

**De la pérdida de soberanía monetaria a la pérdida
de soberanía política: Los ejemplos de Argentina
y Grecia.**

Rubén Lo Vuolo y Jaime Marques Pereira

Enero 2018

Ciepp

CENTRO INTERDISCIPLINARIO PARA EL ESTUDIO DE POLITICAS PUBLICAS

Rodríguez Peña 557, 2° F, Buenos Aires, Argentina. **Telefax:** (54-11) 4371-5136 o
4371-9079. **Email:** ciepp@ciepp.org.ar **Web:** <http://www.ciepp.org.ar/>



Rubén Lo Vuolo es economista (Universidad del Litoral y Universidad de Pittsburgh) y Director Académico del CIEPP.-

Jaime Marques Pereira es economista e investigador del Centre de recherche sur les institutions, l'industrie et les systèmes économiques d'Amiens (CRIISEA/UPJV).

El siguiente documento de trabajo no ha sido evaluado por un comité editorial, y lo expresado en el mismo es de exclusiva responsabilidad del autor y pueden no reflejar las opiniones de la Institución.

Lo Vuolo, Rubén y Marques Pereira, Jaime (2018) *De la pérdida de soberanía monetaria a la pérdida de soberanía política: Los ejemplos de Argentina y Grecia*. Documentos de Trabajo CIEPP, N° 101, Centro Interdisciplinario para el Estudio de Políticas Públicas, Diciembre.

ISSN: 1668-5245

Derecho de Autor © Lo Vuolo, Rubén y Marques Pereira, Jaime | Algunos Derechos Reservados
Licencia Creative Commons Argentina Atribución - NoComercial - Compartir Obras Derivadas Igual 2.5

Usted es libre de copiar, distribuir y comunicar públicamente la obra bajo las siguientes condiciones:

Reconocimiento: Debe reconocer y citar al autor original.

No comercial: No puede utilizar esta obra para fines comerciales.

Derivadas igual: Si usted altera, transforma, o crea sobre esta obra, sólo podrá distribuir la obra derivada resultante bajo una licencia idéntica a ésta.

Más información sobre la licencia en: <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/2.5/ar/>



1. Introducción	5
2. Restricciones a la soberanía del Estado en países con moneda periférica	9
2.1. Soberanía monetaria y soberanía política: la relación orgánica entre el banco central y el poder político	9
2.2. Sistema monetario y financiero internacional: jerarquía entre monedas periféricas y monedas centrales	12
3. Argentina: régimen de Convertibilidad, default y después	14
3.1. El abandono de la soberanía monetaria	14
3.2. Crisis y pérdida de soberanía política	17
3.3. La post-Convertibilidad: el intento de recuperar soberanía monetaria y política	19
3.4. Los límites a la recuperación de soberanía monetaria y cambiaria	21
4. Grecia: de la sustitución monetaria a la pérdida de soberanía política	24
4.1. El abandono de la soberanía monetaria griega: la creación de la UME	25
4.2. Del boom financiero a la crisis financiera	26
4.3. De la pérdida de soberanía monetaria a la pérdida de soberanía política	29
4.4. El frustrado intento de recuperar soberanía política sin soberanía monetaria	30
5. Comentarios finales	32
Referencias Bibliográficas	35

Resumen:

En base a la comparación entre las experiencias de Argentina y Grecia, este trabajo explora la hipótesis según la cual el abandono de la soberanía monetaria en ambos países derivó en la pérdida de soberanía política. El análisis articula dos dimensiones: las restricciones macroeconómicas derivadas de una posición subordinada en la jerarquía del sistema monetario y financiero internacional; y una conceptualización de la soberanía monetaria que diferencia entre los elementos que la definen y los regímenes que funcionan en la práctica. A pesar de las especificidades en cada caso estudiado, en ambas experiencias es difícil cambiar a un nuevo régimen de soberanía política por el cual los gobiernos, bajo la presión de los mercados financieros, transforman la moneda en una entidad soberana en sí misma, para desatender la soberanía del pueblo en relación con los derechos sociales.

Abstract:

Based on a comparison between the experiences of Argentina and Greece, this working paper explores the hypothesis that the abandonment of monetary sovereignty has led in both countries to a loss of political sovereignty. The analysis articulates two dimensions: the macroeconomic constraints derived from a subordinate position in a hierarchical international monetary and financial system; and a conceptualisation of monetary sovereignty that differentiates both its definitional elements and its de facto regimes. Despite the specificities of each case study, in both experiences it is hard to turn around a new regime of political sovereignty by which governments, under the pressure of financial markets, make currency a sovereign entity for getting rid of the sovereignty of the people regarding social rights.

De la pérdida de soberanía monetaria a la pérdida de soberanía política:

Los ejemplos de Argentina y Grecia.

Rubén Lo Vuolo y Jaime Marques Pereira

1. Introducción

Para comprender el actual funcionamiento del capitalismo democrático, cada vez se vuelven más cruciales los problemas de la creciente tensión entre el ejercicio de la soberanía monetaria y de la soberanía política de los Estados nacionales. Así, la cuestión de la soberanía monetaria (y de los espacios de la política monetaria) no debe abordarse como si fuera un problema meramente técnico circunscripto al campo de la economía: las formas y el ejercicio de la soberanía monetaria por parte de los Estados nacionales son fundamentales para entender las formas y el ejercicio de la ciudadanía en las democracias modernas.

En los hechos, la actual fase de reproducción capitalista liderada por las finanzas está transformando la naturaleza de los Estados democráticos. Como bien lo señala Wolfgang Streek (Streck 2014), un rasgo sobresaliente de estos cambios es que el Estado pierde poder para financiar la expansión de sus funciones en base al monopolio tributario (*Tax State*) y recurre al financiamiento tomando deuda en los mercados financieros (*Debt State*).

El primer tipo de Estado se corresponde con la etapa del capitalismo industrial de posguerra, cuando se expandieron las políticas reconocedoras de derechos sociales gracias, entre otras cosas, a que los Estados nacionales tenían un amplio margen de autonomía para la aplicación de políticas monetarias y fiscales autónomas en economías más bien cerradas. En contraste, en el capitalismo financiero, se observa una pérdida de autonomía de las políticas nacionales y en especial la erosión de las capacidades de financiamiento del Estado por el ejercicio de su monopolio tributario y monetario. En este nuevo escenario, se retrae el ejercicio de una “ciudadanía de derechos sociales”, crece el endeudamiento público (y privado) y se va conformando una ciudadanía basada en la cual el ejercicio efectivo de los derechos se segmenta conforme al poder de mercado de cada individuo o grupo. Así, conforme lo indica

Soederberg 2014, estaríamos presenciando la retracción del *Welfare State* en favor del avance de una suerte de *Debtfare State* donde el endeudamiento se vuelve una forma de control y disciplina de los Estados y la ciudadanía en general.

En este escenario el orden monetario de los Estados nacionales se vuelve un potente instrumento político que tiende a consolidar una nueva forma de soberanía y de ejercicio de la voluntad colectiva de las ciudadanías. En otras palabras, las formas que adopta el ejercicio de la soberanía monetaria definen las formas en que se ejerce la soberanía política. Esta percepción ayuda a reflexionar sobre una cuestión más general: ¿cuál es el poder de influencia de los mercados financieros sobre el ejercicio de la soberanía de los Estados democráticos?

La experiencia de la Unión Monetaria Europea (UME) es uno de los ejemplos más aleccionadores en esta materia. Cuando en los años 1990s se concibió la unión monetaria de los países de Europa, esta forma de integración se presentó como una política que tenía objetivos puramente económicos. Así, los derechos y las políticas sociales se dejaban formalmente bajo el poder autónomo de cada país y se catalogaba como irreal la eventual posibilidad de compartir la soberanía política nacional de los países. Hoy es claro que esta percepción estaba equivocada.

En la práctica, la pérdida de soberanía monetaria nacional que implicó la creación de la UME definió nuevas reglas de gobernanza política para los países miembros que ni siquiera están plasmadas institucionalmente en una explícita “unión política”. Esto es evidente a poco que se observe que las crisis de liquidez financiera de los países de la periferia de la UME no pueden controlarse con las políticas de los Estados nacionales debido a que los mecanismos para administrar la crisis, y en particular los programas de austeridad que condicionan la ayuda financiera quedaron bajo el control de instituciones supranacionales.

Esta nueva forma de gobernanza se fue conformando a lo largo del tiempo y adquirió su actual configuración con el Tratado de estabilidad, coordinación y gobernanza firmado en marzo 2012 y que fue pactado por todos los países miembros (con excepción de Gran Bretaña y República Checa). La piedra angular de dicho Tratado es la regla conocida como “semestre europeo” que ya había sido adoptada anteriormente por el Consejo Europeo en noviembre 2010¹. Esta regla dicta que las programaciones de presupuestos públicos y reformas, antes de ser debatidas y votadas por los parlamentos nacionales, deben ser sometidas a las

1 Ver: http://ec.europa.eu/europe2020/making-it-happen/index_es.htm.

recomendaciones de la Comisión Europea. Así, la Comisión Europea tiene el poder de recomendar al Consejo la aplicación de sanciones financieras a los gobiernos cuyas programaciones presupuestarias les parezcan impropias, considerando también el esfuerzo de reformas de los países.

Los problemas de la relación entre soberanía monetaria y soberanía política no alcanzan solamente a los países que han sustituido sus monedas por una moneda de mayor jerarquía de carácter supranacional como en el caso de la UME. Es un problema común a todos los países que se integran al Sistema Monetario y Financiero Internacional (SMFI) mediante la emisión de monedas “periféricas” que orbitan en torno a pocas monedas “centrales” (De Conti y Prates 2014; De Conti et al. 2014). Se consideran como periféricas aquellas que sólo cumplen algunas funciones en el orden doméstico mientras que se denominan monedas centrales a aquellas que cumplen funciones no sólo a nivel doméstico sino también a nivel internacional. En otras palabras, los países que emiten monedas periféricas deben contar siempre con un stock de monedas centrales para poder operar en el SMFI.

Dentro de este grupo de países, Argentina es un caso ejemplificativo de un país que buscó resolver los problemas que plantea el carácter jerárquico del SMFI atando su moneda local al dólar. En particular, entre 1991-2001 el país adoptó un régimen de Convertibilidad estricta de su moneda doméstica con el dólar, como una forma de controlar un escenario de hiperinflación. Esta experiencia terminó una década después de adoptada en una macrodevaluación seguida de default de su deuda pública.

Nuestra hipótesis es que tanto la experiencia de los países de la periferia de la UME que sustituyeron sus monedas nacionales por el euro, como la de Argentina durante la convertibilidad y la post-convertibilidad, representan dos ejemplos fracasados de intentos por ascender en la jerarquía monetaria. En ambos casos se terminó en crisis financieras, bancarias y en general de liquidez de moneda central para pagar sus abultadas deudas; también en ambos casos las crisis financieras derivaron en crisis políticas.

A su vez, ambas experiencias ejemplifican que las crisis de las deudas soberanas no son sólo un problema financiero para cubrir los desbalances fiscales, sino fundamentalmente una cuestión de arquitectura institucional y pérdida de la capacidad de hacer política económica y social capaz de regular el funcionamiento del sistema económico nacional. Así, tanto la ley de

convertibilidad de Argentina como la UME son cambios institucionales por los cuales la moneda se vuelve “autorreferencial”, concepto mediante el cual “designa una ²moneda puramente instrumental (...) ningún proyecto político, ningún valor social son llamados a legitimarla” (Orléan 1998)³.

La conservación del valor de la moneda, y por lo tanto del valor de los activos que denomina, se erige como valor social superior a todos los otros valores de la sociedad. Así, la política monetaria asume una jerarquía superior a cualquier otra política pública, es especial a las políticas de desarrollo económico y distribución que caracterizaron al llamado Estado de Bienestar. Esta conformación institucional insta un nuevo régimen de soberanía política donde la misma deja de ser expresión de la voluntad ciudadana y más bien expresa la voluntad de los agentes económicos corporativos con peso en los mercados financieros.

En este escenario es necesario redefinir el concepto de soberanía nacional como categoría analítica para comprender el margen de maniobra de las políticas públicas nacionales en un contexto de SMFI jerárquico. A nuestro modo de ver, esto sólo puede hacerse elucidando la relación entre soberanía monetaria y soberanía política en las actuales condiciones de funcionamiento del SMFI.

El análisis de los casos de extremos de Grecia y Argentina sirve para extraer enseñanzas en este tema que no se limiten al corto plazo, sino que abarquen las diversas formas que actualmente asume la cesión de soberanía monetaria y política. Esto es así no sólo porque representan dos países que buscaron sin éxito subir en la jerarquía monetaria por dos caminos diferentes, sino porque además la salida argentina de la Convertibilidad en Argentina fue esgrimida como una alternativa exitosa para recomendar un camino similar de default y su salida de la zona euro para Grecia⁴.

² Como bien lo demuestran estos autores, la propia noción de “Banco Central independiente” apunta a una configuración institucional con objetivos similares.

³ En el mismo sentido, Dutraive y Théret 2013 (22) deducen de la obra de J.R. Commons que la dinámica del capitalismo tiende a erigir la moneda de crédito en una autoridad soberana que compite con la soberanía política del Estado en tanto representa a un poder financiero capaz de someter a los poderes ejecutivo, legislativo y judicial.

⁴ Al respecto, uno de los textos más comentados fue el de Weisbrot y Montecino 2012. Ver también Lapavitsas et al. 2010. Después de electo en el Parlamento griego, uno de los autores de este reporte se volvió un protagonista significativo en la defensa un “Grexit” negociado con la UE (ver <https://www.jacobinmag.com/2015/03/lapavitsas-varoufakis-grexit-syriza/>).

Así, la rápida recuperación del crecimiento económico argentino luego del default y devaluación de finales de 2001 para muchos demostraba que se podía actuar independientemente de los condicionantes del SMFI y recuperar soberanía monetaria eludiendo a los organismos multilaterales de asistencia financiera. Sin embargo, como explicamos en este trabajo, el tiempo demostró que el carácter periférico de la moneda argentina coloca límites muy estrechos a una estrategia de recuperación de soberanía monetaria.

Para explicar estos razonamientos, luego de esta introducción precisamos las categorías analíticas que permiten conceptualizar la relación entre soberanía monetaria y política, enfatizando las características propias de las economías con monedas periféricas. Luego, sintetizamos el derrotero de la experiencia argentina, como referencia obligada de los países que intentan subir en la jerarquía monetaria por sus propios medios. A continuación, sintetizamos la experiencia griega dentro de la UME para mostrar el caso extremo de sustitución monetaria. Finalmente extraemos algunas conclusiones que consideramos útiles para estimular una mayor investigación acerca de la relación entre soberanía monetaria y soberanía política en la fase actual del capitalismo financiero.

2. Restricciones a la soberanía del Estado en países con moneda periférica

2.1. Soberanía monetaria y soberanía política: la relación orgánica entre el banco central y el poder político

Es una idea generalmente aceptada que las economías nacionales han perdido soberanía monetaria con la globalización económica y financiera. Sin embargo, esta afirmación no suele vincularse con el concepto de soberanía monetaria, pese a que un grupo notable de investigadores franceses han hecho esfuerzos por conceptualizar el tema (Aglietta et al. 2016; Aglietta y Orléan 1998; Théret 2015; Blanc 2001).

Entre otras conclusiones de estos trabajos, se postula que el orden soberano de la moneda *“no se reduce necesariamente a una soberanía grabada en la constitución de un Estado. La soberanía jurídicamente formulada es sólo una de sus partes integrantes”* (Blanc 2001: 2)⁵.

⁵ De este modo se busca señalar lo específico de la soberanía en materia monetaria, para diferenciarse de los análisis keynesianos que hacen de la moneda una creación puramente estatal (para una comparación, ver Lievens 2013) y de los estudios sobre moneda en la denominada “economía política

En base a esta premisa, se propone distinguir cuatro elementos básicos de la soberanía monetaria que serían “suficientes” para caracterizarla. La soberanía monetaria implica la existencia de una “*autoridad política territorial*” que se afirma soberana en materia monetaria al definir “*la unidad de cuenta*”. Esto le permite percibir un “*ingreso soberano*” de la emisión de medios de pago (*señoreaje*) y al mismo tiempo controlar esa emisión. Todo lo anterior involucra una “*simbología monetaria*” como marca de la soberanía monetaria de los Estados.

No obstante, si bien los elementos anteriores son suficientes para caracterizar la soberanía monetaria, para que los Estados tengan un control absoluto del orden monetario son necesarios otros elementos: i) una capacidad de imponer en todas las prácticas monetarias los instrumentos de cuenta y pago instituidos por la autoridad; ii) un control de la convertibilidad -esto es de las prácticas de conversión de la moneda doméstica en otras-; iii) la capacidad de arbitrar entre intereses de los acreedores y deudores, lo cual determina la capacidad de regular la emisión monetaria; iv) la capacidad de modular la valorización externa de la moneda a través de una política de cambio.

La presencia de todos estos elementos que definen la soberanía monetaria no siempre se verifica⁶. Para Jerome Blanc, según sea esta presencia serán las diferentes capacidades estatales que implican una diversidad de *regímenes de soberanía monetaria* entendidos como formas durables de institucionalización de la organización monetaria nacional. Estos distintos regímenes definen el grado de autonomía de la política monetaria y de la política de cambio, por un lado, y el grado en que los instrumentos monetarios domésticos tienen capacidad de cubrir la totalidad de las prácticas de pago y de emisión de créditos.

¿Pero cómo se vinculan los regímenes monetarios con los regímenes políticos? Tres serían las finalidades comunes a las instituciones monetarias y a las autoridades políticas en las sociedades democráticas modernas: la estabilidad, la equidad y el crecimiento (Aglietta, Ould-Ahmed y Ponsot 2016). Estas finalidades comunes son evidentes a poco que se tenga presente que el régimen monetario (el conjunto de las reglas del sistema de cuenta y de pagos) opera como un dispositivo institucional de regulación de los conflictos distributivos en

internacional” porque no plantean explícitamente la cuestión de la soberanía, sino que su preocupación es cómo la “*open economy politics*” determina las decisiones de política monetaria y de cambio (Cohen 2017).

⁶ Por ejemplo, ciertos agentes económicos y sociales pueden no respetar (y tienen poder para no respetar) las normas; o por restricciones del entorno macroeconómico que suelen expresarse en el balance de pagos; etc.

tanto y en cuanto regula el valor real de la nómina de los diversos tipos de ingresos (salarios, ganancias, rentas incluyendo las financieras)⁷.

Para la obtención de estas finalidades comunes a las instituciones monetarias y políticas se establece una “relación orgánica” entre gobierno político y gobierno del banco central. Esta relación orgánica implica: 1) el Estado garantiza el capital del banco central y por lo tanto la liquidez última que da cobertura al conjunto del sistema bancario; 2) el banco central mantiene legítimamente a la deuda pública fuera del mercado en situaciones de stress. Así, la deuda pública de un Estado soberano (y no fallido) queda a salvo del default porque el Estado tiene la capacidad última de monetizar su deuda. Esta capacidad es una condición *sine qua non* del ejercicio de la soberanía monetaria y política Aglietta, Ould-Ahmed y Ponsot 2016: 88-91). En otras palabras, si el Estado no puede monetizar su deuda, no puede ejercer soberanía monetaria, no puede ejercer soberanía política y por lo tanto no puede tener éxito en la búsqueda de los objetivos comunes señalados previamente.

De hecho, la relación orgánica entre gobierno político y banco central fue un elemento fundamental para la construcción del llamado Estado de Bienestar. Como bien lo señala Robert Boyer (Boyer 1993), en los países desarrollados el régimen monetario de la pos-guerra se pautaba en base a la necesidad de asegurar el volumen de crédito necesario para viabilizar ex ante los aumentos salariales indexados sobre la productividad. Retomando a John Hicks, Boyer resalta que el padrón-trabajo de aquel régimen monetario implicaba la posibilidad de devaluar en el sistema de Breton-Woods, en oposición al sistema del padrón-oro o del entonces programado padrón-ECU (*European Currency Unit*). Complementariamente, este régimen monetario basado en el patrón trabajo permitió financiar los gastos de los seguros sociales financiados por impuesto a los salarios.

En contraste, las formas actuales que adopta la relación orgánica entre los bancos centrales y los gobiernos políticos definen un escenario diferente para la búsqueda de los objetivos conjuntos señalados. En particular, nos interesa observar el escenario que se dibuja para los países que se insertan con monedas periféricas en la estructura jerárquica del SMFI. En estos casos, la posibilidad de monetizar la deuda del Estado por parte del banco central es muy limitada porque la mayor parte de la deuda pública es fundamentalmente deuda externa nominada en monedas centrales. Esto define límites estrictos para que los regímenes

⁷ Ver Marques Pereira 2012; Marques Pereira 2013.

monetario y político trabajen conjuntamente en la búsqueda de los objetivos de estabilidad, equidad y crecimiento económico.

2.2. Sistema monetario y financiero internacional: jerarquía entre monedas periféricas y monedas centrales

Para comprender las consecuencias del carácter jerárquico del SMFI en economías con monedas periféricas, es ilustrativo referirse al renombrado “triángulo de Mundell”. Este planteo postula que, en un escenario de libre movilidad de capitales como el actualmente vigente, se verificaría la presencia de una “trinidad imposible” para la política monetaria y cambiaria. La prescripción derivada del triángulo de Mundell se resume en el siguiente dilema: se debe elegir entre manejo más autónomo de la política monetaria o manejo más autónomo de la política de cambio. Por lo tanto, no sería posible combinar exitosamente la autonomía de la política monetaria junto con la estabilidad del tipo de cambio fijo o administrado. En otras palabras, las políticas monetarias sólo podrían ser independientes sí y solo sí el tipo de cambio es flotante.

Sin embargo, cuando este razonamiento se plantea para economías con monedas periféricas en la órbita del SMFI, la conclusión es que para las mismas se verificaría una “dualidad imposible” (De Conti y Prates 2014; Andrade y Prates 2013⁸). En estas economías, con apertura de la cuenta de capitales y cualquiera sea el régimen de cambio en vigor, la autonomía de la política monetaria es mucho más restringida y subordinada al movimiento de capitales. Además, es mucho más limitado el uso del tipo de cambio para ajustar los desequilibrios externos que hacen peligrar la sustentabilidad de la deuda (externa e interna, pública y privada).

Como evidencia de lo anterior se señala que tanto en aquellos países con monedas periféricas que aplicaron regímenes de cambio anclados a una de las monedas centrales como en aquellos que optaron por un régimen de cambio flexible, la política monetaria terminó atrapada de tasas de interés muy elevadas para atraer capitales. En ambos casos las tasas de interés domésticas se ven presionadas para incluir un “diferencial” (prima de riesgo) en relación con la tasa de interés de los títulos emitidos por los países centrales (la referencia

⁸ El análisis de estos autores tiene como referencia la fórmula presentada por Flassbeck 2001.

común son los bonos del tesoro norteamericano). Este diferencial de tasas es el “premio” que los países de moneda periférica deben pagar por la iliquidez potencial de sus monedas en relación con las monedas centrales y por el riesgo de no tener stock suficiente de divisas para atender los pagos internacionales. Estos países dependen de los flujos de capitales externos cuya disponibilidad en tiempo y forma está sujeta a los ciclos financieros internacionales.

En la práctica, la presencia de esta dualidad imposible significa una erosión de la capacidad del Estado para mantener los equilibrios macroeconómicos por intermedio de una regulación monetaria y financiera. La erosión de estas capacidades concierne no solo a la estabilidad macroeconómica sino también al régimen de crecimiento económico en tanto sin la potestad para regular la política monetaria el Estado pierde potencial para orientar la dinámica del sistema productivo y las propias políticas distributivas.

Enfrentados con estos problemas de las monedas periféricas, especialmente los derivados del endeudamiento y del estrangulamiento del sector externo, algunos países buscan “elevar” su posición en la jerarquía monetaria renunciando de forma plena o parcial al ejercicio de su soberanía monetaria. Argentina bajo la ley de convertibilidad (1991-2001) es un ejemplo de sustitución parcial habilitando una economía bi-monetaria de libre intercambio equivalente entre la moneda local y la moneda central. Grecia (y otros países anexados a la UME) es un ejemplo de sustitución de una moneda periférica por una central en el contexto de un proceso de integración económica y monetaria.

En ambos casos se verifica un ciclo que va de la aparente bonanza en un comienzo a una crisis financiera que deriva en crisis política. En este ciclo, no sólo se pierde soberanía monetaria, sino que se erosiona la soberanía política cuyo síntoma más evidente es la transferencia de poder político hacia instituciones supranacionales y hacia los operadores financieros internacionales. En lo que sigue sintetizamos las experiencias de Argentina y Grecia para ilustrar los modos en que el intento de ascender en la jerarquía monetaria en países con monedas periféricas termina indefectiblemente en crisis financiera y pérdida de soberanía política.

3. Argentina: régimen de Convertibilidad, default y después

3.1. El abandono de la soberanía monetaria

Luego de un proceso hiperinflacionario que sufrió Argentina hacia mediados de la década del setenta, con la última dictadura militar (1976-83) la economía se abrió financiera y comercialmente poniendo fin al llamado régimen de “industrialización por sustitución de importaciones”. De este modo, la economía del país se incorporó al libre movimiento de capitales financieros internacionales y con ello al crecimiento sostenido del endeudamiento. De aquí en más, los históricos problemas de restricción externa se acentuaron porque al déficit estructural de la balanza comercial se le sumaron los pagos de los servicios de la deuda.

Así se estableció un círculo vicioso entre anticipaciones de devaluación, alza de la tasa de interés y alza de los precios; la tasa esperada de inflación futura se transforma en una suerte de unidad de cálculo de los *mark up* para quien tiene poder de fijar los precios. El Estado fue perdiendo así su capacidad de imponer la unidad de cuenta de los medios de pago y de garantizar su función de reserva de valor; cada vez más, el dólar pasó a desempeñar esta última función. La pérdida por parte del Estado de su capacidad para imponer todas funciones de la moneda doméstica fue erosionando su capacidad para administrar el conflicto distributivo⁹.

Recuperada la democracia, y luego de intentar diversos planes de estabilización, hacia finales de la década del ochenta se desató un acelerado proceso hiperinflacionario que obligó a anticipar la entrega del gobierno del entonces presidente Raúl Alfonsín (1983-1989). Luego de intentos infructuosos para detener la corrida inflacionaria, el gobierno del nuevo presidente Carlos Menem (1989-1999) lanzó a inicios de 1991 una ley de convertibilidad estricta (1x1) entre la moneda local y el dólar.

De aquí en más, la oferta monetaria quedó ligada con una cobertura casi plena de las reservas del Banco Central y a cierta proporción de títulos en moneda extranjera emitidos

⁹ Para mayores precisiones ver Marques Pereira 2012; Marques Pereira 2013.

por el gobierno. También se fijó la autonomía del Banco Central, se suprimió la garantía oficial de los depósitos, se establecieron límites estrechos para la compra de títulos y préstamos comerciales por parte de la autoridad monetaria y se completó la desregulación de la cuenta capital del balance de pagos.

Asimismo, se lanzó un amplio programa de privatizaciones de las empresas públicas más importantes, y se removieron barreras tarifarias y no tarifarias a las importaciones. También se modificó la legislación laboral, reduciendo la estabilidad en el puesto de trabajo, habilitando contratos de empleo por tiempo parcial (promocionados fiscalmente), bajando los costos de contratación y despido, aliviando las responsabilidades del empleador frente a los riesgos laborales. Argentina se volvió así un experimento extremo de la ortodoxia neoliberal y de un régimen de crecimiento liderado por los movimientos de los capitales financieros.

El llamado Plan de Convertibilidad logró estabilizar los precios por la supresión del riesgo devaluatorio y la apertura de las importaciones. La demanda agregada se expandió por el efecto “ingreso” de la estabilización monetaria y por el efecto “riqueza” de la revalorización en dólares de activos reales y financieros. La entrada de capitales, estimulada por las privatizaciones y el tipo de cambio fijo, generó la recuperación del crédito en un escenario financiero internacional con tasas de interés inferiores a las de la década del ochenta¹⁰.

Durante la vigencia del Plan de Convertibilidad puede observarse una clara correlación entre los ciclos de los flujos de capitales y la prima de riesgo país conforme a los cambios del escenario financiero internacional. Así, entre los segundos semestres de 1990 y 1994 el PBI (desestacionalizado) creció 35,7%; pero en 1995 la economía cayó fuertemente por la abrupta salida de capitales derivada de la crisis mexicana. La fuga de capitales y la caída de reservas se contuvieron con una operación de “rescate” del FMI que impulsó la recuperación a partir del segundo semestre de 1996 a una tasa de más de 9% anual gracias a un nuevo flujo de ingreso de capitales. La crisis asiática (tercer trimestre de 1997) empujó

¹⁰ En el período 1992-99, los ingresos netos de capitales promediaron alrededor de 12.700 millones de dólares al año, aunque con marcada variabilidad según el ciclo financiero internacional (Lo Vuolo 2001).

otra salida de capitales y a una nueva recesión que comenzó en 1998 y no tuvo freno hasta poco después del abandono de la regla de Convertibilidad a fines de 2001 (Lo Vuolo, 2001: 47-48).

Por su fuerte dependencia de los mercados financieros internacionales, durante la vigencia de la convertibilidad, la economía argentina se alimentó de los ahorros externos y del creciente endeudamiento¹¹. En este proceso fue clave el canje de la deuda externa en 1992 bajo el paraguas del Plan Brady que, junto con un recorte del valor nominal, “limpió” la deuda de la banca privada y atomizó el universo de acreedores¹². Sin embargo, el recorte de deuda fue sólo temporario y rápidamente se inició una nueva fase de endeudamiento (público y privado) que tuvo como fuente principal a los mercados financieros internacionales¹³; al mismo tiempo, se acumuló deuda con organismos internacionales y con instituciones domésticas como las administradoras de fondos y pensiones (AFJP) creadas con la privatización del sistema de previsión social en 1994.

El sostenido déficit fiscal alimentó la creciente deuda pública pese al ajuste de gastos y al amplio plan de privatizaciones. Una de las causas principales fue la pérdida de recursos públicos por reducción de impuestos y por la privatización del sistema de previsión social que bajó las contribuciones patronales y transfirió los aportes de los empleados a las AFJPs. El financiamiento externo del déficit público sirvió para cubrir el faltante de divisas del resto de los sectores económicos. En otras palabras, si el Estado no hubiese demandado divisas, la expansión de la economía hubiese requerido que el sector privado generase una acumulación positiva de reservas, ya sea por exportaciones o préstamos. Por el contrario, la balanza comercial registró fuertes déficit y sólo se equilibró en las fases recesivas que

¹¹ La tasa de ahorro doméstico de los años noventa es inferior a la de los años ochenta.

¹² Mientras entre 1990 y 1992 los bonos públicos representaban sólo el 15% de la deuda pública total y la banca privada era la principal acreedora con el 53% de este total, en 1993-1995 los títulos públicos representaban 66% promedio y llegan al 73% en 1996-2001. La incidencia de la deuda con organismos internacionales creció desde 13% a comienzos de la década, a 18% durante el último lustro (Lo Vuolo 2003: 84).

¹³ Entre 1993 y 2001, los intereses crecieron a una tasa media de 17% anual acumulativo, pasando de representar el 1,2% del PBI y el 5,7% del gasto público en 1993, a absorber el 3,8% del PBI y el 19,8% del gasto público en el año 2001 (Lo Vuolo 2003: 84).

frenaban las importaciones; por su parte, la cuenta corriente mostró una tendencia deficitaria creciente.

Pero nuevamente el cambio de escenario financiero internacional revirtió el ciclo. La crisis asiática (tercer trimestre de 1997) empujó otra salida de capitales iniciándose una nueva recesión económica que esta vez se prolongó hasta poco después de abandonarse la regla de Convertibilidad a fines de 2001. Pese a los evidentes síntomas de agotamiento del régimen de Convertibilidad, en diciembre de 1999 asumió el nuevo presidente Fernando de la Rúa con el compromiso de mantenerlo. Para ello, buscó infructuosamente la supervivencia del régimen del único modo posible: buscando un acuerdo con organismos internacionales y otros socios para un “blindaje financiero”. Pero este “blindaje” tampoco funcionó pese a los sucesivos ajustes fiscales y salariales. Tampoco sirvió el “megacanje” de los títulos de la deuda pública en poder del sector financiero que en la práctica significó un fuerte subsidio a los tenedores de estos títulos.

3.2. Crisis y pérdida de soberanía política

En países como la Argentina, y América Latina en general, el poder normativo de los organismos multilaterales no es tan directo: su influencia proviene de su indirecta intermediación con los mercados financieros que tienen poder para cubrir las necesidades de financiamiento en moneda central. En América Latina, el poder de policía “indirecto” de las instituciones supranacionales se hace más efectivo en situaciones de crisis económica y especialmente de crisis en el sector externo. El ejercicio de este poder de policía se realiza mediante instrumentos como los programas llamados de “reformas estructurales” que vienen atados a los programas de asistencia financiera.

Esto fue lo que sucedió durante la fase positiva de la Convertibilidad y también lo que se intentó hacer en su etapa crítica. Pero la cesión de soberanía monetaria volvía inefectivas todas políticas domésticas, incluyendo las de “devaluación interna”. La regla de Convertibilidad exigía la cobertura en divisas para la base monetaria en pesos, pero no para el multiplicador del crédito (incluyendo los depósitos bancarios bi-monetarios)¹⁴. En la práctica, la mayor parte de la oferta monetaria no tenía cobertura en divisas y todo el sistema era muy

¹⁴ En diciembre de 2001 el 70% de los depósitos bancarios estaba nominado en dólares (Lo Vuolo 2003: 69).

vulnerable a una corrida bancaria y a la aceleración del cambio legal de pesos por dólares a una tasa de 1x1.

Los salvatajes que se intentaron con el aval de los organismos internacionales resultaron en la profundización del ajuste recesivo hasta la inevitable corrida bancaria en diciembre de 2001. Pero alcanzaron para permitir la fuga de gran parte de los capitales especulativos hasta la crisis final del sistema bancario que llevó a restringir la extracción de depósitos en efectivo (“corralito”) y las transferencias al exterior. Todo esto precipitó las protestas sociales que fueron fuertemente reprimidas, hasta que a fines de 2001 renunció el presidente Fernando de la Rúa.

La experiencia de la Convertibilidad argentina expone claramente que los problemas de la dualidad imposible que enfrentan los países con moneda periférica no se resuelven atando la moneda local a la divisa llave del jerárquico SMFI. Pese al rígido control de la política de cambio, la política monetaria (y la política económica) quedó a merced de los agentes financieros externos y de los organismos internacionales. El gobierno argentino se quedó sin instrumentos para hacer política anticíclica más allá de los ajustes reiterados e ineficaces de “devaluación interna”. También quedó expuesto que los problemas del déficit fiscal no se originaban en el gasto, sino en el drenaje de recursos tributarios.

Finalmente, se observa la relación entre soberanía monetaria y política. La cesión de soberanía monetaria llevó a una dependencia del conjunto del sistema de los capitales financieros y los organismos multilaterales, minando la capacidad estatal para aplicar políticas domésticas anticíclicas. En esta situación extrema, e inmerso en una crisis política sin precedentes, sucesivos gobiernos “transitorios” optaron por una fuerte devaluación y por el default de la deuda privada como salida de la trampa. De este modo, se ampliaron los márgenes de maniobra de la política pública y se alimentó la esperanza de recuperación de soberanía política.

3.3. La post-Convertibilidad: el intento de recuperar soberanía monetaria y política

Con la renuncia a la presidencia de Fernando de la Rúa (diciembre 2001), el gobierno provisional designado por la legislatura declaró el default de la deuda del sector público¹⁵ y el 6 de enero de 2002 se decretó el fin de la ley de Convertibilidad con una devaluación cercana a 300%. Inmediatamente se sancionó la llamada “pesificación asimétrica”, por la cual los créditos en dólares del sistema financiero se transformaron en pesos a un valor menor que los depósitos; las pérdidas patrimoniales del sistema bancario fueron compensadas con títulos públicos.

Para evitar el traslado a precios de la devaluación, se congelaron los precios de las tarifas de los servicios públicos y los salarios no se ajustaron a una inflación que en el año 2002 llegó a 41%. Los impactos sociales de los ajustes para salir de la Convertibilidad fueron tremendos: la pobreza por ingresos escaló a más de 50% de la población, el desempleo abierto a 30% de la población activa y el empleo precario a un porcentaje similar.

Este ajuste económico y social creó condiciones favorables para que el presidente Néstor Kirchner, que asumió en mayo de 2003, encontrara un inmejorable escenario para el crecimiento económico. En primer lugar, los ajustes macroeconómicos generaron un “trípode” inédito en la historia del país: superávit comercial, superávit fiscal y tipo de cambio muy competitivo¹⁶. También se registró superávit de cuenta corriente (e incluso en algunos años el de cuenta capital y financiera) hasta el año 2009 Cetrángolo et al. 2015. A esto se sumó la fuerte caída del salario real y la amplia capacidad ociosa por la profunda recesión que había registrado la economía desde 1998 y hasta el segundo semestre de 2002. Todo esto en un escenario internacional favorable a las exportaciones de *commodities* vinculadas a la abundante producción agropecuaria del país.

Los superávits “gemelos” (comercial y fiscal) permitieron que la oferta monetaria crezca con entradas de divisas de la balanza comercial y que al mismo tiempo esa expansión fuera esterilizada con colocación de deuda de corto plazo del Banco Central. Así se logró

¹⁵ A comienzos de 2002 la deuda equivalía a una vez y media el PBI y a cinco años de exportaciones; su vida promedio era de seis años.

¹⁶ Para un análisis detallado de los fundamentos conceptuales y procesos económicos de la post-Convertibilidad, ver Lo Vuolo 2009.

sostener el nivel del tipo de cambio en niveles históricamente muy altos con baja inflación, gracias al manejo de un régimen de flotación administrada y con metas cuantitativas de los agregados monetarios Damill y Frenkel 2013. Paralelamente, este régimen monetario y cambiario logró acumular reservas del Banco Central hasta un pico de 52 mil millones de dólares en 2010.

El Estado argentino recuperó así márgenes de maniobra monetaria. La emisión de títulos del Banco Central (LEBAC) de muy corto plazo, que al inicio pagaban intereses muy altos, permitió recuperar la función de prestamista de última instancia porque esta deuda actuaba como liquidez última en una situación de stress financiero (restaurando el mercado interbancario). El patrimonio bancario se restableció gracias a los títulos públicos entregados para compensar las pérdidas patrimoniales de la pesificación asimétrica y con la recuperación económica que permitió restaurar el sistema de pagos¹⁷.

El default de la deuda pública y la devaluación facilitaron la generación de superávit fiscal. Los salarios reales del sector público cayeron abruptamente por el impacto inflacionario inicial, al tiempo que crecieron los ingresos por impuestos indirectos atados al aumento de precios. De aquí en más la recaudación tributaria creció sostenidamente: los recursos totales del sector público pasaron de cerca de 20% del PBI en 2002 a casi 28% en 2007 y más de 31% en 2013 Cetrángolo, Gómez Sabaini y Morán 2015. Claro que el grueso de los tributos siguió siendo de impuestos regresivos y atados al ciclo económico.

Para entender como el escenario macroeconómico facilitó el crecimiento, es importante resaltar que, a partir de la fuerte caída registrada por el abandono de la Convertibilidad, los salarios empezaron a crecer por encima de la progresión de la productividad (Marques Pereira 2012 y Marques Pereira 2013). El concomitante impulso a la demanda doméstica se completó con políticas de transferencias de ingresos dirigidas especialmente a la infancia y a la población pasiva sin cobertura de previsión social. De esta manera se volvió a articular un círculo virtuoso que permitía el simultáneo aumento de los salarios, las ganancias, la renta agropecuaria y la renta financiera (sostenida por la deuda pública). Una vez más el

¹⁷ Para una explicación detallada de la acción del Banco central, ver Damill et al. 2016

país entró en una fase de “todos ganan” gracias a la cual se creó la imagen de que la economía argentina había superado restricciones estructurales históricas y era capaz de recuperar soberanía monetaria y política sin someterse a los dictámenes de los mercados financieros.

Pero luego de la fase positiva montada en condiciones excepcionales, quedó claro que los problemas de la soberanía monetaria y la inserción dependiente en el SMFI estaban lejos de resolverse. El año 2005 fue clave en este proceso porque se realizó el primer canje de títulos de la deuda externa en default; y en 2006 se pagó anticipadamente la totalidad de la deuda con el FMI, con reservas del Banco Central. Así, el gobierno de Néstor Kirchner buscó iniciar una apertura controlada con los mercados financieros, pero sin intervención de los organismos multilaterales. Pero el paso del tiempo demostró que estas expectativas no fueron satisfechas.

3.4. Los límites a la recuperación de soberanía monetaria y cambiaria

Luego de los primeros años donde el default, La fuerte devaluación y los superávits externo y fiscal generaron un escenario muy favorable al crecimiento y la distribución progresiva de ingresos, el gobierno encontró límites para continuar expandiendo esta fase virtuosa del ciclo post-Convertibilidad. A medida que avanzó el crecimiento económico y se fueron agotando las condiciones excepcionales generadas por el default y la fuerte devaluación, se fueron estrechando los márgenes para realizar políticas expansivas y distributivas. Así, a partir de 2007 comenzó a crecer la inflación y con ello el tipo de cambio real fue perdiendo competitividad, al tiempo que se empezaron a achicar los superávits fiscal y externo.

El año 2008 marcó el fin del superávit fiscal pese al crecimiento de la recaudación tributaria, porque el gasto público crecía más (incluyendo los pagos de los servicios de la deuda). Dada la restricción para el financiamiento externo, el déficit fiscal creciente fue financiado con emisión monetaria (Cetrángolo, Gómez Sabaini y Morán 2015). Paralelamente, el superávit comercial comenzó a descender porque el crecimiento económico aumentaba importaciones de insumos y bienes de capital, mientras el atraso cambiario alimentó la salida de divisas por la balanza financiera (el caso del turismo fue llamativo); el valor de las exportaciones se sostuvo por precios internacionales excepcionalmente altos. A partir de 2009 también empezó a

deteriorarse la cuenta corriente del balance de pagos, con registros negativos a partir del 2010.

Sobre estas tendencias, se desató la crisis financiera internacional de 2008-09. Luego de crecer 8% en 2007, el crecimiento del PBI bajó a cerca de 3% en 2008 y en 2009 registró valores negativos. El gobierno argentino respondió con expansión del gasto público y de la emisión monetaria, validando así la aceleración inflacionaria que era sistemáticamente ocultada en las estadísticas oficiales por la intervención política del organismo oficial de estadísticas. Así, el Estado fue perdiendo el control del anclaje monetario de los precios y de los agregados macroeconómicos (Marques Pereira 2012).

La situación de las cuentas externas argentinas se complicó aún más cuando en 2012 comenzó la caída de los precios de las materias primas en los mercados internacionales, se desaceleró la demanda china de *commodities* y las economías de Brasil y la Unión Europea mostraron tendencias al estancamiento. Desde 2011 empezaron a caer las reservas internacionales por el deterioro de las cuentas externas y porque se usaron para pagar deuda del Tesoro. En 2013 la cuenta de capital del balance de pagos se volvió negativa.

Estos procesos erosionaron todos los pilares que sustentaban la consistencia macroeconómica de los primeros años de la post-Convertibilidad y revelaron los estrechos márgenes de maniobra que tienen los países con monedas periféricas para hacer políticas de aumento de la demanda por expansión monetaria y fiscal. Desconociendo estos márgenes, el gobierno prefirió intentar la aplicación de medidas *ad hoc* que complicaron aún más el escenario económico. Por ejemplo, el desbalance de divisas en el sector externo se quiso resolver con restricciones al movimiento de capitales y trabas para la compra de divisas por los agentes económicos, generando mercados paralelos de cambios y un freno a importaciones necesarias para el funcionamiento de la economía. La creciente presión inflacionaria se quiso controlar con subsidios al transporte y a la energía, al tiempo que se fijaron canastas alimentarias de precios controlados, mientras se continuaba la expansión monetaria y se restringían la oferta de importaciones.

El fracaso de estas políticas “heterodoxas” llevó a que en enero de 2014 se intentara un ajuste más ortodoxo con devaluación y suba de tasas de interés, al tiempo que se hacían negociaciones con acreedores y operadores financieros buscando regresar a los mercados de

capitales internacionales¹⁸. Pero esto tampoco funcionó porque contemporáneamente los tribunales de USA fallaron a favor de los tenedores de títulos de la deuda pública argentina que no habían aceptado las propuestas de los distintos canjes (*hold-outs*). La falta de pago de los fallos contra el país llevó a un default “selectivo” de la deuda (Lo Vuolo 2014).

En este contexto, el escenario macroeconómico siguió deteriorándose: el déficit fiscal del año 2015 superó 6% del PBI; el balance comercial pasó a niveles negativos; el tipo de cambio oficial se siguió atrasando y la brecha con la cotización de los mercados paralelos se movió en torno a 60%. Fuertes desequilibrios macroeconómicos, creciente inflación con estancamiento y freno a la creación de empleo privado, constituyeron el escenario económico de las elecciones presidenciales de octubre de 2015. A esto sumó un marcado deterioro institucional donde la denuncia de corrupción de los funcionarios del gobierno ocupó un lugar central. El resultado fue el triunfo en segunda vuelta de las elecciones presidenciales de Mauricio Macri, al frente de una agrupación identificado con políticas económicas ortodoxas.

Apenas asumido, Macri lanzó una elevadísima emisión de deuda para pagar a los *hold-outs*, liberó y unificó el mercado de cambios llevando a una devaluación inicial de cerca de 37% del precio oficial, eliminó subsidios a las tarifas de servicios públicos, etc. Al mismo tiempo, el Banco Central volvió a organizarse de forma independiente en base a una clásica política de metas de inflación, colocando las tasas de interés domésticas a valores de 35/40%. Así, luego de más de una década de haber abandonado el régimen de Convertibilidad y de haber declarado el default de la deuda pública, Argentina volvió a un régimen monetario y cambiario fuertemente dependiente de los movimientos de capitales financieros, del endeudamiento y la renta financiera.

Argentina dejó así de ser un modelo de éxito heterodoxo para mostrarse como una nueva frustración para quienes pretenden expandir los límites que impone el orden monetario jerárquico del SMFI. Probablemente, este desenlace influenció al gobierno griego cuando en 2015 tuvo que tomar decisiones con respecto al camino a seguir frente a una crisis de liquidez para pagar los servicios de su deuda. Pese a las recomendaciones de quienes pretendían que Grecia siga el camino argentino de post- Convertibilidad, y contrariando a la propia opinión de

¹⁸ Así, se firmaron acuerdos de pago por la deuda en default con el Club de Paris, por demandas en el CIADI, etc

la mayoría de los votantes, el gobierno griego resolvió afrontar los costos de un ajuste económico y financiero en lugar de intentar recuperar autonomía monetaria y política.

4. Grecia: de la sustitución monetaria a la pérdida de soberanía política

Con la creación de la UME las monedas domésticas de los países miembros se eliminaron y el euro ocupó su lugar. Así, los países de la periferia de la zona euro subieron automáticamente en la jerarquía del SMFI. Como resultado inmediato se produjo la virtual desaparición del spread que existía previamente entre las tasas de interés de las deudas públicas de estos países y la tasa de interés del país que hasta ese momento actuaba como divisa-llave en la región: Alemania.

Esta convergencia de tasas de interés y los flujos de capitales que fluyeron hacia los países periféricos de la UME, al igual que en los primeros años de la Convertibilidad, generaron un clima de bonanza y crecimiento económico. Sin embargo, el transcurrir del tiempo demostró que estos procesos no lograron resolver los problemas de la dualidad imposible porque las deudas soberanas de los países de la periferia de la UME no tienen la misma liquidez de mercado de la que gozan las deudas nominadas en la misma divisa, pero emitidas por los países centrales.

Justamente, la permanente amenaza de un escenario de iliquidez en los países de la periferia de la UME es lo que genera una constante presión sobre sus cuentas externas y empuja hacia la llamada “devaluación interna”, i.e. la baja de los costos en valor nominal, entre ellos el salario y las prestaciones sociales debido a la imposibilidad de devaluar la moneda de uso doméstico (e internacional). Para algunos, esta amenaza permanente de crisis de la deuda puede ser considerada como una estrategia política para forzar el desmantelamiento de las instituciones del Estado de Bienestar (Balibar 2016; Sotiropoulos et al. 2013). En este escenario aumenta el poder de las instituciones europeas supranacionales, empezando por el BCE, para influir en las decisiones nacionales incluyendo áreas que en un primer momento parecían haber quedado bajo el poder soberano de los gobiernos nacionales.

Por estos y otros caminos, la sustitución monetaria llevó a la erosión de la soberanía política. El caso de Grecia ilustra claramente estos procesos.

4.1. El abandono de la soberanía monetaria griega: la creación de la UME

La institucionalización de la UME favoreció, además de la convergencia de tasas de interés de las deudas públicas, la diferenciación de los tipos de cambio reales implícitos al comercio intrazona porque provocó una subvaluación de los precios relativos de los países más competitivos y una sobrevaluación de los precios relativos del resto. Los diferentes tipos de cambio implícitos contribuyeron a aumentar los excedentes comerciales en los países centrales más competitivos al tiempo que se incrementaron los déficits en los países menos competitivos.

Al comienzo, estos desbalances eran considerados como positivos bajo el argumento de que funcionaban como un mecanismo útil para acomodar las diferentes trayectorias de crecimiento económico de los países miembros. Este efecto potencial se presentaba como uno de los méritos atribuibles a la integración comercial, financiera y monetaria de los países de Europa y los hechos corroboraron esta presunción en tanto los países de la periferia de la UME crecieron mucho más que los países más competitivos.

Así, en el período 1995-2008 el PBI griego registró un crecimiento real de aproximadamente 61%, España 56% e Irlanda 124%; en contraste, en ese período Alemania sólo creció 19.5%, Italia 17.8% y Francia 30.8% (cálculos con datos de la OCDE por Milios y Sotiropoulos 2010: 228). En el caso particular de Grecia, la integración monetaria y financiera tuvo un efecto notable en tanto el PIB per cápita, que venía bajando desde los años 1970s, volvió a aumentar a partir de 2000 (recuperando gran parte de su diferencial con respecto a la media europea).

La convergencia de las tasas de interés fue más lenta que en el caso de la Convertibilidad argentina, pero, a diferencia del mismo, hacia el año 2007 el spread entre países periféricos y centrales de la UME casi había desaparecido. De aquí, y al igual que a comienzos de la Convertibilidad argentina, los flujos de capitales y el aumento del crédito impulsaron la demanda doméstica y el deterioro de los balances externos de los países de la periferia europea; la contrapartida fue el superávit de Alemania y otros países centrales más competitivos. En otras palabras, los desbalances de la cuenta corriente de los países de la periferia europea se generaron principalmente por los movimientos financieros derivados de la forma de organización de la UME (Sotiropoulos, Milios y Lapatsioras 2013: 184).

Un dato notable en la explicación de estos procesos es el observado por Laskos y Tsakalotos (2013: 35), quienes indican que, de 2000 hasta 2008, el aumento de la productividad del trabajo en Grecia pasó a superar el de Alemania, pero el costo unitario del trabajo aumentó

más en Grecia (si bien menos que España y Portugal). Esta diferencia entre productividad y costo de trabajo fue uno de los factores que explican los desequilibrios financieros acumulativos entre centro y periferia de la zona euro: el déficit comercial de Grecia pasó de 13 mil millones de € en 2001, año de su adhesión al euro, a 25 mil millones en 2007, en vísperas de la crisis financiera mundial Commission pour la vérité sur la dette grecque 2015: 46).

En otras palabras, con la creación de la UME desapareció del mapa cognitivo de los operadores financieros la idea misma de riesgo de cambio y con ello los capitales fluyeron a los países de la periferia con mayor perspectiva de crecimiento y rentabilidad. Así, al igual que a comienzos de la Convertibilidad argentina, se verificó una fase de crecimiento económico impulsado por la entrada de capitales, expansión del crédito y aumento del precio de los activos.

4.2. Del boom financiero a la crisis financiera

También en forma similar a la Convertibilidad argentina el crecimiento de la deuda fue la contrapartida de la entrada de capitales y del déficit comercial griego, aunque pueden distinguirse distintos períodos. Si bien el pasivo de Grecia con el resto del mundo se triplicó en el periodo 2001-2007¹⁹, en el mismo período el cociente deuda pública/PIB sólo aumentó de 100 a 103% gracias al crecimiento económico que se verificó en el país. En este escenario, la cuestión del déficit fiscal se colocó en el centro de la retórica de los operadores financieros con respecto a la evolución y el pago de la deuda griega.

Varios motivos alimentaron esta retórica. Aun cuando el cociente de la deuda sobre el PBI sólo empezó a crecer gradualmente luego del año 2004, los ingresos públicos de Grecia se estabilizaron a valores mucho más bajos que el promedio europeo. En especial, los impuestos directos de Grecia son más de 4 puntos del PBI menores que el promedio del grupo de 27 países de la Unión Europea (Sotiropoulos, Milios y Lapatsioras 2013, figura 10.6). En síntesis, la principal explicación del aumento del déficit fiscal en Grecia fue la caída de ingresos y no tanto el aumento del gasto.

Sin embargo, el crecimiento del gasto fue levantado por los poderes locales e internacionales como la explicación principal del déficit público. Más aún luego de la llegada al poder de

¹⁹ De de 50 a más de 150 mil millones de € (Comission pour la vérité sur la dette grecque 2015: 48)

Yorgos Papandreou el 6 de octubre de 2009, porque el nuevo gobierno “reveló” que la deuda pública y el déficit público no se correspondían con las cifras oficiales difundidas²⁰. La difusión de estas novedades consolidó el argumento hegemónico que culpaba de todos los problemas a la política dispendiosa del gobierno griego y soslayó un aspecto central de la crisis: la fragilidad del sistema bancario. La dependencia del sistema bancario griego del financiamiento de corto plazo hizo que en octubre 2008 el gobierno Karamanlis le aportara una asistencia de 28 mil millones de euros (Comission pour la vérité sur la dette grecque 2015).

Desde estas revelaciones oficiales el deterioro se volvió imparable. La suba de la tasa de interés de la deuda griega, y la correspondiente caída del precio de los títulos, se fue acentuando a medida que aumentaba la oferta de los bancos tenedores de títulos y disminuía la demanda de los compradores. Con esta combinación de capital e intereses en ascenso, el cociente deuda pública/PBI subió de 103% en 2007 a 126% en 2009 y a 177% en 2014; paralelamente subieron las tasas de interés de la deuda griega, pasando de 4,84% en diciembre de 2009 a 35% a fin de 2011. Finalmente, el servicio de la deuda pasó de 4,5% del PBI en 2007 a 7% en 2011 y comienzos de 2012, cuando se realizó la reestructuración de la deuda. El resultado fue que los *Credit Default Swap* (CDS) alimentaron una trayectoria explosiva y llevaron el costo de su refinanciación a niveles insostenibles” (op. cit.: 51), de donde creció el temor a un efecto contagio para el resto de los países periféricos de la eurozona (España, Italia, Portugal).

En el caso griego, y a diferencia de Argentina, el temor del “efecto contagio” hacia otras economías de la UME fue determinante de los procesos. No sólo que los problemas se atribuían a la irresponsabilidad del gobierno griego (y de otros gobiernos de los países en problemas) sino que además existiría un “riesgo moral” (*moral hazard*) con respecto a la buena voluntad de sus socios y que ponía en riesgo al conjunto del proyecto europeo. La experiencia griega se transformó así en un caso testigo para disciplinar a otras economías de la periferia de la UME.

²⁰ Luego, el gobierno de Papandreou realizó ajustes contables del pasivo del Estado que el citado reporte considera como “irregulares” en tanto se trataría de ajustes por deudas de los hospitales pendientes de liquidación (cuyo valor fue aumentado en 5,4 mil millones de € en relación al valor validado por el Tribunal de cuentas); por transferencia de deudas de empresas públicas al presupuesto del Estado (que aumentaron la deuda pública en 18,2 mil millones de €); y un ajuste retrospectivo del costo registrado de swaps pasados con Goldman Sachs (por un monto de 21 mil millones de €).

A partir de aquí se empezó a culpar a los países endeudados por su irresponsabilidad, exigiendo que realicen ajustes fiscales para atender el pago de la deuda. Así, los operadores financieros y de las instituciones de gobierno de la UME pasaron de elogiar la integración monetaria y defender la necesidad de desbalances para facilitar la convergencia, a tratar las deudas públicas de los países deficitarios como “deuda externa” que cada país debía resolver por su cuenta con austeridad fiscal y devaluación interna. Así, los países de la periferia de la UME se anoticiaron que lo que se esperaba de ellos en el proceso de integración europea no era tanto la convergencia sino más bien la aplicación de políticas de ajuste económico y social.

De este modo se buscó ocultar que, detrás de la crisis de la deuda pública, lo que en realidad había era una crisis bancaria provocada por los propios operadores financieros. La prueba de ello es que los principales acreedores de Grecia eran los bancos de los países europeos que por un buen tiempo se aprovecharon de las más altas tasas de interés que pagaba la deuda griega junto con la garantía implícita del euro. Una vez desatada la crisis, el riesgo-país en Grecia, y en otros países de la UME, aumentó por falta de liquidez en euros, esto es por falta de la moneda doméstica e internacional sobre la cual los Estados nacionales no tienen control.

Al igual que en la Convertibilidad argentina, en Grecia quedaron expuestos los problemas de la falta de una relación orgánica entre el Estado y el Banco Central que habilite la monetización de la deuda pública. La liquidez que necesitan los Estados de la UME para atender los compromisos de la deuda y la crisis bancaria depende de un Banco Central y de instituciones supranacionales que no son controladas por los gobiernos nacionales.

Así, a medida que los problemas de liquidez fueron empeorando, también aumentó la dependencia griega de los salvatajes de los organismos supranacionales y de los mercados financieros. Como resultado de esta dependencia, el 10 de mayo de 2010 la Unión Europea acordó la aplicación de un “rescate” de Grecia a cambio de ajustes y recortes económicos que desataron una fuerte reacción social. En octubre de 2011, la “Troika” (Comisión Europea, Banco Central Europeo y Fondo Monetario Internacional) propuso un segundo préstamo de rescate por un valor cercano a 130 mil millones de euros, pero cuya activación estaba condicionada a la implementación de más medidas de austeridad y a un acuerdo de reestructuración de la deuda.

4.3. De la pérdida de soberanía monetaria a la pérdida de soberanía política

Confrontado con esta situación, el 31 de octubre de 2011 el primer ministro Papandreou propuso llamar a un referéndum para consultar a la ciudadanía griega acerca de la aceptación de este segundo rescate. Esta propuesta fue rechazada por la Troika que amenazó con cortar la asistencia financiera al sistema bancario griego si el gobierno no desistía de su iniciativa. Papandreou desistió del referéndum y renunció el 4 de noviembre de 2011, siendo sucedido por Lukás Papadimos, ex gobernador del Banco de Grecia (1994-2002) y ex vicepresidente del Banco Central Europeo (2002-2008). Papadimos encabezó un gobierno “transitorio” de coalición avalado por la Troika y que duró sólo hasta el 12 de mayo de 2012.

En la figura de Papadimos se refleja la estrecha relación que existe entre las elites locales e internacionales en el gobierno de los países de la UME. Rememorando en cierto modo al plan Brady en Argentina, en el breve lapso que duró su mandato más del 68% de la deuda griega fue comprada a los bancos por los Estados (especialmente Francia y Alemania) exigiéndose a los acreedores una quita de valor (*bailing in*) a cambio de lanzar un proceso de reformas que incluiría un nuevo tratado por el cual la Comisión Europea adquiere poder de supervisión de los presupuestos públicos de los países miembros y mayor poder de presión para impulsar reformas estructurales. También se constituyó un fondo de estabilización financiera alimentado por recursos de cada país miembro. De este modo se posibilitó una asistencia a las instituciones financieras griegas de un monto de 146,35 mil millones de euros de 2008 a 2014 (Comisión pour la vérité...: 87, apud Comisión europea, Dirección de la concurrencia).

Con las políticas aplicadas, entre 2009 y 2014 el déficit nominal de Grecia pasó de un máximo de 15.2% a un mínimo de 3.5% del PBI. El mayor ajuste estuvo en la baja del gasto: casi un cuarto en 5 años (cerca de un tercio en gasto de empleo) hasta que en 2015 se logró un superávit primario de 1,7%. Pese a este fuerte ajuste y a que Grecia no emitió nuevos bonos de la deuda pública, en 2014 la deuda griega subió de una media de 146,1% del PBI a cerca de 200% en 2016 (AMECO, 2016). A finales de 2014, el 61% de la deuda griega estaba en manos de los Estados europeos, ya sea directamente o indirectamente a través del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera o su sucesor el Mecanismo Europeo de Estabilidad. A esto se agrega 9,3% en manos de la BCE u bancos centrales nacionales.

Como sucedió en Argentina con la recesión de 2008-2002, en contrapartida de esta asistencia condicionada el PBI griego se contrajo 25% entre 2008 y 2013, retomando tímidamente el crecimiento en 2014 en un contexto de baja del salario mínimo y de deflación. La tasa de

desempleo en 2014 se estima en 26/27% y la inversión bruta, que equivalía a 20% del PIB en 2009, cayó a cerca de 13% en 2013 (Antonin et al. 2015)²¹.

Al igual que en los últimos años de la Convertibilidad argentina, la gestión de la crisis griega centrada en la recesión agravó el cociente deuda/PIB, tanto del lado del numerador que del denominador. En otras palabras, los salvatajes financieros para que Grecia pueda resolver su problema de deuda significaron mayor incremento de deuda; más aún, sirvieron para salvar a los bancos comprometidos, pero ni siquiera transitaron por los bancos griegos²².

4.4. El frustrado intento de recuperar soberanía política sin soberanía monetaria

Este escenario político y económico favoreció el ascenso al gobierno en enero de 2015 del partido de izquierda Syriza liderado por Alexis Tsipras y que montó su campaña en una retórica de confrontación con la llamada Troika. El triunfo de Tsipras apareció como un intento de recuperar la soberanía política en el país, de forma similar a lo que sucedió en Argentina con los gobiernos de la post-Convertibilidad.

Así, una vez nombrado Primer Ministro, Tsipras intentó negociar con la Troika políticas menos ortodoxas que las que se venían aplicando para ajustar los desbalances de la economía griega. Sin embargo, la respuesta de la Troika fue negativa y a cambio propuso un nuevo acuerdo de austeridad fiscal y monetaria.

Frente a esta situación, Tsipras llamó a un referéndum para el 5 de julio de 2015 preguntando la opinión de la ciudadanía griega sobre el acuerdo que la Comisión Europea proponía para Grecia. Este acuerdo constaba en dos documentos (que reseñaban acuerdos hipotéticos) y se titulaban: “Reformas para la terminación del actual programa y Continuación” y “Análisis preliminar de la sostenibilidad de la deuda”. Ambos documentos proponían acuerdos para darle liquidez al país con el objetivo de repagar la deuda. En el referéndum, 61.3% de la ciudadanía griega votó en contra de esta propuesta de la Comisión Europea. Pese a ello, y aun cuando el propio Tsipras había hecho campaña llamando a rechazar el acuerdo, en julio de

²¹ Vale resaltar que los datos de la Comisión Europea preveían que el PIB iría caer de 2015 y 2016 de 1,4% y 1,3% (European Commission, 2015), lo que se puede explicar por la acentuación del ajuste exigida por las condiciones del nuevo rescate de 2015.

²²<http://stream.wsj.com/story/latest-headlines/SS-2-63399/SS-2-348445/>
http://www.atterres.org/sites/default/files/L_Europe_ecrit_sa_tragedie_grecque.pdf.

2015 su gobierno terminó aceptando el Tercer Memorándum de Entendimiento y acuerdo de asistencia financiera²³.

Las interpretaciones sobre estos vaivenes del gobierno de Tsipras son variadas. A los efectos de nuestro trabajo, lo que interesa señalar son las presiones que se ejercieron desde el poder económico y político supranacional para contradecir los resultados del referéndum. Así, el 3 de julio de 2015, el vice presidente del BCE (Vítor Constancio) aseguró públicamente que no podía garantizar que el BCE aportaría asistencia de liquidez de emergencia (ELA)²⁴ a los bancos si los griegos votaban “No” en el referéndum. Esta advertencia tuvo lugar pese a que, en los test de estrés realizados en 2014, el propio BCE había considerado que los bancos griegos eran “solventes” y por lo tanto el banco europeo se encontraba en la obligación de dar acceso a la Asistencia de Liquidez de Emergencia para frenar la corrida bancaria.

Asimismo, el 11 de julio el Ministro de Finanzas de Alemania Schäuble sostuvo que el programa fiscal sugerido por el Primer Ministro de Grecia no constituía una base para el acuerdo y a cambio propuso la directa salida de la eurozona de Grecia por un mínimo de cinco años; paralelamente, indicó la necesidad de que el gobierno griego transfiera 50 mil millones de euros de activos del estado a una agencia externa para su venta. De este modo echó por tierra la idea de algunos que postulaban que Grecia podía rechazar el acuerdo monetario y financiero, pero al mismo tiempo continuar en la UME.

Estas y otras presiones llevaron al gobierno de Tsípras a dar marcha atrás con su actitud, aun conociendo que las medidas de austeridad programadas en el memorándum firmado en 2015 auguraban un largo periodo de estagnación a la economía griega junto con una baja del costo unitario laboral y un fuerte ajuste fiscal para que el país mantenga una cuenta corriente equilibrada y genere el ahorro necesario para pagar el servicio de la deuda. Llamativamente, gran parte de la propia ciudadanía griega también pareció cambiar de opinión en relación con el referéndum, al menos si se considera la victoria de Tsípras en la posterior elección a la que se sometió para legitimar su cambio de posición.

²³ Los acuerdos prevén el desembolso de 86 millones de euros a Grecia, de los cuales más de 25 millones serían para capitalizar a los bancos privados griegos.

²⁴ El *Emergency Liquidity Assistance* es un mecanismo que permite a los bancos nacionales de la zona euro de proveer de liquidez de urgencia a los bancos considerados solventes, pero con problemas temporales de liquidez, y que no disponen de colaterales suficientes para refinanciar las operaciones tradicionales del BCE. Sin embargo, el Comité de Gobernadores del BCE puede limitar las operaciones ELA si juzga que interfieren con los objetivos de las misiones del Eurosistema y a partir de un determinado monto.

Todo indica que pese a los efectos negativos que sobre el bienestar de la población tienen los programas impuestos por la Troika, las alternativas no convencieron al gobierno griego de su eficacia. Probablemente, en esto influyó la evaluación del desenlace de la experiencia argentina de la post-convertibilidad luego de una década. Pese a que algunos esgrimían los efectos positivos del default y la devaluación argentina para salir de la convertibilidad, la observación de los procesos de más largo plazo no resultó tan positiva.

De hecho, la crisis griega se desató precisamente en el momento en que Argentina fracasaba en su confrontación con los *hold-out* y en su búsqueda de crédito internacional para superar sus problemas de financiamiento. Argentina vivía en ese momento un escenario de estanflación con serios problemas macroeconómicos. A esto se suman las diferencias entre ambas experiencias, incluyendo el disímil contexto internacional, como así también las diferentes estructuras económicas y las formas diferentes de inserción en el comercio internacional.

Por si algo faltaba para corroborarlo, la crisis griega expuso claramente que la creación de la UME significó la consolidación de un nuevo régimen de soberanía política para los Estados miembros, más allá de que no exista una unión política entre los mismos. Así, al igual que en el caso argentino, en Grecia quedó claro que la cesión de soberanía monetaria implica una cesión de soberanía política que legitima un nuevo modo de gobernanza de los estados y que puede volverse casi imposible de revertir.

5. Comentarios finales

El análisis realizado demuestra que la cuestión de la soberanía monetaria y las consecuencias derivadas de la organización jerárquica del SMFI debe colocarse en el centro del análisis de la soberanía política de los Estados contemporáneos. La erosión de soberanía monetaria en cualquiera de sus formas tiene efectos que superan el campo estrictamente monetario y se vuelve un proceso difícil de revertir. Los casos de Argentina y Grecia son ilustrativos al respecto.

El régimen de Convertibilidad de Argentina muestra cómo la búsqueda de ascenso en la jerarquía monetaria atando la moneda periférica doméstica con la divisa central llave del SMFI lleva a una fuerte dependencia de los mercados financieros que termina en una crisis con

impactos económicos y sociales brutales. Las posibilidades de devaluación y el default de la deuda permitieron crear condiciones para un despegue con políticas autónomas, pero a costa de un ajuste con impactos sociales tremendos y un costo muy elevado para salvar al sistema bancario y financiero.

El despegue de la post-Convertibilidad se asentó sobre condiciones excepcionales de precios relativos, balances macroeconómicos y ajuste salarial que se combinaron con un entorno internacional muy favorable a los precios de los productos exportados por el país. Sin embargo, superada la etapa fácil de la recuperación de la crisis, las políticas autónomas expansivas aplicadas encontraron límites muy estrechos por la expansión monetaria, la creciente inflación, el creciente financiamiento monetario del déficit fiscal y los desbalances macroeconómicos que reavivaron la restricción externa.

El gobierno de turno no logró consolidar un sistema monetario y cambiario que saque del centro de la dinámica económica a la deuda pública. La falta de percepción acerca de los dilemas de la dualidad imposible que son propios a una moneda periférica, volvió a colocar al país en un escenario de estrangulamiento en el sector externo y estanflación.

La crisis del régimen pretendidamente heterodoxo abrió el camino para un nuevo gobierno que rápidamente retomó la agenda ortodoxa de devaluación interna y emisión de deuda para estimular la entrada de capitales. Para ello, aplica una política monetaria de metas de inflación (difíciles de cumplir) con tipo de cambio de flotación administrada que tiende cada vez más a sobrevaluarse. Así, vuelve a recrear un escenario de altísimas tasas de interés y estímulo al flujo de capitales cuya vulnerabilidad es conocida.

Por su parte, Grecia es un ejemplo de sustitución monetaria que muestra como la pérdida total de soberanía monetaria instaure una soberanía de la moneda por sí misma en tanto institución política que garantiza el poder del sistema financiero y de los acreedores de deuda por sobre las decisiones nacionales. Al igual que en la Convertibilidad, en una primera fase la sustitución monetaria atrae flujos financieros y genera un clima de crecimiento económico.

Sin embargo, esta bonanza es sólo de corto plazo y el ciclo se revierte porque el endeudamiento creciente se enfrenta con una crisis de liquidez en la propia moneda de uso doméstico. La quiebra de la relación orgánica entre el Banco Central supranacional y el Estado nacional lleva inexorablemente a una crisis política y amenaza todo intento por recuperar autonomía monetaria. Así se instaure un nuevo régimen de soberanía política que desconoce los propios mandatos de la ciudadanía.

En ambos casos la lección es clara: la pérdida de soberanía del Estado sobre la moneda lleva a la pérdida de soberanía política en beneficio de la consolidación del poder del capital financiero. Los hechos demuestran que los países con moneda periférica aparecen hoy condenados a la dependencia externa de los flujos de capital. Por ello están siempre presionados para aplicar políticas que garanticen rentabilidad financiera con “premios por riesgo”. La evaluación de los títulos de deuda y en general de todos los activos (incluyendo la devaluación de la fuerza de trabajo) con el criterio de “riesgo” es la nueva forma por la que el capital financiero somete a los gobiernos a sus dictados. En esta perspectiva, hay que considerar que la soberanía política compartida en la UME hace funcionar el euro como moneda periférica en Grecia y otros países.

Cuando la soberanía monetaria nacional escapa al control del Estado nacional, lo que se institucionaliza es una degeneración del funcionamiento de las democracias. Ya no se trata de un sistema de representación de las decisiones soberanas de la ciudadanía. Tampoco se trata de un Estado social atento a las demandas de protección económica y social de la población. En cambio, es un Estado que permanentemente somete sus políticas a la aprobación de los organismos supranacionales y el capital financiero.

Independientemente de la opinión que se tenga sobre esta transformación del modo de ejercer la soberanía política, es evidente que la dualidad imposible de los países con moneda periférica se transforma en la imposibilidad de atender al mismo tiempo la deuda financiera y la deuda social, de recuperar la soberanía política cuando no se tiene soberanía monetaria. Esta es una lección que no sólo los actuales gobiernos de Argentina y Grecia deberían tener especialmente presente: es un desafío para todos los países con moneda periférica que pretenden realizar política monetaria y cambiaria autónoma.

Referencias Bibliográficas

- Aglietta, M. y A. Orléan. 1998. *La monnaie souveraine*. Editions Odile Jacob, Paris, France.
- Aglietta, M., P. Ould-Ahmed, et al. 2016. *La monnaie, entre dette et souveraineté*. Odile Jacob, Paris.
- Andrade, R. y D. Prates. 2013. "Exchange rate dynamics in a peripheral monetary economy." *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol 35, No 3, pág. 399-416.
- Antonin, C., R. Sampognaro, et al. 2015. "La Grèce sur la corde raide." *Revue de l'OFCE*, Vol 138, No 2, pág. 223-263.
- Balibar, É. 2016. *Europe, crise et fin? Le bord de l'eau.*, Paris.
- Blanc, J. 2001. "Principe et exercice de la souveraineté monétaire". Artículo presentado en Colloque « Du franc à l'euro : changements et continuité de la monnaie, Poitiers.
- Boyer, R. 1993. "D'une série de 'National Labour Standards' à un 'European Monetary Standard'." *Recherches Économiques de Louvain*, Vol 59, No 1-2.
- Cetrángolo, O., J. C. Gómez Sabaini, et al. 2015. *Argentina: reformas fiscales, crecimiento e inversión (2000-2014)*. CEPAL, Santiago de Chile.
- Cohen, B. 2017. "The IPE of money revisited." *Review of International Political Economy*, Vol 24, No 4.
- Comission pour la vérité sur la dette grecque. 2015. *La vérité sur la dette grecque*, Paris.
- Damill, M. y R. Frenkel. 2013. "La economía argentina bajo los Kirchner: una historia de dos lustros.", *La Década Kirchnerista*.
- Damill, M., R. Frenkel, et al. 2016. "An unlikely Phoenix: The recovery of Argentina's monetary and financial system from its ashes in the 2000s and its lessons." *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol 39, No 2.
- De Conti, B. y D. Prates. 2014. *The International Monetary System hierarchy: determinants and current configuration*. Artículo presentado en Research Network Macroeconomics and Macroeconomic Policies (FMM), 18th Conference, Inequality and the Future of Capitalism, Berlin, Germany.
- De Conti, B., D. Prates, et al. 2014. "A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos." *Economia e Sociedade*, Vol 23, No 2 (51), pág. 341-372.
- Dutraive, V. y B. Théret. 2013. *Souveraineté politique et souveraineté monétaire: une interprétation à partir de l'oeuvre de J.R. Commons*. ResearchGate, https://www.researchgate.net/profile/Bruno_Theret/publication/278620140.
- Flassbeck, H. 2001. *The exchange rate: economic policy tool or market price?*, Geneva.
- Lapavitsas, C., Kaltenbrunner, A., et al. 2010. *The Eurozone between austerity and default*. Research on Money and Finance, http://www.erenep.org/images/pdf/rmf/eurozone_reports/Eurozone-Report-2.pdf.
- Laskos, C. y E. u. Tsakalotos. 2013. *Crucible of Resistance, Greece, the Eurozone and the World Economic Crisis*. Pluto Press, London.
- Lievens, M. 2013. *Monetary Sovereignty, Trust and the Political*. Reflections on the Institution of Money after the Eurocrisis. Artículo presentado en *Democracy in Times of Crisis*, Charles University in Prague.
- Lo Vuolo, R. M. 2014. "El default selectivo de la deuda del Estado argentino." *Sin Permiso*, Vol, No.
- Lo Vuolo, R. M. 2009. *Distribución y crecimiento. Una controversia persistente*. Ciepp/Miño y Dávila Editores, Buenos Aires, Madrid.

- Lo Vuolo, R. M. 2003. Estrategia económica para la Argentina. Propuestas. Siglo XXI/Ciepp, Buenos Aires, Argentina.
- Lo Vuolo, R. M. 2001. Alternativas. La economía como cuestión social. Altamira, Buenos Aires, Argentina.
- Marques Pereira, J. 2013. "La moneda, la política y la posibilidad de un modo de desarrollo nuevamente basado en el mercado interno en Brasil y Argentina." En G. Pérez Sosto (ed., Capitalismos volátiles, trabajadores precarios. Crisis financiera global y cuestión social. UNESCO/Instituto Di Tella, Aulas y Andiamos Editora, Buenos Aires.
- Marques Pereira, J. 2012. "La monnaie, la politique et la possibilité d'un mode de développement à nouveau fondé sur le marché intérieur au Brésil et en Argentine." Revue de la régulation, Vol, No 1er semestre / Spring, pág. <http://regulation.revues.org/9622>.
- Milios, J. y D. Sotiropoulos. 2010. "Crisis of Greece or crisis of the euro? A view from the European 'periphery'." Journal of Balkan and Near Eastern Studies, Vol 12, No 3.
- Orléan, A. 1998. "La monnaie autoréférentielle." En M. Aglietta y A. Orléan (eds.), La souveraineté de la monnaie. Odile Jacob, Paris.
- Soederberg, S. 2014. Debtfare States and the Poverty Industry. Money, discipline and the surplus populations. Routledge.
- Sotiropoulos, D., J. Milios, et al. 2013. A Political Economy of Contemporary Capitalism and its Crisis. Demystifying finance. Routledge., New York.
- Streeck, W. 2014. Buying Time. The Delayed Crisis of Democratic Capitalism. Verso.
- Théret, B. 2015. En A. Wilkis y A. Roig (eds.), El laberinto de la moneda y las finanzas. La vida social de la economía. Editorial Biblos, Buenos Aires.
- Weisbrot, M. y J. A. Montecino. 2012. More Pain, No Gain for Greece: Is the Euro Worth the Costs of Pro-Cyclical Fiscal Policy and Internal Devaluation. Center for Economic and Policy Research.