ Wienert, 2002]. Entre otras cosas el Estado vende la línea aérea nacional “Aerolíneas Argentina” a la empresa española Iberia en julio 1990 y su compañía petrolífera YPF (Yacimientos Petrolíferos Fiscales) a Repsol. Más allá de esto, las privatizaciones contemplan los sectores de electricidad, carbón, telecomunicación y servicios de transporte [Llairo, 2006].

La gran mayoría de la población defiende las privatizaciones, puesto que constituyen una herramienta útil para ampliar las reservas de divisas del Estado. Adicionalmente, las privatizaciones ayudan al Estado a centrarse en sus tareas principales como, por ejemplo, ofrecer un servicio público eficiente [Camdessus, 1996]. En total las privatizaciones generan una renta de \$ 12,4 mil millones. No obstante, a causa de los despidos colectivos en el proceso de las privatizaciones, la tasa de desempleo sube de 6,5 % en 1990 a 17,5 % en 1995, lo que incrementa las desigualdades sociales. Es decir, que una gran parte de la población queda excluida de los resultados positivos alcanzados por la política de Menem [Wylde, 2011].



## 5. Los factores explicativos de la crisis de 2001

La insolvencia estatal depende de una multitud de factores y no puede solamente ser atribuida a varios fallos de mercado. La crisis económica se basa en deficiencias económicas domésticas y en choques externos como un contagio de las crisis financieras de México o Brasil [Díaz-Cassou, 2008]. Más allá de esto, la crisis es un encadenamiento de circunstancias desfavorables en una secuencia temporal muy desgraciada.

### 5.1 Deficiencias económicas domésticas

La crisis económica no reside en un fallo colectivo del mecanismo de mercado, sino en graves errores de la política económica argentina. El país, en esta etapa, está encerrado en un círculo vicioso de recesión económica, sobrevaluación del peso y un endeudamiento excesivo [Krueger, 2002].

En primer lugar, Argentina tiene grandes deficiencias en el sistema fiscal. En particular, la recaudación tributaria resulta difícil a causa de la deficiencia institucional y la falta de infraestructura debido al tamaño del país [Wessolly/ Wienert, 2002]. El gobierno de Carlos Menem pierde la oportunidad de incrementar los impuestos en el periodo de crecimiento al principio de los años noventa y de subir en consecuencia los superávits primarios [Izquierdo, 2002]. Es decir, que el gobierno aplica una política fiscal pro-cíclica que significa un aumento del gasto público o bien unas deducciones fiscales o bien un mantenimiento de la tasa impositiva en las fases de crecimiento. Estas herramientas fortalecen y prolongan un ciclo económico. Al contrario de la política aplicada, algunos expertos consideran que Argentina habría requerido una política fiscal anti-cíclica cuando la economía estaba paralizado al final de la década, es decir un aumento de los impuestos en periodos favorables [Díaz-Cassou, 2008]. De este modo, el populismo de Menem contempla políticas macroeconómicas demasiado caras que resultan en una financiación deficitaria [Czékus, 2014]. Por lo demás, los déficits fiscales contribuyen a una disminución de las reservas de divisas [Kaminsky, 2009]. Como el sector privado estaba en condiciones débiles, un incremento de los impuestos corporativos no habría tenido sentido. Esta actitud lo habría conducido muy probablemente a una reducción de inversiones y al consiguiente debilitamiento de las condiciones fiscales. Sin embargo, se recurre a estos medios en la fase álgida de la crisis en 2000 [Izquierdo, 2002]. En general, Argentina tiene grandes problemas en generar ingresos impositivos lo que dificulta en consecuencia la financiación de las deudas [Goded Salto, 2004]. Para ilustrar este punto, basta señalar que Argentina tiene una presión fiscal del 15%, que es muy inferior a la del promedio de los países de la OCDE, que se sitúa en un 40% [Goded Salto, 2004]. Más allá de



esto, Argentina dispone de una mala moral fiscal. Por eso es imprescindible restringir la evasión fiscal. Especialmente, a la escala provincial hay una falta de disciplina fiscal [Krueger, 2002].

Además, el sistema de paridad con el dólar (Ley de Convertibilidad) es considerado responsable del estallido de la crisis económica. En particular, se reprocha al gobierno argentino el haber mantenido el tipo de cambio fijo durante un periodo demasiado largo. [Saxton, 2003] Pero es imprescindible tener en cuenta que nadie puede predecir cuáles habrían sido los riesgos relacionados con la abolición del CB. Un abandono prematuro podría haber bajado la credibilidad del sistema monetario, lo que habría desembocado en los mismos problemas que ocurrieron finalmente en Argentina [Krueger, 2002]. A causa de la fijación del peso en términos de dólares no se cuenta con el instrumento de la inflación para bajar el gasto público en términos reales [Izquierdo, 2003]. Además, debido a la existencia de un CB, Argentina no puede ejercer control sobre “*el principal precio macroeconómico de una economía abierta: el tipo de cambio*” [Bresser-Perreira, 2007, p.113]. Como la política fiscal, el funcionamiento de un CB tiene un carácter pro-cíclico que crea una espiral descendente en tiempos de recesión. Es decir que si los tipos de intereses bajan, se produce una salida de capital al extranjero que conduce a una reducción del volumen de dinero y de las reservas de divisas. Bajo un sistema de un CB, una gestión de la demanda por parte del Estado es más difícil por falta de espacio para el endeudamiento [Wessolly/ Wienert, 2002]. Definitivamente, Argentina comete errores en la fijación de la paridad al dólar porque a lo largo del tiempo el peso sufre de una sobrevaloración permanente que causa un déficit amplio de la balanza comercial [Alberola, 2004]. Como punto de partida, tendría que haber establecido un cambio infravalorado porque una apreciación real de la moneda del CB era previsible. Este método se basa en el hecho de que la tasa de inflación del país dónde se instala el CB sigue un proceso de adaptación hasta que se estabiliza a un nivel parecido al del país de referencia [Wessolly/ Wienert, 2002]. En la selección del patrón monetario (moneda de referencia) se critica que habría sido mejor fijar el peso a una cesta de monedas compuesta por el dólar y el marco alemán (moneda predominante en Europa) porque a los Estados Unidos se destinan solamente el 10% de las exportaciones argentinas [Wessolly/ Wienert, 2002]. La presión alcista del dólar a finales de los años noventa refuerza, por lo demás, la sobrevaloración del peso y por último la crisis monetaria en Argentina.

Es indudable que el sistema de tipo de cambio fijo limita la adaptabilidad a la evolución del mercado internacional. Como he descrito antes, Argentina no tiene la herramienta adecuada



para reaccionar ante la devaluación de la moneda de un país competidor, por ejemplo en el caso de Brasil [Izquierdo, 2003]. Sobre todo durante la devaluación del real brasileño en los años noventa las consecuencias dolorosas eran perceptibles en Argentina [Tabla 2]. Con esto se muestra la fuerte dependencia de la evolución de la economía brasileña. [Goded Salto, 2004]. La pérdida de competitividad en el comercio exterior causa un descenso en la renta de las empresas lo que provoca una reducción en las inversiones privadas. Al final de la cadena, el Estado recibe menores ingresos lo que eleva el endeudamiento público [Izquierdo, 2003]. En 2002, el endeudamiento estatal asciende a 137,5 % el PIB, lo que representa una subida de casi 100 puntos porcentuales comparado con el año 2000 [World Economic Outlook, 2014]. Por el endeudamiento creciente y por la falta de sostenibilidad fiscal, Argentina pierde el acceso a los mercados financieros, lo que reduce las reservas de divisas internacionales. Este círculo vicioso describe claramente cómo Argentina se dirige paulatinamente hacia una recesión que culmina en la insolvencia [Izquierdo, 2003].

Sin embargo, no es pertinente culpar al CB en sí mismo. Argentina es el único país del mundo donde un CB ha terminado en una devaluación masiva y en una insolvencia estatal. En comparación a antiguos sistemas monetarios en Argentina, el CB se considera como uno de los más estables [Saxton, 2003]. La mayor debilidad del mismo radica en que al final el concepto de Convertibilidad no ha creado la credibilidad esperada necesaria para la estabilidad sostenible del sistema financiero. Esto se debe atribuir a una multitud de factores, entre los que se encuentra la integración de un sistema mixto entre un Banco Central y un CB o la falta de un consenso en la política argentina lo que fomenta la incertidumbre en la sociedad [Jímenez-Huerta, 2008]. En la fase álgida de la crisis, la pérdida de confianza conduce a la corrida bancaria en 2001 porque los ciudadanos temen una confiscación de los depósitos de ahorro [Izquierdo, 2003]. La pérdida de confianza completa se firma con la implementación del “corralito” (01/12/2001) que constituye una restricción de la retirada bancaria a \$ 250 por semana para cada ciudadano [Wylde, 2011]. Este acontecimiento representa el punto culminante de la crisis y a partir de esta fecha la insolvencia resulta inevitable.

En el ámbito de la política monetaria, muchas veces se estima que la sobrevaluación del peso fue un catalizador de la insolvencia. Una apreciación real de una moneda se ocurre cuando la productividad de un país crece en mayor medida que en otros países. Al principio de los años noventa Argentina reunía estas características. En contraste con ello, a partir de 1995 la apreciación del peso no está acompañada con incrementos adecuados de la productividad. Por



eso se establece una sobrevaluación real que asciende a 53% en 2001 (43% en la escala PPP) [Alberola, 2004]. Pero hay también estadísticas que demuestran lo contrario. Por ejemplo, el Índice Big Mac que compara los precios de una hamburguesa de la cadena McDonald's a nivel mundial indica que el peso está infravalorado en el año 2001 en un 2 % en comparación al dólar [Saxton, 2003]. Pero lo que no se menciona en el texto de Jim Saxton es que el valor del dólar se ha apreciado tremendamente contra todas las mayores monedas desde 1995. En referencia a la cesta amplia de monedas la apreciación asciende a 32% hasta septiembre de 2002 [Palley, 2003]. La comparación con el dólar, una moneda también sobrevalorada, falsifica las estadísticas aplicadas. La sobrevaloración del dólar contribuye significativamente a la sobrevaloración del peso en la recesión [Alberola, 2004]. Empleando el índice de precios del consumidor (IPC) los signos de sobrevaloración del peso son prominentes (11/2001: 120% del nivel estadounidense). Por el contrario el índice de precios del productor (IPP) no aporta las mismas pruebas para una posible sobrevaloración (11/2001: 96 % al nivel estadounidense) [Saxton, 2003]. El IPP contempla más productos comercializables y por eso es estrechamente relacionado con el sistema del tipo de cambio. Por lo tanto, este índice no depende de la misma manera que el IPC del mercado doméstico y de la creación monetaria del Banco Central. [Togay/ Kose, 2013]

Otra debilidad de la economía argentina representa la confianza ciega en los fondos extranjeros, especialmente del FMI [Czékus, 2014]. Muchas veces se critica el papel del FMI que según varios expertos aplaza la crisis con la cesión de créditos cuando una insolvencia parece indispensable. La cesión de préstamos del FMI está ligada a condiciones crediticias muy estrictas (reformas/ política de austeridad) lo que crea una relación de dependencia [Kedar, 2014]. Especialmente, Joseph E. Stiglitz, premio Nobel en economía, crítica en su libro "Globalization and its Discontents" que países en recesión se ven forzados a aplicar una rígida política de ahorro que acelera la caída en la depresión como en el caso de Argentina [Stiglitz, 2002]. El antiguo economista jefe del Banco Mundial formula graves acusaciones contra el FMI de tal manera que los beneficios de los programas llegan desproporcionadamente a los más ricos, mientras los menos favorecidos hacen frente a una pobreza elevada. Al final, concluye que el dolor experimentado a causa de las instrucciones impuestas antidemocráticamente por el FMI sobrepasa el efecto inevitable [Stiglitz, 2002]. Por falta de otras fuentes de financiación externa, Argentina intenta cumplir todos los requisitos lo que empeora su situación económica.



Argentina sufre también de una alta prima de riesgo que dificulta gravemente la financiación del Estado y de las empresas privadas. La prima de riesgo soberano de Argentina que mide la subida en los precios de los empréstitos estatales argentinos alcanza su máximo en 2001 con 14,8 % en promedios anuales [Czékus, 2014]. El aumento de riesgos se puede ver también en el desarrollo del EMBI+ para Argentina. Es un índice publicado por J.P. Morgan que evalúa el riesgo de los bonos de deuda externa para mercados emergentes ponderado por la capitalización del mercado. [J.P. Morgan Chase & Co.] El EMBI+ representa el “spread” entre los bonos del Tesoro de los Estados Unidos y los bonos argentinos. Después de una crisis monetaria en otros países emergentes, se puede observar una subida masiva de los “spreads”. En comparación a niveles pre-crisis de la década noventa, el hueco entre las dos clases de bonos es mucho más grande. [Izquierdo, 2003] Las fuerzas impulsoras de los “spreads” soberanos (prima sobre los bonos del Estado) son la evolución de la tasa de intereses internacionales, el crecimiento económico mundial y por último la aversión global al riesgo (GRA = global risk aversión) [Alberola, 2004]. Este concepto explica la actitud de los inversores a correr un mayor riesgo para maximizar su rendimiento. En América Latina y especialmente en Argentina se nota un incremento grave de los “spreads” soberanos cuando el rendimiento de los empréstitos estatales de los Estados Unidos (debido a las favorables perspectivas del crecimiento de la economía americana a finales de los años noventa) crece. A esto se añade el incremento de la GRA a causa de la crisis monetaria en otros países emergentes que fortalece este efecto [Alberola, 2004]. Argentina alcanza su punto culminante en julio de 2002 con 7150 puntos del índice EMBI+. Para ilustrar la alta prima de riesgo, en febrero de 2015 Argentina tiene 700 puntos (Brasil: 305/ México: 190 puntos) [ámbito.com]. Esto significa que los bonos del Tesoro argentino devengan un interés más alto debido a la prima elevada. Los intereses crecientes siguen debilitando la situación de las finanzas públicas lo que dificulta un saneamiento presupuestario [Wessolly/ Wienert, 2002].

Por último, una debilidad reside también en las peculiaridades del mercado laboral. Entre otras cosas, el mercado laboral argentino muestra una falta de flexibilidad doméstica suficiente. Y es que para mantener la competitividad internacional se necesita otras fuentes de adaptación teniendo en cuenta el sistema de tipo de cambio fijo [Krueger, 2002]. Otro factor distorsionante en el mercado laboral es la disparidad entre los salarios pagados por las entidades públicas y el sector privado. En 1994 el sector público paga un 25 % más mientras que en 1998 ese diferencial crece hasta un 45 %. Esta partida del gasto público creciente incide de manera especialmente negativa en las finanzas públicas a lo largo del mandato de Menem. [Krueger, 2002]



## 5.2 Choques externos

Si existe una crisis monetaria en un mercado emergente, es frecuente que se produzca un contagio a otros países vecinos o a países con una estructura económica similar. Este fenómeno se explica por el instinto gregario de los inversores. Esto se debe a que los inversores se movilizan a gran velocidad, siguiendo el comportamiento del operador mejor informado a fin de no quedarse solos en un contexto de pérdidas. De este modo, los inversores suelen aplicar la misma estrategia tomando o deshaciendo posiciones simultáneamente en los mismos mercados lo que amplifica las consecuencias de sus actuaciones. El contagio a mercados más sólidos se produce, por lo demás, cuando los operadores que han abandonado un mercado se dirigen a otros en los que vender valores con elevada cotización y compensar así las pérdidas producidas en aquel. Argentina también se vio perjudicada por esos choques externos [Wessolly/ Wienert, 2002].

Más concretamente, en 1994, como consecuencia de una serie de desequilibrios de su política interior, México tiene que afrontar la salida inesperada de capital que acaba en una crisis financiera denominada “efecto tequila” [Wessolly/ Wienert, 2002]. Pues bien, Argentina sufre también repercusiones negativas de la crisis mexicana porque los inversores temen que Argentina también pueda caer en una espiral negativa que la fuerce a abandonar su tipo de cambio fijo. Así, a través de altas retiradas de fondos de inversión mobiliaria, la crisis se extiende al mercado argentino [Kaminsky, 2009]. Los inversores cambian masivamente los pesos por dólares, puesto que temen la pérdida del valor de la moneda. Aparte del “external drain” (salida del capital extranjero), ocurre un “internal drain” (corrida bancaria de los argentinos) [Wessolly/ Wienert, 2002]. Esto resulta en una caída acusada de las reservas de divisas. [Izquierdo, 2003] La crisis mexicana demuestra obviamente la vulnerabilidad del sector bancario argentino que será reestructurado después de la crisis mexicana (cierre de bancos, fusiones de bancos provinciales) [Camdessus, 1996]. Aunque el reflujo de capital a Argentina ocurra rápidamente, las deficiencias presentan la predisposición de la economía argentina a choques externos causados por una crisis monetaria en un país emergente. Estas dificultades primarias ponen la solvencia financiera de Argentina en duda. Durante la crisis monetaria en Rusia 1998, las interferencias fueron más graves para el mercado latinoamericano porque esta crisis cambia ampliamente la disposición a correr riesgos en mercados emergentes. Además, a causa de una subida de los intereses, el coste de capital se multiplica [Izquierdo, 2003].



La devaluación del real brasileño en 1998 causa las mayores dificultades porque Brasil constituye el mayor socio comercial de Argentina (casi un tercio de las exportaciones argentinas se destinan a Brasil) [Goded Salto, 2004]. Tras la devaluación del real se produce en 1999 una caída en las exportaciones argentinas de un 30 % [Wessolly/ Wienert, 2002]. Gracias a la pérdida de valor del real se abaratan los productos brasileños, lo que restringe la competitividad de los bienes y servicios argentinos [Czékus, 2014]. Más allá de esto, empresas argentinas trasladan su sede a Brasil para beneficiarse de las condiciones favorables en este país. Ello causa un daño grave al sector industrial y a las cuentas públicas. A pesar de estas debilidades económicas, Brasil no estaba nunca en peligro de insolvencia. Esto se basa fundamentalmente en la posibilidad de devaluar su moneda que conduce a una ventaja temporal frente a los productores argentinos. En contraposición a Argentina, Brasil puede llevar a cabo su propia política monetaria y es con ello más flexible en el ámbito internacional [Saxton, 2003]. Adicionalmente, Brasil responde a la crisis rápidamente con un ajuste fiscal. Además, Brasil, no registra un ratio tan alto de sus deudas en dólares [Izquierdo, 2003].

Estos efectos que han subido tremendamente el riesgo de una insolvencia se llaman “sudden stop” [Izquierdo, 2003]. Económicamente se define este fenómeno como una ralentización del flujo de capital privado hacia las economías emergentes. En un efecto multiplicador se reduce la producción, la concesión de créditos al sector privado y por último llega a una devaluación de la moneda nacional [Izquierdo, 2003]. Argentina es extremadamente vulnerable a un “sudden stop” provocado por las crisis monetarias mencionadas anteriormente porque el país es débil en referencia a su grado de apertura (economía cerrada) y a la dolarización de sus deudas [Izquierdo, 2003]. En efecto, este problema se ve agravado por el hecho que Argentina tiene un ratio de exportaciones en comparación al PIB muy bajo. Así, la falta de divisas internacionales dificulta el servicio de deudas [Krueger, 2002]. Cuando una crisis monetaria aparece casi de la nada porque el país en el que empieza la crisis tiene casi ninguna relación financiera o comercial con el país que está enfrentado del contagio, el “spillover effect” es más profundo.



**Tabla I: Orden cronológico de los acontecimientos de la crisis en Argentina**

<b>Fecha</b>	<b>Acontecimiento</b>
<b>01/04/1991</b>	Implementación de la Ley de Convertibilidad
<b>01/01/1992</b>	Sustitución del austral por el peso (1 peso = 10.000 australes = \$ 1)
<b>1994/95</b>	Crisis financiera en México (“Efecto de tequila”) con efectos de repercusión a Argentina
<b>10/12/1998</b>	Fernando de la Rúa (del partido Alianza) llega a ser el nuevo Presidente
<b>01/1999</b>	Depreciación masiva del real brasileño
<b>01/12/2001</b>	Retirada limitada de depósitos hasta el límite de \$ 250 por semana (“corralito”)
<b>07/12/2001</b>	Impago parcial de deuda pública
<b>20/12/2001</b>	Manifestaciones violentas (“Cacerolazo”) con 28 muertos
<b>01/01/2002</b>	Nombramiento de Eduardo Duhalde como nuevo Presidente
<b>06/01/2002</b>	Abolición de la fijación al dólar (fin oficial del “currency board”)
<b>Enero 2002</b>	Transformación de todas las cuentas por encima de un cierto límite en libretas de ahorro a renta fija (“corralón”)

Fuentes

1. Czékus, A. 2014
2. Saxton, J. 2013
3. Wylde, C. 2011



## 6. La época post-crisis

El objetivo de este apartado es la explicación de la situación económica y las medidas establecidas para afrontar la insolvencia estatal de 2001. El siguiente epígrafe no se refiere a una descripción del orden cronológico [Tabla I], sino a un análisis económico de la quiebra soberana. Un enfoque reside en la evaluación de la reestructuración de las deudas lo que dificulta regulaciones judiciales. Se pone el acento en resaltar que el impago de deudas en 2014 tiene sus raíces en errores cometidos en este proceso. Además, se explican las medidas de estabilización implementadas en la era Kirchner promoviendo el crecimiento económico argentino. Por último, se hace hincapié en las críticas a la política emprendida en dicho periodo y se toma posición en relación con la sospecha de corrupción y fraude.

### 6.1 Situación económica y social

Después del anuncio de la insolvencia estatal, los políticos argentinos se tienen que enfrentar al profundo descontento de la sociedad civil que da lugar a manifestaciones violentas con 28 muertos en los días previos a la Navidad de 2001 [Tabla 1]. El eslogan “Que se vayan todos” muestra la grieta entre la sociedad y las elites políticos [Wylde, 2011]. La ciudadanía frustrada mayoritariamente desempleada (21,7 % en 2002; gráfico VI) insiste en el retorno de formas tradicionales de la gobernación política. Sobre todo, la población insiste en la abolición de la teoría neoclásica como elemento predominante en la política económica [Wylde, 2001]. Bajo el nuevo Presidente Eduardo Duhalde, primeramente se aspira a mitigar los efectos de la devaluación masiva del peso para el sector bancario. Por eso Duhalde implementa el denominado “corralón” que representa la transformación de todas las cuentas por encima de un cierto límite en libretas de ahorro a renta fija [Tabla I]. Además, se establece un sistema de tipos de cambio flexible para que el peso se ajuste a su verdadero valor [Tabla I].

En el periodo post-crisis, Argentina se encuentra económicamente en una situación de estanflación. Como es sabido, es un contexto en el que se combina el estancamiento y la inflación. En una fase de estanflación, una economía no tiene éxito ni en el fomento de crecimiento vía una política expansiva o facilidades crediticias, ni en la parada de la devaluación monetaria. En otras palabras, Argentina experimenta una fase de crecimiento negativa con una alta tasa de inflación [Wylde, 2011]. El PIB per cápita disminuye de 7800 (1998) a 2700 (2002) medido en dólares. Esta reducción explica entre otras cosas el enorme incremento de la población por debajo de la línea de pobreza de 25,9 % (1998) hasta 57,5 % (2002) [Czékus, 2014]. Esta cifra alarmante ejemplifica cómo la política de Menem ha



reforzado la desigualdad entre los diferentes grupos sociales. Hasta 2004 Argentina sufre una demanda agregada contraída a causa de un bajo nivel de empleo y salarios. Más allá de esto, el “corralito” causa una restricción de liquidez masiva [Wylde, 2011]. En esta fase, el FMI ayuda a Argentina con un préstamo por un importe de 12,6 mil millones de dólares porque tienen miedo del posible contagio de la crisis argentina a otros países emergentes [Czékus, 2014].

La fase de una recuperación ligera empieza con el incremento de las inversiones directas (+49 % entre 2002 y 2003) debido entre otras cosas al boom en el sector de la construcción (+20,4 % entre 2004 y 2005) y en la industria agropecuaria [Wylde, 2011]. Al final del año 2004, el PIB de Argentina alcanza por primera vez el nivel anterior de la crisis. Estos años constituyen la señal de salida de la mejora de la situación económica. Debido a un marco macroeconómico más favorable, lo que implica un decremento de la tasa de inflación y un PIB creciente, se induce un estímulo de la demanda agregada a causa de un incremento del empleo y del gasto de consumo de los hogares [Aysen Doyran, 2015]. Por eso, se describe esta fase también como una “recuperación con base en la demanda” [Aysen Doyran, 2015]. Por lo demás, las exportaciones contribuyen cada vez más al crecimiento económico. Mientras que en los años noventa las exportaciones constituyen un ratio de 10 % del PIB como máximo, desde hace 2003 el porcentaje ha crecido hasta alcanzar valores entre el 22 y el 25 % [Wylde, 2011]. El aumento en las exportaciones es favorecido por la devaluación del peso y la implementación de un tipo de cambio flotante en la era post-crisis. Después de lograr un nivel equivalente al 115 % del valor al final del CB, el Banco Central aspira a mantener el objetivo mediante la compraventa de divisas extranjeras [Damill/ Frenkel/ Lapetti, 2014].

En general, los años posteriores de la insolvencia en 2001 se caracterizan como una progresión rápida lo que no era prevista por la mayoría de los expertos. Según los datos del FMI, la economía argentina ha crecido un 94 % en el periodo 2002 – 2011 lo que representa uno de los crecimientos más altos a escala mundial [Aysen Doyran, 2015]. Sin embargo se nota una primera desaceleración del crecimiento del PIB en el año 2009 (+ 0,85 %, índice real) a causa de la crisis financiera global que tiene sus orígenes en el estallido de la burbuja inmobiliaria en los Estados Unidos en 2007/08. Según el Banco Mundial, especialmente países como Argentina destacados como exportadores de recursos naturales sufren una alta caída a causa de la reducción de la demanda global y precios decrecientes de las materias primas [Aysen Doyran, 2015]. Además, Argentina tiene que resistir una fuga amplia lo que se



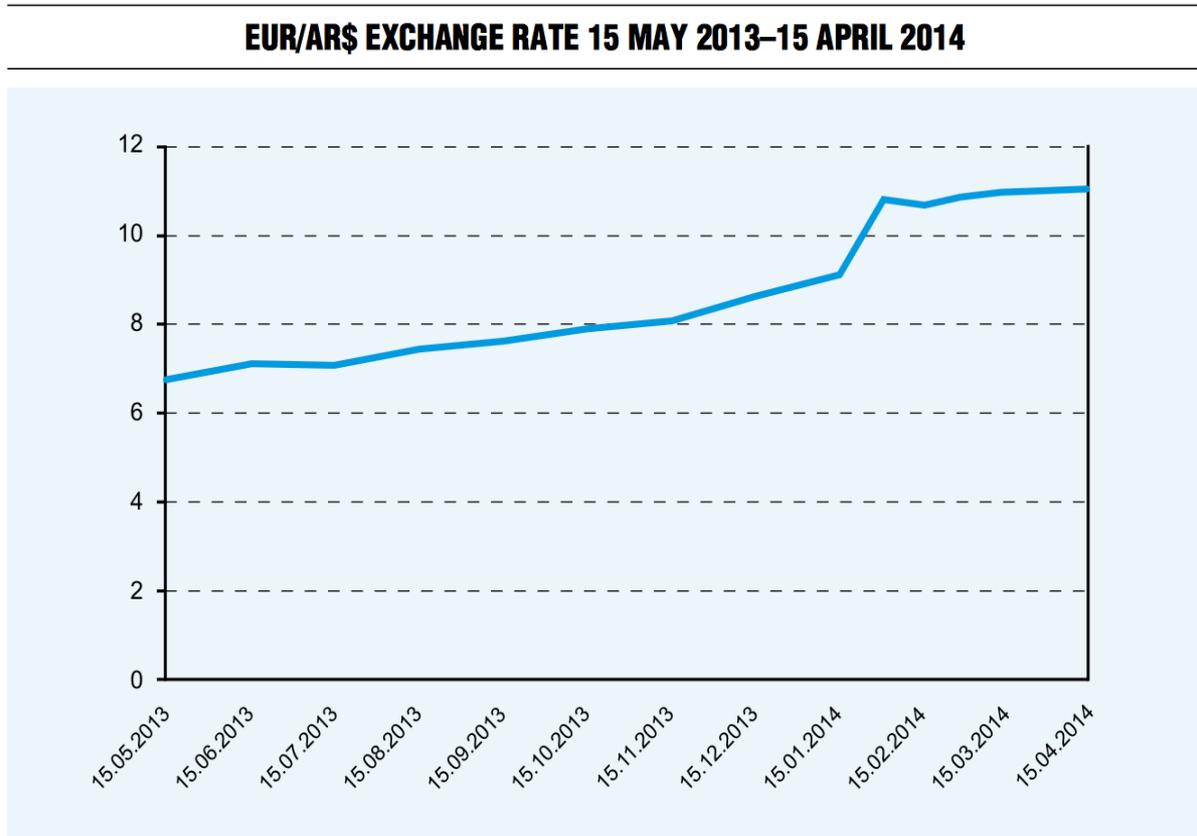
extiende a la salida de capital extranjero y doméstico. A causa de la desconfianza en el mercado, los operadores prefieren invertir en bonos más seguros con una rentabilidad reducida [Damill/ Frenkel/ Lapetti, 2014]. Además, Argentina experimenta un incremento de la tasa de inflación por lo que las autoridades se ven obligadas a devaluar el tipo de cambio paulatinamente de cerca de 3,80 pesos por dólar en 2009 a un nivel de 8,71 pesos por un dólar en febrero de 2015 [Finanzen.net, 2015]. Más allá de esto, Argentina empieza a desarrollar una política fiscal muy expansiva a partir de 2010 para crear un estímulo en la demanda nacional. Como Argentina no dispone de un acceso a mercados financieros internacionales, esta política se financia sobre todo mediante las reservas de divisas del Banco Central [Damill/ Frenkel/ Lapetti, 2014].

Y es sobre todo a finales de 2013, cuando se produce una devaluación acelerada que está representada en el gráfico III más abajo. En menos de un año la moneda argentina se devalúa de 6,50 pesos por euro a 10,50 pesos por euro. Debido a la devaluación masiva, Argentina experimenta una evasión de capitales [Aysen Doyran, 2015]. La actitud del Banco Central en este asunto es muy pasiva y es difícil explicar por qué no intervienen en este proceso de devaluación. Una posible interpretación es que el Banco Central tiene que perseguir bien un crecimiento elevado o bien una alta cuantía de reservas extranjeras. Como es sabido, una devaluación conduce a un encarecimiento de las importaciones. Por este motivo, hay una reducción en las importaciones, lo que afecta notablemente al crecimiento económico a causa de la alta dependencia de productos importados. Por el contrario, si el Banco Central quiere impedir la devaluación, se ve obligado a comprar pesos en el mercado abierto. Para realizar esta compra, el Banco Central tiene que usar sus reservas de divisas extranjeras, lo que paulatinamente conduce a una disminución de esta cuantía. A lo mejor el Banco Central no quiere arriesgar una situación financiera inestable [Strauss/ Rathbone/ Wheatley, 2014]. En enero de 2014, las divisas extranjeras solamente ascienden a \$ 29,26 mil millones lo que significa una alta reducción con respecto al valor de 2010 durante la segunda fase de la reestructuración de las deudas. En la fase de alto crecimiento, Argentina disponía de más de \$ 50 mil millones lo que se representa también en el gráfico V [Strauss/ Rathbone/ Wheatley, 2014]. Además, la inflación crece notablemente hasta alcanzar un nivel del 40 % en octubre de 2014 [Mander, 2014]. Estos factores dificultan aún más la financiación en los mercados exteriores. La toma de un crédito repercute altos costes para Argentina a causa de la alta prima de riesgo que está representado por los “CDS spreads”. En abril de 2014 los “CDS spreads” incrementan hasta alcanzar un nivel de 1724 puntos. En comparación Brasil tiene



solamente un nivel de riesgo de 156 puntos y Venezuela también sacudido por una crisis tiene 1006 puntos [Czékus, 2014].

**Gráfico III: Tipo de cambio 2013/14 (EUR/Peso)**



*Note:* Value for the 15th of each month from the starting date up to 15 December 2013; values for the 15th and the last day of each month from 15 January 2014.

Fuente: Czékus, A. 2014



## 6.2 Prácticas en la era del “Kirchnerismo”

En primer lugar, hay que constatar que la era de Néstor Kirchner (2003 – 2007) es marcada por condiciones externas favorables; esto es una situación geopolítica estable y un alto nivel de precios para las materias primas (incremento de 35 puntos porcentuales para un índice de materias primas dedicadas a la exportación) [Wylde, 2011]. En esta década, por ejemplo, la soja se convierte en el producto agrícola principal exportado por la economía argentina. El país se beneficia de una alta demanda de países como China o India y de la importancia creciente del combustible biológico [Wylde, 2011]. En general, el clima favorable de un crecimiento global robusto anteriormente a la crisis financiera de 2008, acelera la recuperación del paciente argentino.

Según varios expertos, el saneamiento de la economía argentina no depende en gran medida de una política proactiva y exitosa del gobierno Kirchner, sino de las condiciones descritas más arriba. Sin embargo, querría examinar las medidas establecidas en esta época. Al asumir el cargo, Néstor Kirchner promete que “*el periodo del neoliberalismo ha terminado*” [Aysen Doyran, 2015]. En vez de seguir con la línea de “ortodoxia convencional”, relacionada estrechamente con la teoría neoclásica y exportada al mundo en desarrollo, Kirchner proclama el camino del “nuevo desarrollismo”. Este concepto político otorga al Estado un papel central [Bresser-Pereira, 2007]. Al contrario de la teoría neoclásica, no hay una confianza plena en los mecanismo del mercado, pero tampoco defiende medidas que impliquen una protección rígida de la industria nacional naciente como el antiguo desarrollismo seguido en los años cincuenta [Bresser-Pereira, 2007]. En cualquier caso esta nueva vía rompe claramente con las resoluciones del Consenso de Washington.

En primer lugar, Kirchner se dedica a la reducción del peso del sector financiero en la composición del PIB a través de un fomento del sector industrial. El nuevo Presidente reprocha a sus predecesores que han llevado a cabo una política centrada en el área financiera y bancaria [Wylde, 2011]. El fortalecimiento del sector industrial mejora la sostenibilidad de la economía argentina porque reduce la dependencia de los precios globales para las materias primas. Además, Kirchner emplea programas coyunturales siguiendo la teoría keynesiana [Wylde, 2011]. Como es sabido, según Keynes, en periodos de recesión, se requiere un estímulo por el lado de la demanda (consumo e inversión interna) a través de una intervención estatal. La teoría keynesiana describe el carácter contraproducente de programas de austeridad en fases de recesión, muchas veces impuestas por el FMI [Tobin, 1984]. Especialmente, la



rama de la construcción se beneficia de los programas de infraestructura y de la creación de empleo que fomentan la actividad económica del sector privado.

Por el lado de la política monetaria se hace hincapié en el mantenimiento de un tipo de cambio competitivo y estable para fortalecer las exportaciones y para fomentar el proceso de sustitución de las importaciones [Aysen Doyran, 2015]. Se aspira a exportar bienes manufacturados o materias primas de alto valor agregado que contribuyan más al crecimiento argentino [Wylde, 2011]. La reducción de los tipos de interés para incrementar las inversiones refuerza esta política. La meta del “nuevo desarrollismo” es la realización del crecimiento con la ayuda de un ahorro interno evitando altos déficits en la cuenta corriente [Bresser-Pereira, 2007]. Así, a partir de 2003 el gobierno consigue registrar ingresos fiscales crecientes. Los excedentes fiscales resultan por un lado de una economía en aumento y por otro lado de una eficiencia más alta en la recaudación tributaria. Con respecto a los gastos, Kirchner se esfuerza por lograr una situación presupuestaria próxima al equilibrio. Durante su mandato, Argentina experimenta una alta reducción en las tasas de desempleo que se encontraba en tasas superiores al 20 % en 2003 hasta alcanzar una tasa inferior al 10% a finales de 2006 [Gráfico VI]. No obstante, la reducción de la tasa de paro se explica más por condiciones externas favorables de manera temporal y no por una mejora sistémica. [Wylde, 2011]. Las medidas empleadas disminuyen las “restricciones en la balanza de pagos” y ayudan a acumular reservas extranjeras [Aysen Doyran, 2015]. Se llega también al objetivo de reducir drásticamente la tasa de endeudamiento [Wylde, 2011].

En 2007, Néstor Kirchner renuncia a un segundo mandato por motivos de salud y su esposa Christina Fernández de Kirchner asume la presidencia. En contraposición a su marido, la nueva presidenta fomenta más el mercado interno y abandona la política orientada al fortalecimiento de las exportaciones [Burke, 2012] La política de Fernández de Kirchner conduce a una escasez parcial de varios productos a causa de las importaciones decrecientes originadas por altas tasas de inflación [The Economist, E, 2014]. Además, el mandato de Fernández de Kirchner destaca por un gasto excesivo a favor de los grupos sociales pobres, lo que subraya el carácter populista de su política [Czékus, 2014].

No obstante, los críticos del “kirchnerismo” han señalado que las intervenciones estatales acaban distorsionando los mecanismos del libre mercado, en particular mediante la determinación de los precios [Aysen Doyran, 2015]. Especialmente, en el sector agrícola las distorsiones son notables. Con la ayuda de altos impuestos sobre las exportaciones y la fijación de contingentes, el gobierno intenta mantener los precios a un nivel bajo para el

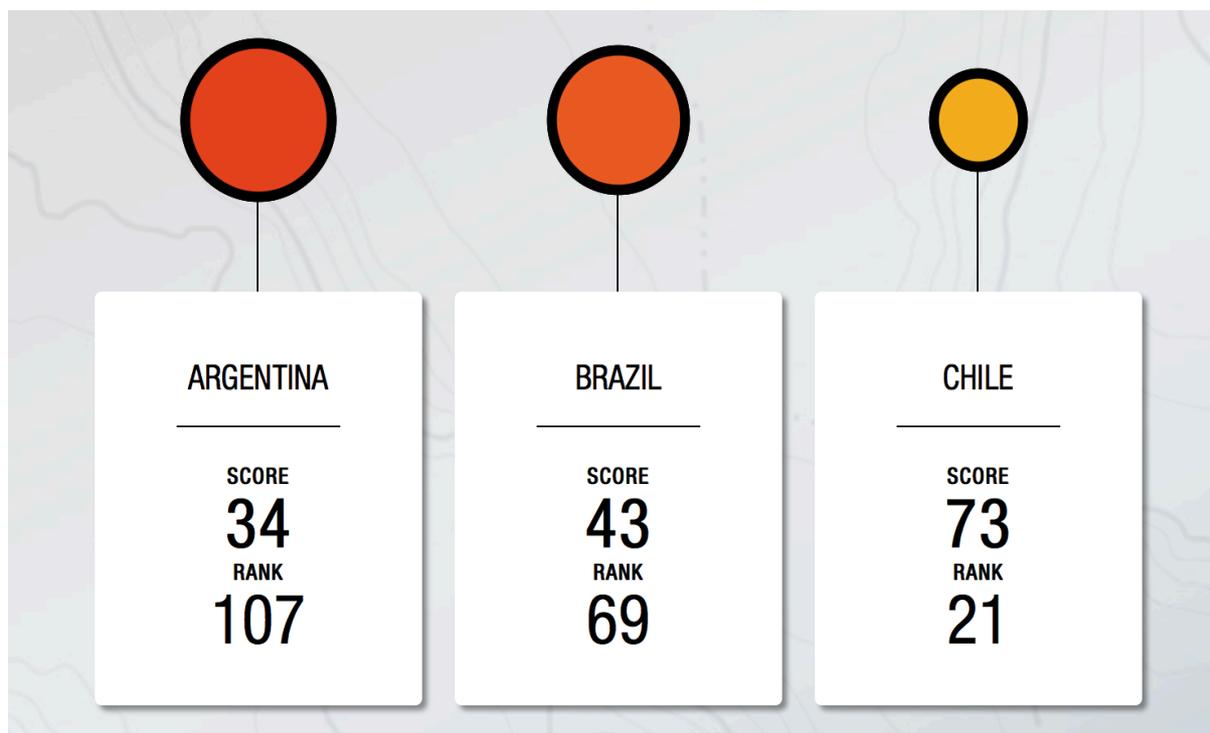


mercado interno. A causa de estas regulaciones, Argentina pierde su importancia global como exportador de productos agrícolas. Con respecto a las exportaciones de trigo, Argentina era el líder global en 2006, mientras que en 2013 ocupaba solamente el décimo lugar a escala mundial [The Economist, D, 2014]. Además, se realiza una gran extensión del aparato estatal, lo que recuerda a una economía planificada. Para ilustrar este punto, basta señalar que el 73 % de la economía de Santa Cruz (provincia de origen de los Kirchners) depende de la administración pública [Lanata, 2014].

En el nuevo libro del periodista argentino Jorge Lanata “10 K – La Década Robada” la era del “kirchnerismo” es designada como una “*democracia autoritaria*”. Lanata culpa a las élites políticas de corrupción y fraude. Un posible caso de malversación puede constituir la transformación de bonos en acciones de YPF (compañía petrolífera argentina que fue nacionalizada en 2012) porque según las investigaciones no se indica la fecha de compra, ni el precio o el origen del dinero en los libros oficiales [Lanata, 2014]. Además, Lanata sospecha que algunas instituciones de la obra pública de las cuales el 80 % no son rentables, operan como lugares del lavado de dinero. El autor demuestra su tesis con una variedad de datos, entre otros, el incremento de la fortuna de los Kirchners en un 4567 % entre 1995 y 2010, lo que resulta más que dudoso [Lanata, 2014]. Por lo demás, el problema de la corrupción también se pone de manifiesto en indicadores tales como el Índice de Percepción de Corrupción en el cual Argentina ocupa la posición 107 de 175 países. El gráfico IV muestra una comparación con la economía más poderosa de América Latina, Brasil, y el ejemplo de mejor práctica del continente, Chile. Los dos países muestran un desarrollo antagónico que Argentina y representan mejoras significativas con respecto a la corrupción [Transparency International, 2014].



**Gráfico IV: Índice de Percepción de Corrupción (2014)**



Fuente: Transparency International 2014

### 6.3 Reestructuración de las deudas

La insolvencia estatal de 2001 afecta a un volumen de 143,8 mil millones de dólares que se reparten entre deuda externa (87,5 mil millones de dólares) y deuda doméstica (56,3 mil millones de dólares) [Díaz-Cassou, 2008]. Una característica central de la reestructuración es el retraso del proceso por parte del gobierno argentino. La primera oferta a los acreedores tiene lugar en 2003 durante el encuentro anual del FMI en Dubái. En la oferta se incluye varias cláusulas legales; por ejemplo si hay mejoras en las condiciones de cambio para algunos acreedores, los que tienen derecho a pedir las mismas reclamaciones [The Economist, 2015]. Se establece la denominada cláusula RUFO (Rights Upon Future Offers) con el fin de asegurar un marco seguro y de excluir la posibilidad de pactos secretos con otros acreedores en el futuro. La oferta comprende un cambio de las deudas antiguas por nuevos bonos con un valor actual neto muy reducido. En terminología judicial una norma como esta se llama *pari passu* cláusula [Macey, 2014]. La cláusula que promete la igualdad de todos los acreedores tiene consecuencias determinantes al impago de deuda en 2014 [The Economist, 2015].

En una primera fase de la reestructuración se centra en el servicio de la deuda doméstica. La gran mayoría de deuda está en dólares estadounidenses, por eso el gobierno intenta convertir la deuda en pesos a un ratio de 1,4 pesos por dólar en marzo de 2001. En una segunda fase,



que termina en abril de 2005, se realiza el intercambio de deuda por nuevos bonos. Para esta transacción, denominada “mega canje”, el Estado tiene que emitir nueva deuda por un importe de 35,2 mil millones de dólares lo que significa una reducción nominal por 43,5 % [Wylde, 2011]. La oferta incluye títulos con un valor entre 25 y 29 céntimos por cada dólar de los antiguos títulos en mora [Macey, 2014]. La deuda está denominada en pesos para que Argentina pueda excluir el riesgo de tipo de cambio. Además, el plazo se extiende de 12 a 26 años con intereses más bajos lo que resulta en una carga de la deuda más sostenible para Argentina. [Wylde, 2014] Los titulares están obligados a aceptar las nuevas condiciones de los bonos intercambiados, por ejemplo que los bonos estén emitidos bajo el derecho argentino. En promedio los acreedores asumen una pérdida de sus inversiones que se mueve en una horquilla entre el 71% y el 75% del valor actual neto de dichas inversiones [Díaz-Cassou, 2008].

En 2010, el gobierno hace la misma oferta a los titulares de bonos aún existentes lo que aumenta la tasa de participación al 93 % de los acreedores que aprueban la reestructuración de sus deudas. Argentina anuncia que esta oferta es la última oportunidad para los acreedores de recibir una indemnización parcial. El gobierno argentino aclara que a partir de esta fecha los antiguos bonos ya no se pagarán más [Neve, 2014]. Adicionalmente, en 2005 Argentina aprobó el denominado “Lock Law” que prohíbe al gobierno argentino hacer negociaciones con los titulares que no aceptaban la oferta. En otras palabras, los políticos argentinos pueden enfrentarse a consecuencias judiciales, si ofrecen a los acreedores restantes mejores condiciones que al resto de los acreedores [Macey, 2014].

En lo sucesivo querría contemplar el periodo de reestructuración desde un punto de vista retrospectivo. Argentina ha pagado puntualmente todas las reclamaciones de los titulares de los bonos reestructurados hasta la fecha descrita anteriormente [Neve, 2014]. Debido a la reestructuración de las deudas, la prima de riesgo soberano está reducida notablemente con respecto a la prima en la situación de mora en 2001. La reducción de las deudas a un nivel manejable se considera el principal logro de Néstor Kirchner [Wylde, 2011].



## 7. El impago de la deuda pública en 2014

El 30 de julio de 2014 Argentina tiene que declarar el impago de su deuda soberana. En total Argentina está en mora por octava vez en su historia [The Economist, A, 2014]. En este día fracasan las negociaciones con “NML Capital”, una sociedad filial de “Elliot Management Corporation” y “Aurelius Capital Management”. Los dos fondos de cobertura estadounidenses exigen el reembolso completo de sus inversiones lo que ascienden a un importe de 1,33 mil millones de dólares más intereses [The Economist, B, 2014]. Los fondos de cobertura compraron los títulos de deuda del Estado a precios inferiores al valor nominal en mercados secundarios después de la insolvencia estatal en 2001 [The Economist, B, 2014]. Con su demanda, los dos fondos se remiten a la cláusula pari passu (RUFO cláusula) porque según ellos, Argentina ha favorecido a los titulares de los bonos reestructurados frente a ellos [Neve, 2014]. El siguiente apartado hace hincapié en las razones por las que Argentina no estaba dispuesto a pagar las reclamaciones. Además, se explica la transición de Argentina hacia la insolvencia técnica.

### 7.1 Explicación de las circunstancias del impago y del marco legal

Los títulos originales se emiten bajo las condiciones legales del estado federal de Nueva York. Se incluye este paso para fortalecer la seguridad de la inversión para que el Estado argentino pueda atraer a un mayor número de compradores [Macey, 2014]. En 2012, Thomas Griesa, juez del tribunal federal del estado de Nueva York, decide que Argentina tiene que pagar el importe total a los fondos de cobertura estadounidenses mencionados anteriormente. Además, el juez prohíbe el pago de las deudas pendientes a los acreedores que han aceptado las dos reestructuraciones en 2005 y 2010, si Argentina se niega a pagar la suma total de las reclamaciones [Neve, 2014]. Para ilustrar esto significa que si Argentina paga un 5 % a los titulares de los bonos reestructurados, tiene que pagar la misma cantidad a los fondos de cobertura que no aceptan la oferta de reestructuración [Macey, 2014]. Sin llegar a un acuerdo, el “Bank of New York Mellon Corp.”, el fideicomisario de los bonos, tiene que bloquear por orden judicial los pagos de los intereses por un importe de 539 mil millones de dólares. Este importe fue ingresado puntualmente por Argentina en el banco [Turner/Parks, 2014]. Por esa razón, Argentina tampoco puede amortizar la deuda heredada. Como Argentina realmente es capaz de pagar sus deudas, los políticos argentinos niegan ser un estado de mora [The Economist, C, 2014]. En junio de 2014, el Tribunal Supremo, el mayor órgano judicial en los Estados Unidos, rehúsa la comparecencia de la revisión argentina. Con ello se mantiene la sentencia del magistrado Griesa.



La cláusula RUFO (véase arriba) constituye el motivo principal por el que Argentina no acepta las exigencias del fondo NML Capital. Si Argentina paga a los fondos de cobertura, probablemente la cláusula entraría en vigor [The Economist, B, 2014]. Sobre este asunto hay muchas discusiones legales, porque según otros abogados la cláusula solamente entra en vigor, cuando Argentina paga voluntariamente lo que no es el caso al verse sometida a un orden judicial [Turner/Parks, 2014]. En estas circunstancias, el gobierno teme otras demandas de reclamación por un importe de 120 mil millones de dólares [Turner/Parks, 2014]. Definitivamente, estas exigencias sobrepasarían claramente las reservas de divisas argentinas lo que resultaría en una insolvencia con similares consecuencias a la de 2001. La fecha de vencimiento de la cláusula RUFO estaba fijada para el 31 de diciembre de 2014. A partir de esta fecha, Argentina tiene la posibilidad de llegar a un acuerdo con NML Capital sin temer reclamaciones de compensación por parte de otros acreedores [The Economist, 2015]. Sin embargo, hasta ahora no hay un pacto entre Argentina y los fondos.

Más allá de esto, el gobierno no quiere pagar por principio a los “fondos buitres” tal y como la Presidenta Fernández de Kirchner denomina los fondos de cobertura. El Estado se siente tratado de forma injusta por el capitalismo financiero de los fondos de cobertura. Especialmente, la compra barata de los títulos posteriormente a la insolvencia indigna a las autoridades argentinas. NML Capital es conocido por la práctica de comprar bonos en estado de mora y demandar más tarde con la ayuda de métodos judiciales el valor total de los títulos [Neve, 2014]. Esto explica también la involuntariedad del gobierno argentino a negociar con NML Capital. Poco antes del vencimiento del plazo de gracia el 30 de julio, los representantes del gobierno únicamente se entrevistaron con Daniel Pollack, el intermediador nombrado por el Juez Griesa para vigilar las negociaciones [The Economist, B, 2014]. Una negociación cara a cara entre Argentina y NML Capital fue rechazada por la Presidenta el día 29 de julio porque Fernández de Kirchner no acepta una reunión con los “fondos buitres” [The Economist, G, 2014]. De esta manera la Presidenta crece en popularidad al defender los intereses nacionales en contra al capitalismo estadounidense. Esto es también expresado en la campaña publicitaria que se puede ver en la página 3.

A pesar de todo, hay pequeños motivos para esperar que las dos partes implicadas lleguen a un acuerdo. Parece que la asociación de los bancos privados de capital de Argentina (ADEBA) puede pagar parcialmente las reclamaciones para alcanzar un pacto. El actual ministro de economía Axel Kicillof defendería una solución no gubernamental [The Economist, G, 2014]. Sospechosamente, el jefe de ADEBA, Jorge Brito, tiene una relación estrecha con los



Kirchners desde hace mucho tiempo. No obstante, hasta ahora esta medida también no ha conducido a un término exitoso de las negociaciones [The Economist, C, 2014].

## 7.2 Consecuencias de las negociaciones fracasadas

El impacto de la mora de 2014 se estima menos devastador en comparación a la insolvencia en 2001. En primer lugar, el volumen de la deuda es mucho más reducido al suponer 29 mil millones de dólares, comparados con los 81 mil millones de dólares en 2001 [The Economist, A, 2014]. No obstante, como suele suceder en estos casos, Argentina fue devaluada de B- a CCC por la agencia de calificación crediticia Fitch. Este nivel indica que Argentina está en un estado vulnerable y dependiente de unas circunstancias económicas favorables para cumplir sus compromisos [Fitch Ratings, 2014]. Esto contribuye más a la agravación de las condiciones crediticias para Argentina. A causa de la situación aislada de Argentina en los mercados financieros, ello no ha supuesto un gran contagio del impago a otros mercados emergentes, de modo que no se teme una crisis amplia en América Latina.

No obstante, Argentina se enfrenta a consecuencias económicas graves, cuanto más dure la situación de mora. Debido a la inestabilidad histórica del peso, muchos argentinos no quieren mantener la mayoría de sus ahorros en esa moneda. Como el gobierno argentino restringe el acceso a las monedas extranjeras (prohibiciones de comprar dólares) por sus ciudadanos, se establece un mercado secundario de dólares de carácter no oficial y no reconocido por el gobierno (“dólar blue”). Efectivamente, en el momento presente, Argentina posee dos sistemas de tipos de cambio, el oficial y el del “dólar blue”. El tipo de cambio no oficial constituye un buen indicador de la evolución de la opinión pública. Si hay una desconfianza elevada en el peso, crece la demanda de dólares lo que causa una subida rápida del tipo de cambio del “dólar blue” [Burke, 2012]. Después del fracaso de las negociaciones, el tipo de cambio no oficial subió a más de 16 pesos por dólar en octubre de 2014 [The Economist, E, 2014], mientras que el oficial asciende solamente a 8,50 pesos por dólar [Finanzen.net., 2015]. Esta discrepancia tiene graves repercusiones a largo plazo a la economía argentina, por ejemplo muestra la sobrevaloración del tipo oficial y la falta de credibilidad de los argentinos en su moneda. El sector exportador está obligado a vender los productos y servicios al tipo oficial, lo que disminuye sus ingresos por la falta de competitividad internacional [Burke, 2012]. Si el curso del “dólar blue” está muy superior al curso oficial, hay una gran presión por el gobierno ajustar los dos tipos de cambio.

Para lograr este objetivo, el gobierno ha tenido que devaluar el peso, medida más frecuentemente aplicada en estas ocasiones [The Economist, C, 2014]. Debido a la



devaluación, la tasa de inflación sigue creciendo rápidamente. Como he mencionado anteriormente, en el año 2014 la tasa de inflación asciende a 40 % lo que representa la segunda tasa más alta del mundo detrás de Venezuela. Estas circunstancias desfavorables contribuyen al fuerte incremento de la tasa de desempleo lo que se puede ver en el gráfico VI [The Economist, C, 2014]. Según los criterios globales, Argentina entra también en la recesión en 2014.

Otra consecuencia es la reducción resultante de las reservas de divisas que está representada en el gráfico V. En 2014, las reservas de divisas extranjeras se encuentran en un nivel muy bajo de 29,7 mil millones de dólares [Turner/Parks, 2014]. En el gráfico V se puede ver claramente que las reservas disminuyen después de la sentencia de Juez Griesa. Varios expertos suponen que a causa de las obligaciones pendientes de pago, las reservas podrían bajar más porque Argentina está obligada a servir estas deudas en los próximos años.

La decisión del Juez Griesa no tiene solamente repercusiones para Argentina, sino también para la comunidad internacional. Este caso judicial trata de la evaluación de la inmunidad de un país soberana y el deber de respetar las obligaciones contractuales [Neve, 2014]. La sentencia pone los requisitos contractuales de relieve. En la pronunciación de la sentencia, el juez hace hincapié en que Argentina actúa también como una entidad comercial en el mercado internacional, por lo que tiene que respetar sus contratos existentes. Con esta sentencia, la inmunidad soberana pierde importancia en la comunidad internacional. Por eso, los inversores tienen que incluir este riesgo adicional en la calificación de la compra de deuda pública [Beattie, 2014].



**Gráfico V: Evolución del volumen de las reservas de divisas de Argentina (2001 – 2014)**



Fuente: The Economist (2015): "Let's not make a deal"

### 7.3 Comparación de los indicadores macroeconómicos de las dos insolvencias

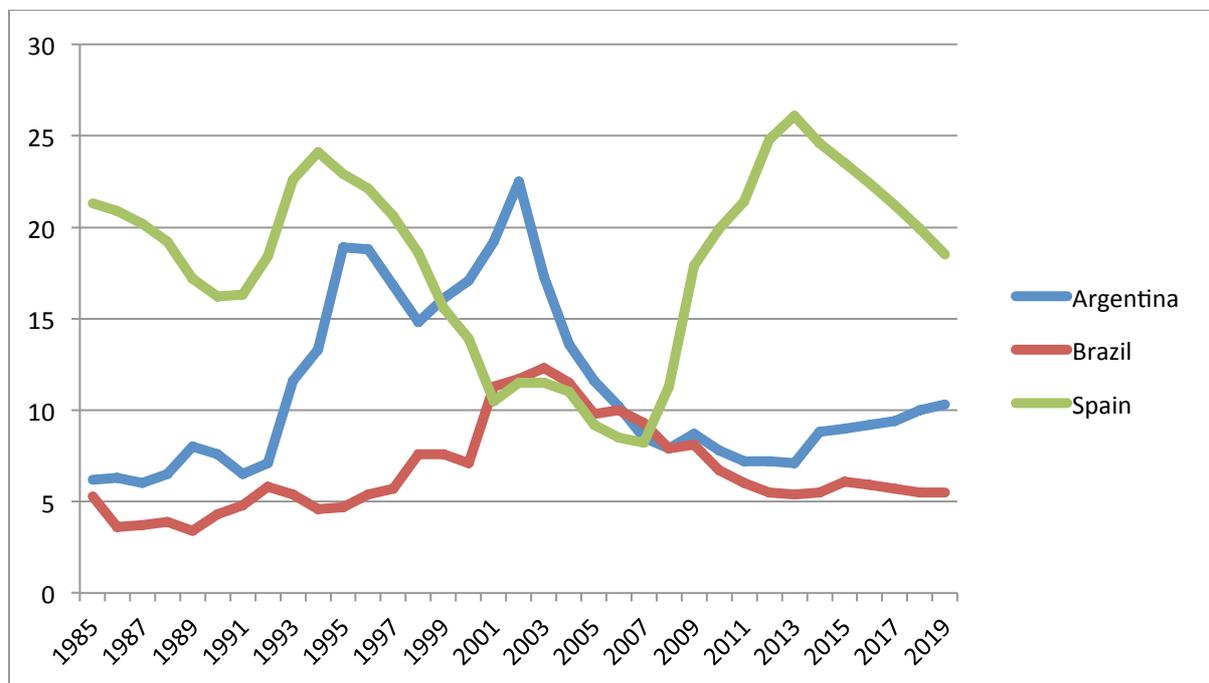
No se puede comparar las consecuencias devastadoras del año 2001, a la situación económica actual. Sin embargo, una mezcla de precios de consumo crecientes, presiones salariales y la pérdida de confianza en la propia moneda recuerdan infaliblemente la insolvencia estatal de 2001. [The Economist, D, 2014]

La mayoría de los datos económicos, representados en la Tabla II, señalan que la quiebra estatal de 2001 tuvo un impacto mucho mayor en la economía argentina que la insolvencia técnica de 2014. Pero también es demasiado temprano para estimar todas las posibles consecuencias del impago del año pasado. El crecimiento real del PIB cayó al -4,4 % en 2001, mientras que en 2014 la economía argentina disminuyó en un 1,7 %. Queda por ver cómo la economía argentina evolucionará en los próximos años. Por ejemplo, el FMI estima un crecimiento real de -1,5 % para 2015 [World Economic Outlook, 2014]. La tasa de paro es el dato que resulta más claro para medir las consecuencias sociales de una crisis. A causa del alto ratio de empleados en el sector público, Argentina es un país con una tasa de paro



estructuralmente media-baja como se puede ver en el gráfico VI. En contraposición a Argentina, se puede observar que España tenía una tasa de paro superior a los dos países latinoamericanos también antes de la crisis financiera en 2009. Por lo tanto, el desempleo, supone más un problema estructural en España [Gráfico VI]. La crisis de 2001 conduce a despidos colectivos tanto en el sector público como en el privado lo que da lugar a una tasa de paro de casi 20 % en 2001 [Gráfico VI]. Actualmente, no se ve una gran influencia del impago de 2014 en el mercado laboral (que registra una tasa de paro del 8,8 % en 2014) . El grave impacto de la crisis de 2001 se puede comprender al comprobar el elevadísimo porcentaje de población que vive bajo de la línea de pobreza en este momento (57,5 % en 2001). En la era post-crisis este porcentaje ha sido reducido a un nivel de 30,0 % en 2014 [Tabla II]. El Coeficiente de Gini, por su parte, lo hace referencia a la distribución de la renta nacional y constituye por eso el indicador más utilizado para documentar las desigualdades económicas en un país. Un índice de 100 describe la situación lo más desequilibrado en la distribución de la renta nacional (un individuo dispone el total de la renta). En relación con este indicador, Argentina ha logrado disminuir su desigualdad desde un valor de 53,5 en 2001 hasta 43,6 en 2014 [World Bank, 2015]. El coeficiente de Gini es un indicador muy relevante en la evaluación de la cohesión social de un país.

**Gráfico VI: Tasa de paro**



Fuente: World Economic Outlook (Octubre 2014), elaboración propia



En referencia al endeudamiento público, la cifra de 2001 (44,9 % del PIB) no tiene tanta fuerza expresiva como la de los años siguientes. En 2002 el endeudamiento ascendió a 137,5 % lo que muestra el alto cargo de deudas [World Economic Outlook]. No obstante, con respecto al valor de 2014 (48,9 %), se puede observar que el Estado ha consolidado significativamente sus deudas. Este desarrollo se ve también confirmado por el indicador que refleja el pago de las deudas en porcentaje de las exportaciones. Mientras que en 2001 49,2 % de exportaciones de bienes y servicios se destina al servicio de la deuda, ese ratio asciende a solamente un 13,7 % en 2014.

La balanza por cuenta corriente es un apartado dentro de la balanza de pagos lo que presenta las operaciones reales (importaciones y exportaciones) y las transferencias monetarias entre los ciudadanos de un país y los del resto del mundo. Tradicionalmente Argentina muestra un alto déficit de la balanza por cuenta corriente. Pues bien, este déficit es superior en el año 2014 al registrado en 2001. Esto se debe por un lado, al encarecimiento de las importaciones y, por otro lado, al alto pago de intereses al extranjero [Czékus, 2014]. La cifra más preocupante que indica un posible estancamiento en los próximos años es la tasa de inflación de 38,5 % en 2014 [The Economist, F, 2014]. Desde hace unos años, Argentina no puede controlar esta aumento, que se agravará a causa del impago de 2014. Por este motivo, las reservas de divisas siguen disminuyendo y Argentina se encunetra cada vez más aislada en el ámbito internacional. No son buenas condiciones previas para lograr la reducción de la tasa de inflación que sería necesaria.



**Tabla II: Comparación de datos económicos entre 2001 y 2014**

	<b>2001</b>	<b>2014</b>
Crecimiento real del PIB	-4,4 %	-1,7 %
Saldo de la deuda pública (porcentaje del PIB)	44,9 % <sup>1</sup>	48,9 %
Tasa de paro	19,2 %	8,8 %
Tasa de inflación (IPC promedio)	-1,1 %	38,5 % <sup>2</sup>
Balanza de cuenta corriente (en mil millones de dólares)	-3782	-4409
PIB (basado en PPP) per cápita (en dólares)	11.701,2	22.101,3
Populación bajo de la línea de pobreza	57,5 % <sup>3</sup>	30,0 % <sup>4</sup>
Coefficiente de GINI	53,3 <sup>5</sup>	43,6 <sup>5;6</sup>
Índice bursátil Merval (final del año)	203,59	8579,02
Pago de las deudas (porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios y ingresos primarios)	49,2 % <sup>5</sup>	13,7 % <sup>5;7</sup>
Uso de créditos del FMI (en mil millones de dólares)	14,37 <sup>5</sup>	3,11 <sup>5;7</sup>

Datos: World Economic Outlook (10/2014); elaboración propia

<sup>1</sup> Krueger, 2002

<sup>2</sup> The Economist – D - 2014

<sup>3</sup> Czékus, 2014

<sup>4</sup> <http://www.indexmundi.com/g/r.aspx?v=69>

<sup>5</sup> World Bank, 2014

<sup>6</sup> Datos del año 2011

<sup>7</sup> Datos del año 2013



## 8. Perspectivas futuras para la economía argentina

Con la pérdida de la cláusula RUFO al final del año 2014, cambia el detalle decisivo en el conflicto entre Argentina y los fondos de cobertura [Neve, 2014]. Con ello, un acuerdo exitoso entre las dos partes será más probable a lo largo del año 2015. Esto debería ser la principal prioridad del gobierno argentino para realizar un retorno a los mercados financieros internacionales [The Economist, B, 2014]. El aislamiento financiero debilita las posibilidades de crecimiento para la economía argentina. No obstante, solamente si el gobierno consigue establecer un marco estable, volverán las inversiones extranjeras directas (IED) [Czékus, 2014]. En particular, casos como la expropiación de Repsol, lo que ha dañado considerablemente a la reputación argentina, se tienen que evitar a toda costa. Para el futuro, será imprescindible recuperar rápidamente el terreno perdido para no desaparecer completamente de la escena global.

Como he descrito antes, la discrepancia entre el tipo de cambio oficial y el del “dólar blue” es cada vez más alta. Las diferencias causan efectos distorsionadores y debilitan la economía argentina. Por eso para el año 2015, el gobierno argentino tiene que hacer todo lo posible para ajustar los dos tipos [The Economist, D, 2014]. Así se puede recuperar la eficiencia del sistema monetario y frenar la caída de las inversiones directas que refleja el gráfico VII. Argentina no ha alcanzado los valores pre-crisis (antes de 2009) lo que se debe también a la inestabilidad actual del área económica. En el momento, Argentina está lejos de lograr el valor máximo de casi 2,5 mil millones de dólares de 2006 [Gráfico VII]. La devaluación es una intervención dolorosa porque consecuentemente subirán las expectativas de inflación pero no obstante constituye una medida imprescindible. El riesgo de la inflación es muchas veces provocado por una demanda agregada demasiado alta. En el futuro, el Banco Central tendrá que delimitar el aumento de la demanda a través de una subida de los tipos de interés a largo plazo, lo que encarecerá la financiación externa. Además, los tipos de interés elevados incentivan a mantener los depósitos de ahorro en el banco. Esta renuncia al consumo disminuye la demanda agregada. Por ello las empresas no pueden aumentar tanto sus precios lo que impide una espiral inflacionista [Deutsche Bundesbank, 2015]. La cara positiva de la devaluación será el abaratamiento de las exportaciones argentinas [Czékus, 2014]. Para beneficiarse de esto, Argentina tiene que abrir su economía hacia los mercados internacionales y delimitar la intervención omnipresente del Estado en el comercio exterior y en la regulación de los precios y salarios implementada por Fernández de Kirchner. El hecho de que el peso es una de las pocas monedas en el mundo que se devaluó en 2014 en contra a las monedas principales, subraya que el gobierno ha tomado este camino [Czékus, 2014].

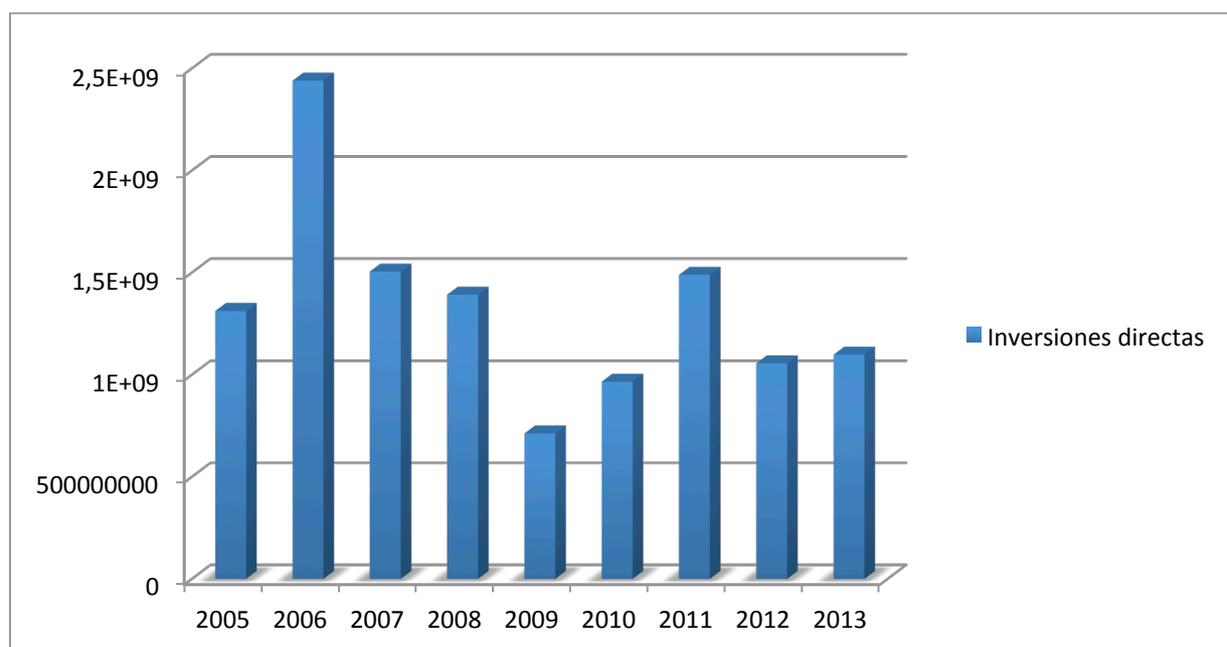


Actualmente, Argentina es muy dependiente de los precios globales para los recursos naturales y para los productos agrícolas. Tras varios años con condiciones muy favorables para Argentina, por ejemplo, los precios de la soja bajaron un 35 % entre julio y octubre de 2014 [The Economist, E, 2014]. No es posible prever cómo se desarrollarán los precios en el futuro, pero sin duda podrían poner el crecimiento futuro de Argentina en peligro.

El Índice de Competitividad Global del año 2014 publicado por el Foro Económico Mundial, en el que Argentina ocupa la posición 104 de 144 países, muestra muchas posibilidades de mejora. Evaluando el informe, la falta de eficiencia del mercado laboral (posición 143) y del mercado de bienes (141) son especialmente destacables como deficiencias. Estas dos categorías se refieren a la productividad nacional que tiene que ser mejorada en el futuro a toda costa. Además, según el informe, Argentina se encuentra entre los peores países en lo que a la confianza pública en sus políticos (141). Con ello, se subraya la insatisfacción de los ciudadanos con la política de Fernández de Kirchner [World Economic Forum, 2015].

La insolvencia podría complicar la transición a la nueva formación del gobierno tras las elecciones presidenciales en 2015 [Turner/Parks, 2015]. Debido a la legislación argentina, Fernández de Kirchner no puede presentarse como candidato otra vez, por eso se espera con sumo interés el resultado de unas elecciones que marcarán un momento decisivo para Argentina.

### Gráfico VII: Inversiones directas – Adquisición neta de activos financieros



Fuente: World Economic Outlook (Octubre 2014), elaboración propia



## 9. Conclusiones

Sin duda, Argentina ha experimentado numerosos años turbulentos en las últimas tres décadas. En muchos aspectos, su desarrollo económico es difícil de explicar porque probablemente ningún país en el mundo se ha desarrollado de una manera tan opuesta a su potencial. A causa de las dos insolvencias estatales, actualmente Argentina ha de ser considerada como un país emergente con tendencia a la baja. Definitivamente, el país no se ha recuperado de la quiebra soberana en 2001, lo que explica sus dificultades de pago en el año 2014. En el mismo año, un tribunal estadounidense estima la demanda de los fondos de cobertura NML Capital y Aurelius Management. Esta sentencia condena a Argentina a pagar el importe total de las reclamaciones, lo que conduce a una insolvencia técnica de la República de Argentina. Estas circunstancias describen claramente por qué el impago de 2014 está indisolublemente relacionado con la insolvencia de 2001. Con ello se verifica la hipótesis de partida de que la crisis de 2014 es una consecuencia directa de la gran depresión de 2001.

En los años noventa, Carlos Menem intenta a luchar contra la hiperinflación mediante una estrategia de crecimiento neoliberal, siguiendo las normas del Consenso de Washington. Con la ayuda de la Ley de la Convertibilidad, que implica la implantación de un “Currency Board”, el gobierno argentino trata de lograr la estabilidad macroeconómica. La fijación de la moneda nacional - el peso argentino - al dólar, debía restablecer la confianza de los ciudadanos en el sistema financiero y bancario. A pesar de los éxitos en algunas áreas, por ejemplo en la estabilización de la tasa de inflación, las medidas no permitieron alcanzar los objetivos deseados y terminan fracasando.

El mayor problema reside en la falta de flexibilidad en referencia a la política monetaria. La economía argentina habría requerido una devaluación de su moneda en una fecha más temprana para recuperar su competitividad en el sector exterior. Esta sobrevaloración del peso causa distorsiones tanto en el sector privado como en el sector público. Estas ineficiencias y una falta de inversiones representan el punto de partida del círculo vicioso que arrastra a Argentina hacia abajo. Además, la incapacidad de generar ingresos fiscales y otros errores en la política fiscal conducen a una financiación deficitaria. Por eso, Argentina se ve enfrentada a un endeudamiento masivo y a una reducción de las reservas de divisas que finalmente no puede afrontar. Aparte de estas deficiencias económicas domésticas, el país se ve afectada por varios choques externos como el impacto de algunas crisis monetarias, lo que produce una ralentización del flujo de capital hacia los países emergentes. A causa de la dependencia de las inversiones extranjeras y de la dolarización de sus deudas, la economía argentina está muy vulnerable a un “external drain” (salida de capital extranjero).



Debido a la interacción de estas desafortunadas circunstancias, Argentina tiene que declarar su insolvencia al final del año 2001. La crisis afecta a todas las áreas de la vida social y se considera como un acontecimiento clave en la historia económica de Argentina. En una fase de estanflación, el nuevo Presidente Néstor Kirchner tiene la tarea de consolidar las deudas y generar la recuperación económica del país. En contraposición a su predecesor, Kirchner extiende la influencia del Estado y hace uso de la herramienta keynesiana de fomento de las inversiones en infraestructuras como mecanismo de promoción del crecimiento económico. Al cabo de poco tiempo, se puede observar un auge coyuntural, sobre todo causado por un aumento en la demanda agregada. Sin embargo, a partir de 2010 Argentina emplea una política fiscal demasiado expansiva lo que fomenta una aceleración de la tasa de inflación. Con la alta reducción de las reservas de divisas surgen de nuevo los problemas conocidos.

El impago de la deuda en 2014 constituye un evento cuyo origen reside en la insolvencia de 2001. En el proceso de la reestructuración de las deudas, una pequeña minoría de los acreedores no acepta la oferta argentina. En 2014 dos fondos de cobertura de este grupo demandan el reembolso completo de sus inversiones por un importe de 1,33 mil millones de dólares. Debido a la existencia de la cláusula RUFO que garantiza la igualdad de los acreedores, Argentina renuncia a pagar las reclamaciones para evitar que otros acreedores sigan el ejemplo de estos fondos. Más allá de esto, las autoridades argentinas condenan el comportamiento capitalista de los “fondos buitres”. También por esa razón, no están dispuestos a negociar con los fondos de cobertura. Debido a la sentencia de un tribunal estadounidense, Argentina se encuentra en un estado de mora desde julio de 2014. El hecho de que un tribunal estadounidense decida sobre el destino de Argentina pone de manifiesto que había fallos en la emisión de los títulos que estaban emitidos bajo derecho estadounidense. En general, la insolvencia técnica se puede atribuir a negligencias en el marco legal y por tanto no se debe calificar como una insolvencia completa por razones de falta de divisas o por un endeudamiento demasiado alto.

No obstante, queda por ver cómo se desarrollará la situación económica en Argentina en los próximos años. Para impedir una siguiente exclusión del mercado financiero internacional y para atraer nuevos inversores, Argentina tiene que salir del estado de insolvencia técnica. Superar una nueva fase de recesión es difícil si el país desea asegurar su independencia de fondos extranjeros, como el FMI. Al final, hay que esperar que Argentina utilice sus grandes posibilidades con más eficiencia y prudencia. Las elecciones presidenciales en 2015 deberán constituir el inicio de una nueva era. Si los políticos argentinos no terminan con su estilo



populista, el país seguirá su deterioro progresivo. Argentina necesita nuevos estímulos para modificar su rumbo de declive.



## 10. Bibliografía

- Alberola, E., López, H. & Servén, L. 2004**, "*Tango with the Gringo: The hard peg and real misalignment in Argentina*", Documento de Trabajo n° 0405, Banco de España, Madrid.
- Beattie, A. 2014**, "*Argentina's Default Options and its Consequences*", Financial Times, <http://blogs.ft.com/beyond-brics/2014/07/29/argentinias-default-option-and-its-consequences/>, 10/03/2015
- Bresser-Pereira, L.C. 2007**, "*Estado y mercado en el nuevo desarrollismo*", Nueva Sociedad, no. N° 210, pp. 110-125.
- Burke, H. 2015**, "*Analysis: Argentina currency policy creates multi-headed monster*", [www.reuters.com/article/2012/09/12/us-argentina-economy-idUSBRE88B1GD20120912](http://www.reuters.com/article/2012/09/12/us-argentina-economy-idUSBRE88B1GD20120912), 04/03/2015
- Camdessus, D.M. 1996**, "*Argentina and the Challenge of Globalization*", Annual Report 1994, International Monetary Fund
- Corrales, J. 1997**, "*Do economic crises contribute to economic reform? Argentina and Venezuela in the 1990s*", Political Science Quarterly (Academy of Political Science), vol. 112, no. 4, pp. 617
- Czékus, Á. 2014**, "*From Sovereign Default to Delayed Correction: Lessons Learned from the Argentine Monetary Policy*", Public Finance Quarterly (0031-496X), vol. 59, no. 2, pp. 242-257
- Dagnino Pastore, J.M. 1995**, "*El nuevo look de la economía argentina*", Editorial Crespillo, Buenos Aires
- Damill, M. & Frenkel, R. & Rapetti, M. 2014** "*The New Millenium Argentine Saga: from Crisis to Success and from Success to Failure*", [http://www.itf.org.ar/pdf/documentos/92\\_2014.pdf](http://www.itf.org.ar/pdf/documentos/92_2014.pdf), 10/03/2015
- de Angelis, I., Calvento, M. & Roark, M. 2013**, "*¿Hacia un nuevo modelo de desarrollo? Desde la teoría de la regulación - Argentina 2003- 2010*", Problemas del Desarrollo, Revista Latinoamericana de Economía, vol. 44, no. 173, pp. 31-56
- Dichtl, E. & Issing, O. 2002**, "*Argentinien lehrt: Auch ein Currency Board kann zusammenbrechen*", WiSt - Zeitschrift für Bildung und Hochschulkontakt, vol. 31, no. 4
- Doyran, M.A. 2015**, "*Argentina y su desarrollo posterior a la crisis financiero*", Problemas del Desarrollo, Revista Latinoamericana de Economía, vol. 46, no. 180, pp. 151-174
- Epstein, E. 2006**, "*Broken promises? The Argentine crisis and Argentine democracy*", Lexington Books, Lanham
- Garay Reyna, Z.M. 2007**, "*Interpretaciones sobre la cultura política del peronismo en Argentina*", Papel Político, vol. 12, no. 2, pp. 347-367



- García-Herrero, A. & Ortiz, Á. 2005**, "*The role of global risk aversion in explaining Latin American sovereign spreads*", Documentos de Trabajo n° 0505 edn, Banco de España, Madrid
- Goded Salto, M. 2004**, „*From "Best Student" to default: The making of the Argentinean crisis and lessons for the future*“, Developments in economic theory and policy, institutions and european integration, Universidad del País Vasco, Bilbao, 15-17 de julio de 2004
- Izquierdo, A. 2002**, "*Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability in Argentina*", World Economy, vol. 25, no. 7, pp. 903-923
- Jimenez-Huerta, M. 2008**, "*Neoliberal restructuring, financialisation and socio-political competition in Argentina: the Convertibility System and the contradictory outcomes of dollarisation, 1989-2001*", Contemporary Politics, vol. 14, no. 3, pp. 335-355
- Kedar, C. 2013**, "*The International Monetary Fund and Latin America*", Temple University, Philadelphia
- Krueger, A. 2014**, "*Crisis Prevention and Resolution: Lessons from Argentina*", IMF - National Bureau Of Economic Research (NBER), [Online], pp. 12/02/2015
- Lanata, J. 2014**, "*La década robada: Datos y hechos en los años de la Argentina kirchnerista*“, Grupo Editorial Planeta, S.A, Barcelona
- Lanteri, L.N. 2013**, "*Vulnerabilidad externa y reservas internacionales. Evidencia para Argentina*", Análisis Económico, vol. 28, no. 69, pp. 37-54
- Llairo, M.d.M.T. 2006**, "*Welfare State Crisis and Neo-liberal Imposition in Argentina: The Administrations of Menem and Alfonsín*", Romanian Economic and Business Review, vol. 1, no. 4, pp. 11-24.
- Hoffmann, L. 1970**, "*Imports substitution und wirtschaftliches Wachstum in Entwicklungsländern*", Verlag J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen
- Macey, J. 2014**, "*How Argentina's Default Could Be New York's Loss*", The Wall Street Journal, <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702303663604579501254236812262>, 20/03/2015
- Mander, B. 2014**, "*Argentina's Central Bank chief quits*", Financial Times, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/9471156e-49bf-11e4-80fb-00144feab7de.html#axzz3UByKTz00>, 11/03/2014
- Mercado, P.R. 2001**, "*Macroeconomic Volatility during Argentina's Import Substitution Stage*", International Review of Applied Economics, vol. 15, no. 2, pp. 151-161
- Murphy, R.L., Artana, D. & Navajas, F. 2003**, "*The Argentine Economic Crisis*", CATO Journal, vol. 23, no. 1, pp. 23-28



- Neve, B.M. 2014**, "*NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina: An Alternative to the Inadequate Remedies under the Foreign Sovereign Immunities Act*", North Carolina Journal of International Law & Commercial Regulation, vol. 39, no. 2, pp. 631-673
- Palley, T.I. 2003**, "*The Overvalued Dollar and the US Slump*", Institute of International Economics (IEE), pp. 15/02/2015
- Pou, P. 2002**, "*Argentina's Structural Reforms of the 1990s*", Finance Development, International Monetary Found, vol. 37, no. 1
- Putz, U. 2004**, "*Argentinien schuldet mir Rechenschaft für 6 Kugeln*", Der Spiegel, <http://www.spiegel.de/kultur/kino/ehrenbaer-gewinner-solanas-argentinien-schuldet-mir-rechenschaft-fuer-sechs-kugeln-a-285807.html>, 08/03/2015
- Sachs, J. 2000**, "*Feste Wechselkurse stürzen Argentinien in die Krise*", Die WELT, <http://www.welt.de/print-welt/article551102/Feste-Wechselkurse-stuerzen-Argentinien-in-die-Krise.html>, 12/03/2015
- Saxton, J. 2003**, "*Argentina's Economic Crisis: Causes and Cures*", Joint Economic Committee United States Congress
- Smith, W.C. 1991**, "*State, market and neoliberalism in post-transition Argentina: The Menem experiment*", Journal of Interamerican Studies & World Affairs, vol. 33, no. 4, pp. 45
- Stiglitz, J.E. 2002**, "*Globalization and its Discontents*", W.W Norton & Company, Inc., New York City
- Strauss, D., Rathbone John Paul & Wheatley, J. 2014**, "*Argentine peso plunges after central bank pulls support*", Financial Times, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/bcb534bc-844c-11e3-9903-00144feab7de.html#axzz3VJxmeQET>, 24/03/2015
- Tobin, J. 1984**, "*A Keynesian View of the Budget Deficit*", California management review, vol. 26, no. 2, pp. 7-14
- Togay, S. & Kose, N. 2013**, "*Money-Price Relationships Under a Currency Board System: the Case of Argentina*", Journal of Applied Economics, vol. 16, no. 2, pp. 373-389
- Turner, T. & Parks, K. 2014**, "*Argentine Drama Nears Critical Stage*", The Wall Street Journal - Eastern Edition, vol. 264, no. 23, pp. C1-C6
- Vernengo, M. 2014**, "*Don't Cry for Argentina--Not Yet!*", Dollars & Sense, no. 311, pp. 23-26
- Wainer, A. 2011**, "*Más allá del Consejo Monetario: Grandes Empresas*", Problemas del Desarrollo, Revista Latinoamericana de Economía, vol. 42, no. 164, pp. 99-126
- Waldmann, P. 2010**, "*Argentinien - Schwellenland auf Dauer*", 1.th edn, Murmann Verlag, Hamburg



Wylde, C. 2012, "*¿Continuidad o cambio? Política económica argentina posterior a la crisis y el gobierno de Néstor Kirchner, 2003-2007*", Íconos Revista de Ciencia

## Fuentes de autores anónimos

**Deutsche Bundesbank 2015**, "*Die Übertragung geldpolitischer Instrumente*",  
[https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Dossier/Service/schule\\_und\\_bildung\\_kapitel\\_6.html?notFirst=true&docId=145112](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Dossier/Service/schule_und_bildung_kapitel_6.html?notFirst=true&docId=145112), 08/03/2015

**Fitch Ratings 2014**, "*Fitch Downgrades Argentine Financial Institutions after Sovereign Default*", Business Wire, 25/02/2015

**International Monetary Fund 2014**, "*World Economic Outlook – October 2014*",  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/>, 09/03/2015

**The Economist – A – 2014**, "*Why Argentina may default on its debts*", 29/07/2014,  
<http://www.economist.com/blogs/economist-explains/2014/07/economist-explains-22>,  
04/03/2015

**The Economist – B – 2014**, "*Argentina and the holdouts: Tick tock*", 17/07/2014,  
<http://www.economist.com/blogs/americasview/2014/07/argentina-and-holdouts>,  
06/03/2015

**The Economist – C – 2014**, "*Vultures vs patriots*", 31/07/2014,  
<http://www.economist.com/blogs/americasview/2014/07/argentinas-default>, 04/03/2015

**The Economist – D – 2014**, "*The tragedy of Argentina: A century of decline*", 15/02/2014,  
<http://www.economist.com/news/briefing/21596582-one-hundred-years-ago-argentina-was-future-what-went-wrong-century-decline>, 08/03/2015

**The Economist – E – 2014**, "*Argentina's economy: Thumbs down*", 04/10/2014, vol.413, no. 8907, pp. 42-44, <http://www.economist.com/news/americas/21621867-resignation-central-banks-governor-adds-gloom-thumbs-down>, 08/03/2015

**The Economist – F – 2014**, "*Statistics in Argentina: Fishy figures*", 17/09/2014,  
<http://www.economist.com/blogs/americasview/2014/09/statistics-argentina>, 01/03/2015

**The Economist – G – 2014**, "*Argentina's debt saga: No movement*", 02/08/2014,  
<http://www.economist.com/news/americas/21610296-argentina-has-defaulted-again-deal-its-creditors-not-out-question-no>, 08/03/2015

**The Economist 2002**, "*A decline without parallel*", 28/02/2002, vol. 362, no. 8262, pp. 26-28, <http://www.economist.com/node/1010911>, 04/03/2015

**The Economist 2015**, "*Let's not make a deal*", 03/01/2015, vol. 414, no. 8919, pp. 26-26,  
<http://www.economist.com/news/americas/21637438-argentina-may-spurn-chance-settle-its-creditors-lets-not-make-deal>, 04/03/2015

**Transparency International 2014**, "*Corruption Perceptions Index 2014: Results*",  
<http://www.transparency.org/cpi2014/results>, 12/03/2015



**World Bank, 2015** "*GINI Index (World Bank estimate)*",  
<http://data.worldbank.org/indicator/SI.POV.GINI>, 08/03/2015

**World Economic Forum, 2014** "*The Global Competitiveness Report 2014-15*",  
<http://www.weforum.org/reports/global-competitiveness-report-2014-2015>, 05/03/2015

"*Argentina: Policy Inaction To Keep Inflation High In 2012*", 2011, Emerging Markets  
Monitor, vol. 17, no. 35, pp. 12-12, 01/03/2015

"*Exchange rate (USD - ARS)*", 2015, [http://www.finanzen.net/devisen/us\\_dollar-argentinischer\\_peso-kurs](http://www.finanzen.net/devisen/us_dollar-argentinischer_peso-kurs) 04/03/2015, 07/03/2015