

La economía argentina durante el período 2004-2017: ciclo expansivo, restricción externa y retorno de la valorización financiera*

Marcos Esteban Gallo**

marcosgll@yahoo.com.ar

Grupo Estudios del Trabajo (GrET)
Facultad de Ciencias Económicas y Sociales
Universidad Nacional de Mar del Plata
Funes 3250 – CP B7602AYJ – Mar del Plata

Grupo Temático 5: Políticas anti-inflacionarias, monetarias, cambiarias y financieras

Resumen

El ciclo de gobiernos kirchneristas que concluyó en diciembre de 2015 puede exhibir un desempeño relativamente favorable en materia económica, lo que en gran medida implicó un avance en relación a muchos de los problemas que habían sido agravados durante las dos décadas anteriores. Entre otros logros cabe mencionar el proceso de desendeudamiento, la reconstrucción de parte del entramado industrial, la reducción del desempleo, la recomposición del salario real y la ampliación de la cobertura jubilatoria, todo ello en el marco de políticas económicas que posibilitaron altas tasas de crecimiento durante varios años consecutivos. Sin embargo, a largo plazo, el ciclo expansivo inaugurado por el kirchnerismo chocó, una vez más, con el problema de la restricción externa.

Por su parte, el nuevo gobierno, asumido en diciembre de 2015, está llevando a cabo una política económica cuyos objetivos van mucho más allá de corregir los desequilibrios acumulados durante la gestión anterior. Por el contrario, las autoridades

* Ponencia presentada en el *Segundo Congreso de Economía Política para la Argentina: “El impacto de las políticas neoliberales”*, realizado en la Universidad Nacional de Avellaneda los días 3, 4 y 5 de octubre de 2017.

** Magíster en Economía Política (FLACSO), Lic. en Economía (UNMDP), docente e investigador de la Facultad de Ciencias Económicas y Sociales de la Universidad Nacional de Mar del Plata (UNMDP).

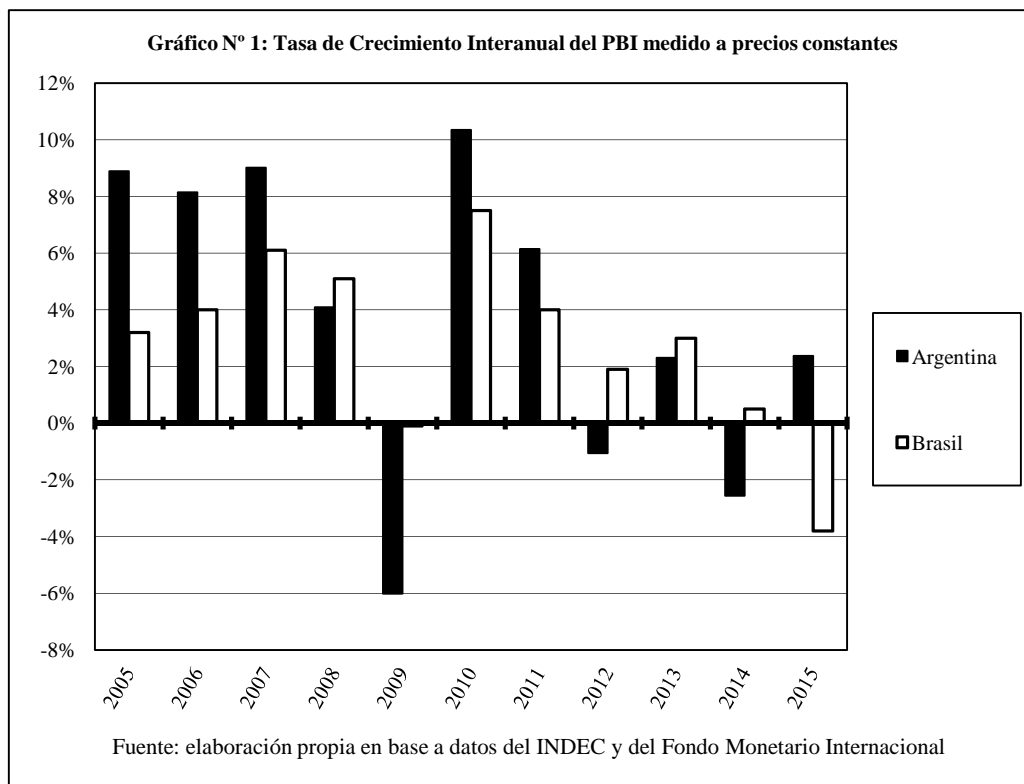
actuales están implementando transformaciones estructurales que, en muchos aspectos, reeditan el patrón de acumulación rentístico-financiero, que tan devastadores efectos tuviera en la historia argentina reciente. Para tal fin, fueron desmontados gran parte de los mecanismos regulatorios que la anterior administración había dispuesto sobre el mercado cambiario y el sistema financiero. Asimismo, apelando al argumento teórico que fundamenta las políticas de metas de inflación, se implementa una política monetaria y cambiaria afín al funcionamiento de un esquema de negocios basado en la valorización financiera y el endeudamiento externo.

El presente trabajo tiene por objetivo reflexionar acerca de los logros y las limitaciones que presentó la política económica del kirchnerismo, así como evaluar el rumbo y las perspectivas que se ciernen sobre la economía argentina a la luz de las medidas tomadas hasta el momento por la gestión actual, haciendo hincapié en la política monetaria y en las reformas financieras y cambiarias que posibilitaron el retorno de la valorización financiera.

Un balance de la economía durante los gobiernos kirchneristas

En el año 2015 la economía argentina creció un 2,4%, lo cual contrasta con la contracción del 2,6% experimentada en 2014, de acuerdo a los datos publicados por el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) luego de la revisión de las series llevada a cabo por las nuevas autoridades.

Si se observa el dinamismo de la economía argentina en una perspectiva de mediano plazo, puede verse que entre 2010 y 2015 –es decir, luego del estallido de la crisis internacional- el producto creció en promedio un 2,9% anual, con un máximo del 10,4% en 2010 y un mínimo del -2,6% en 2014 (Gráfico N° 1).



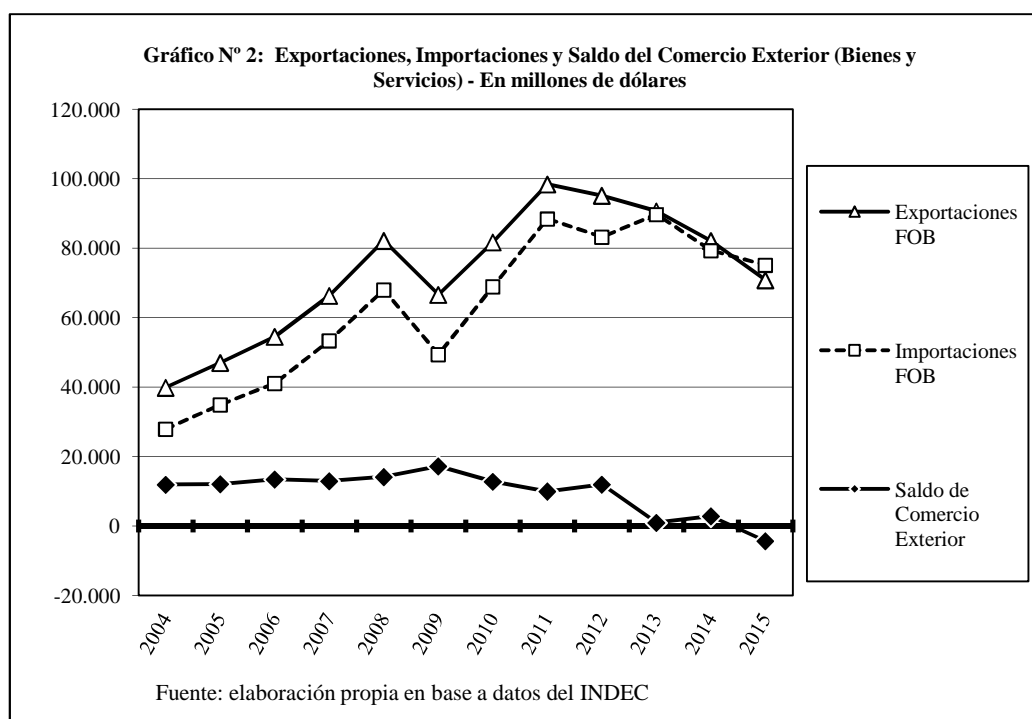
Varios factores concurren para explicar este desempeño relativamente modesto en comparación con las altas de crecimiento registradas hasta el año 2008. En primer lugar, los guarismos locales están en línea con la evolución de la economía mundial, que tras la crisis desatada a fines de 2008 crece a un ritmo moderado. Así, según el Fondo Monetario Internacional (FMI), entre 2010 y 2015 el producto mundial se incrementó a un promedio anual del 3,9%, mientras que para América Latina y el Caribe dicha cifra es del 3%. En el mismo lapso Brasil -principal socio comercial de nuestro país y destino de cerca del 20% de las exportaciones argentinas- creció un promedio anual del 2,2%, con una caída del 3,8% en 2015¹ (Gráfico N° 1).

En segundo lugar, tras el inicio de la presente década, la economía argentina se vio condicionada nuevamente por el problema de la restricción externa, determinada tanto por factores comerciales como financieros². En lo que respecta al plano comercial, en el gráfico N° 2 puede verse cómo a partir de 2010 el saldo del comercio exterior de la

¹ Datos del Fondo Monetario Internacional. Disponibles en: <https://www.minhacienda.gob.ar/secretarias/politica-economica/programacion-macroeconomica/>

² El problema de la restricción externa ha sido ampliamente analizado por la literatura económica argentina. Entre otros autores cabe destacar a Braun y Joy (1981); O' Donnell (1977); Basualdo (2006) y Rapoport (2008).

Argentina inicia un lento pero persistente declive, hasta llegar en 2015 a un déficit de U\$S 4.313 millones, el primer resultado negativo desde el año 2001.

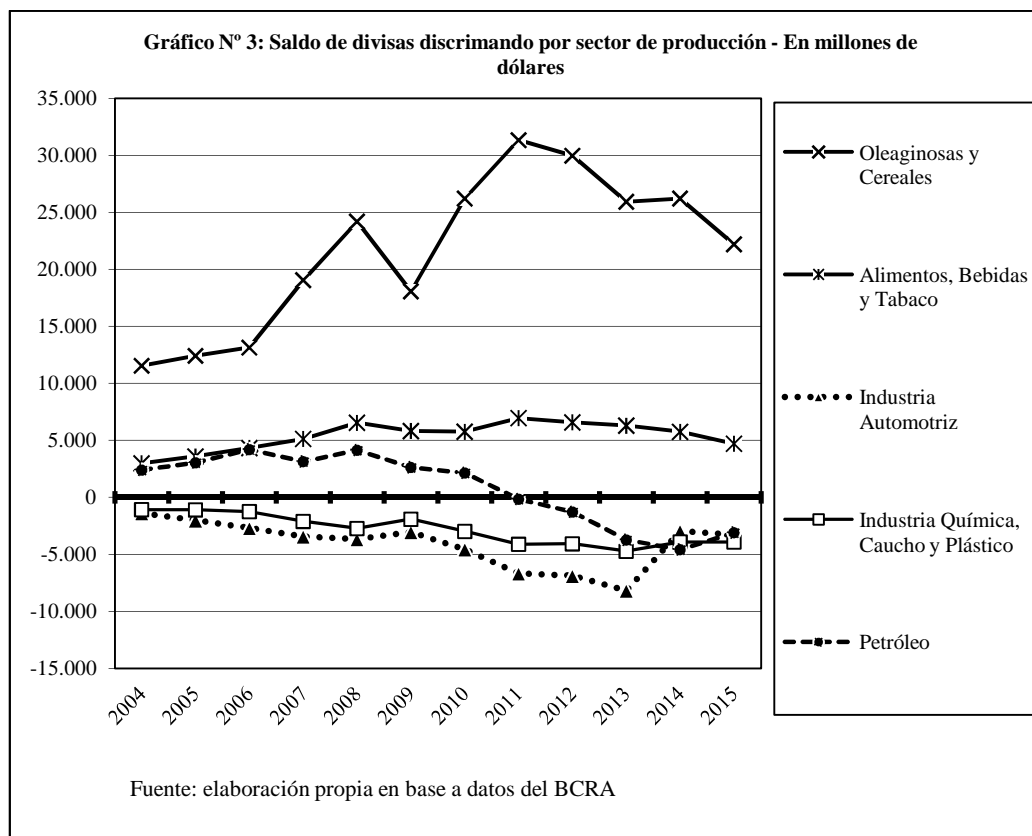


Esta tendencia se explica principalmente por un retroceso de las exportaciones verificado a partir de 2011, inducido por el menor dinamismo de la economía mundial y por la fuerte caída en el precio de las materias primas³. En cuanto a las importaciones, si bien las mismas también descienden, lo hacen a menor ritmo que las exportaciones. Ello se debe fundamentalmente las características estructurales de la economía argentina, que es básicamente exportadora de productos primarios e importadora de artículos industriales, maquinaria y equipo de producción. Por esta razón, cuando el producto crece, las importaciones -que son motorizadas por el mercado interno- aumentan más rápido que las exportaciones -que dependen de las condiciones del mercado mundial-⁴. En el gráfico N° 3 puede apreciarse que los rubros superavitarios en materia de

³ Según datos del Fondo Monetario Internacional, entre 2011 y 2015 el precio promedio anual del poroto de soja pasó de U\$S 484,20 por tonelada a U\$S 347,40; el precio del aceite de soja descendió de U\$S 1.215,80 a U\$S 672,20 por tonelada; el del trigo cayó de U\$S 280 a U\$S 185,60; el del maíz pasó de U\$S 291,80 a U\$S 169,80; y el precio promedio anual de la tonelada de aceite de girasol descendió de U\$S 1.621,80 a U\$S 1.022,20. Información disponible en <http://www.economia.gob.ar/secretarias/politica-economica/programacion-macroeconomica/>

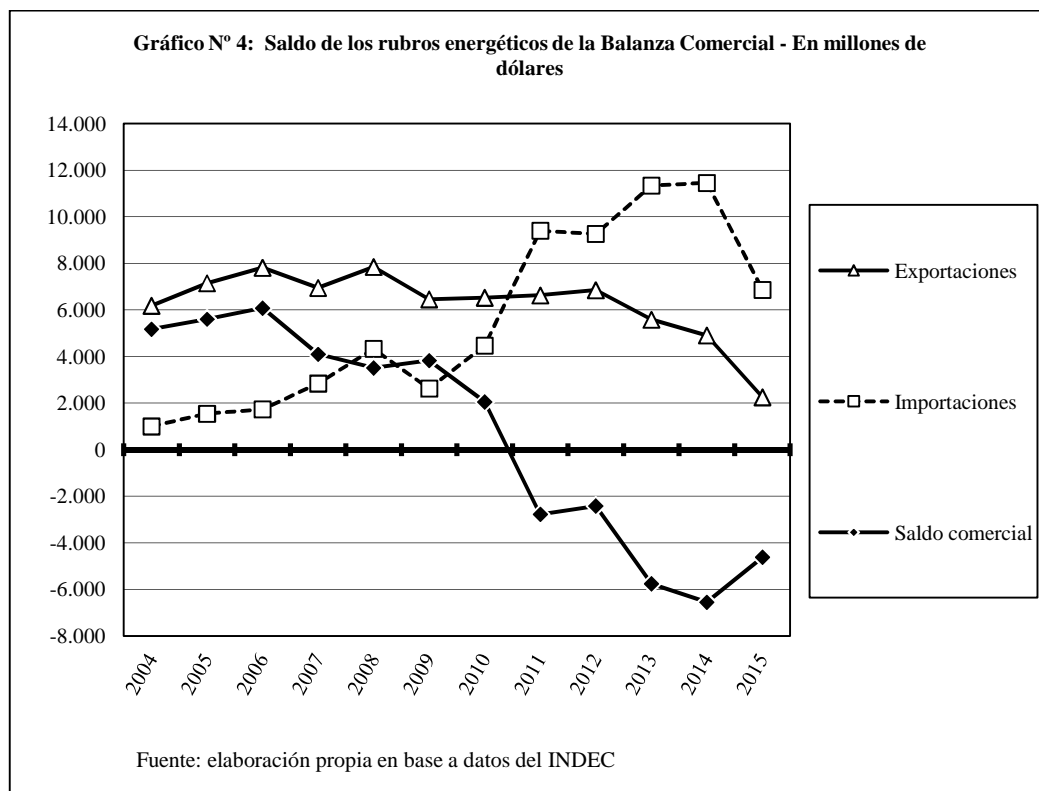
⁴ Esta problemática se conoce como *Estructura Productiva Desequilibrada* y fue estudiada particularmente por Marcelo Diamand en diversos textos (Diamand, 1972, 1973 y 1985).

comercio exterior son “*Oleaginosas y Cereales*” y “*Alimentos, Bebidas y Tabaco*”, es decir, sectores vinculados a la producción primaria con bajo valor agregado; mientras que rubros con mayor potencial de desarrollo industrial y tecnológico, como “*Industria Automotriz*” e “*Industria Química, Caucho y Plástico*” presentan un déficit estructural que tiende a crecer con el aumento en el nivel de producto.

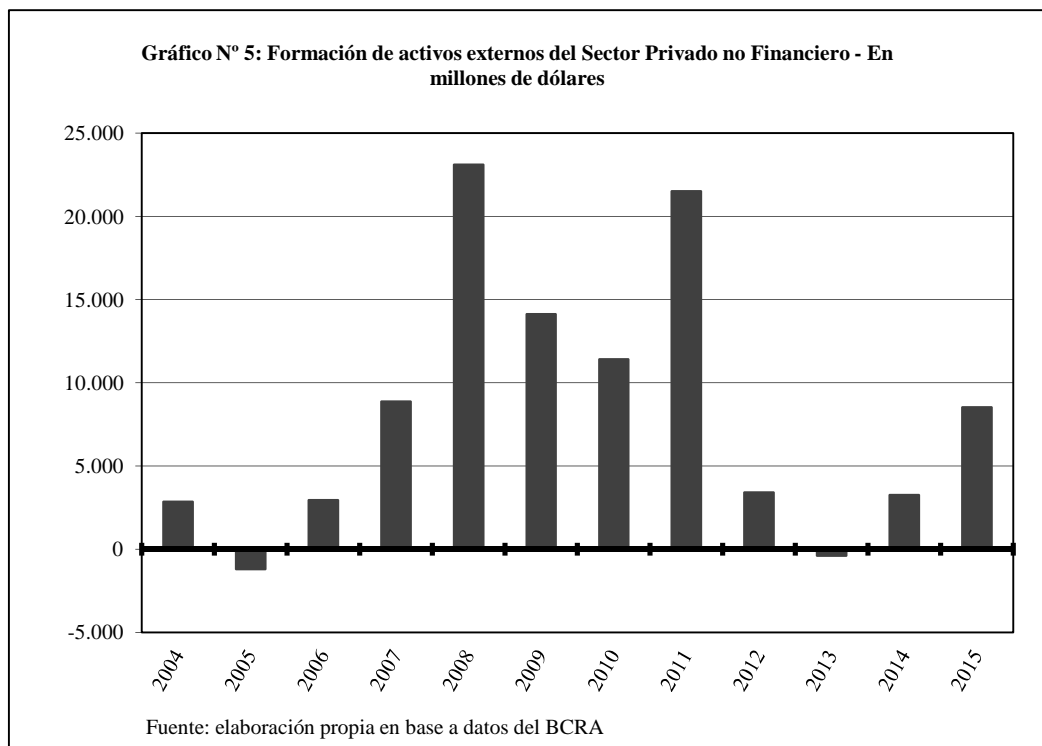


De esta manera, el propio crecimiento del producto conlleva un estrechamiento del superávit de comercio exterior y/o una profundización de su déficit. En este caso, a partir de 2011 se observa una caída en las exportaciones motivadas por causas exógenas, al mismo tiempo que se procuraba sostener el nivel de actividad mediante el estímulo al mercado interno. El resultado es la mencionada tendencia en los saldos del comercio exterior, la cual además se vio acelerada por el déficit comercial de los rubros energéticos que se verifica a partir de dicho año. En tal sentido, la política meramente extractiva llevada a cabo por la empresa Repsol, sin las inversiones necesarias para propender a un incremento sostenido de la producción, ocasionó que en 2011 la Argentina pasara a ser importador neto de energía. Por tal motivo en 2012 se decide la expropiación del 51% de las acciones de YPF en manos de Repsol y se inicia una

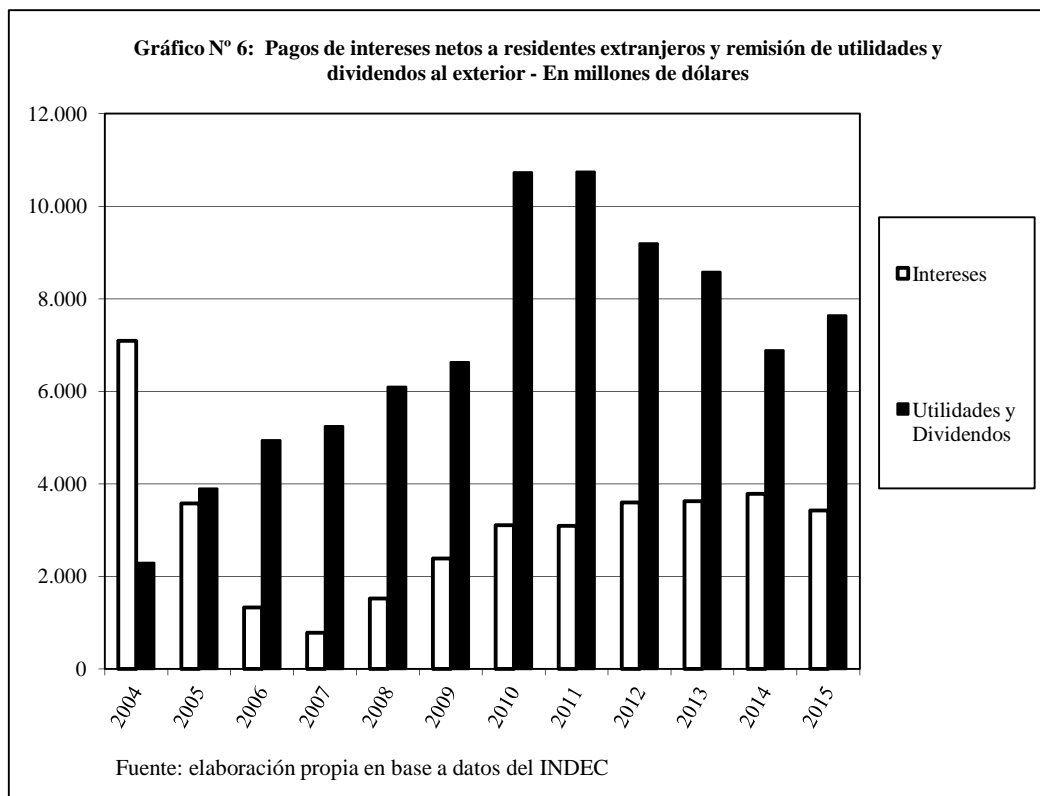
política de inversiones en el sector que hacia 2015 había comenzado a revertir la tendencia a la profundización del déficit comercial energético (Bernal, 2012; De Dicco, Schneider y Bernal, 2012) (Gráfico N° 4).



No obstante, más allá de las limitaciones impuestas por las variaciones del comercio exterior, la restricción externa estuvo determinada fundamentalmente por factores de orden financiero. En efecto, en el gráfico N° 5 puede verse cómo a partir del año 2007 la formación de activos externos del sector privado no financiero se acelera en forma significativa, para descender bruscamente recién a partir de 2012 como consecuencia de la implementación de restricciones a la compra de divisas. En conjunto, entre 2004 y 2015 la salida de capitales por este concepto totaliza U\$S 98.350 millones de dólares.

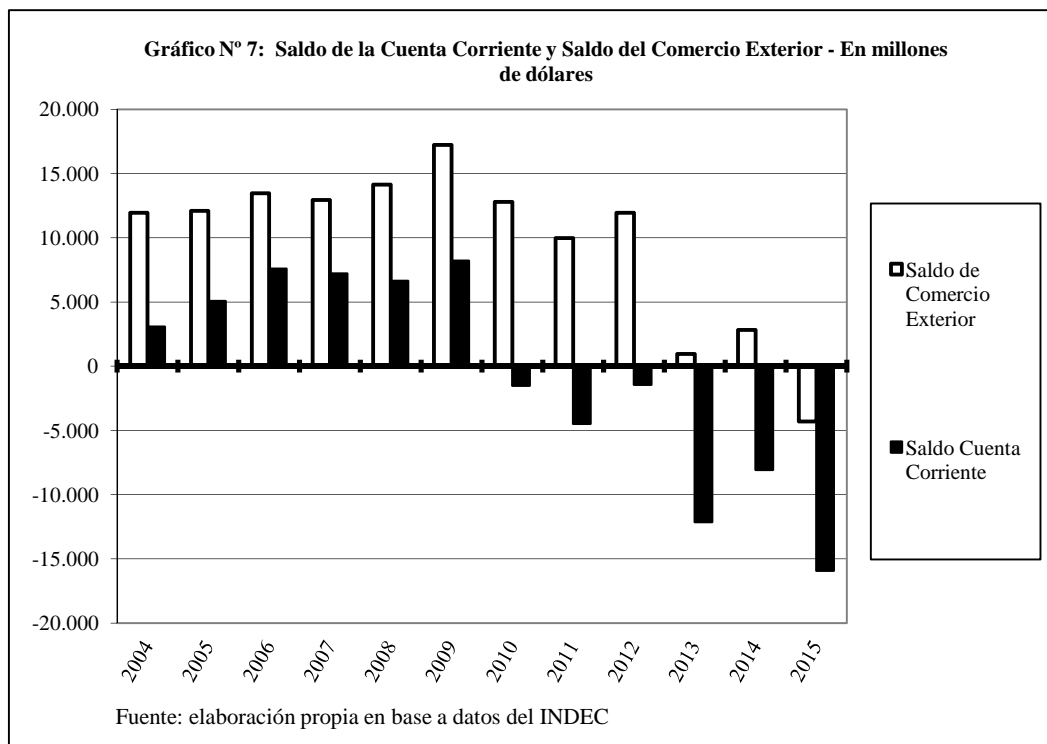


A esto debe agregarse la transferencia de recursos al exterior en concepto de pagos de intereses netos a residentes externos y remisión de utilidades y dividendos. Estos rubros representan un drenaje hacia el exterior de riquezas generadas en el país que reviste características estructurales dado que, con muy escasas excepciones, presenta en forma persistente cifras altamente significativas, con independencia de la coyuntura política o económica. Así, entre 2004 y 2015 el pago de intereses netos y la remisión de utilidades y dividendos ocasionaron la salida de U\$S 120.175 millones de dólares. Cabe mencionar que el pago de intereses experimenta una drástica reducción a partir de 2006 como consecuencia de la reestructuración de parte de la deuda pública negociada durante 2005. Por su parte, la remisión de utilidades y dividendos se acelera a partir de 2010 debido a que, en el marco de la profundización de la crisis internacional, las empresas extranjeras radicadas en el país priorizan el envío de sus ganancias a sus casas matrices antes que la reinversión de sus utilidades en la Argentina (Schorr y Wainer, 2016) (Gráfico N°6).



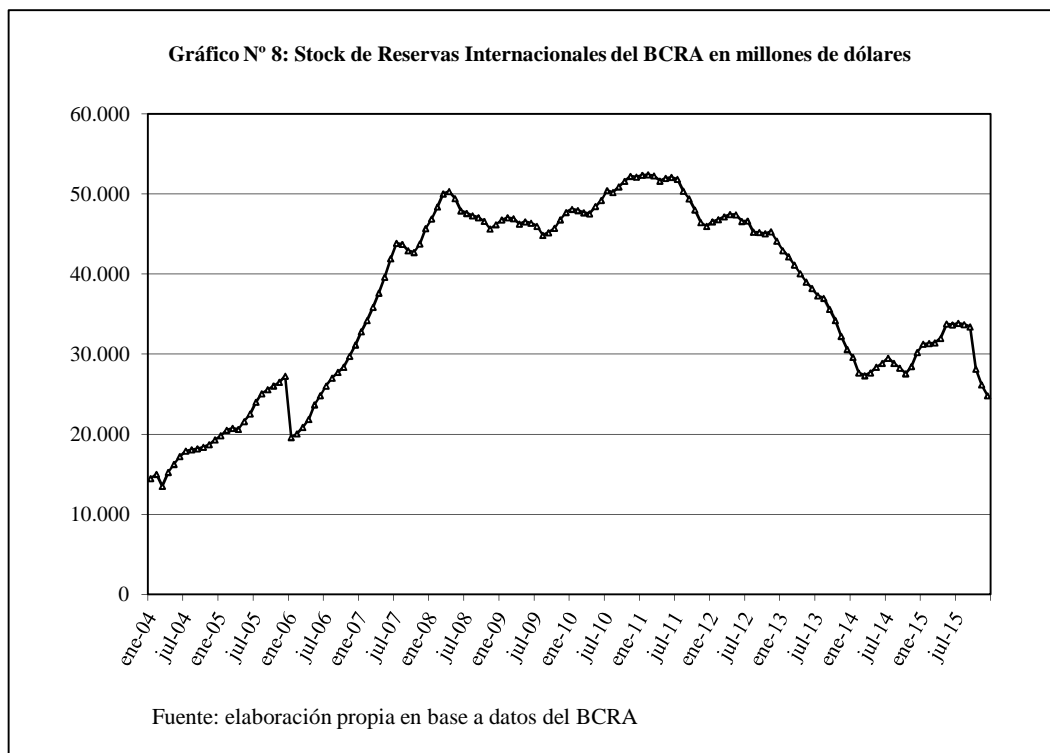
La persistencia de saldos deficitarios en el pago de intereses netos y la remisión de utilidades y dividendos tuvieron como consecuencia que a partir de 2010 la cuenta corriente del balance de pagos⁵ presentara resultados negativos, aun en forma simultánea con saldos positivos de comercio exterior (Gráfico N° 7).

⁵ La Cuenta Corriente del Balance de Pagos está compuesta por el resultado del comercio exterior, los cobros/pagos de intereses entre residentes locales y extranjeros, los ingresos/salidas de utilidades y dividendos y las transferencias unilaterales recibidas/otorgadas. En conjunto representa las fuentes genuinas de divisas con las que cuenta un país, es decir, los posibles ingresos de divisas que no implican endeudamiento. A partir de 2017 el INDEC cambió la metodología de exposición del Balance de Pagos de manera tal que el rubro *Rentas de la Inversión* de la Cuenta Corriente -que aparecía desglosado principalmente en “Intereses” y “Utilidades y Dividendos”- está compuesto ahora por “*Rentas de inversión de cartera*” y “*Rentas de inversión directa*”. No obstante, la información expuesta según la nueva metodología sólo ofrece datos desde el año 2006 en adelante.



La conjunción de formación de activos externos, pago de intereses netos y remisión de utilidades y dividendos, implicaron un esfuerzo constante sobre el stock de divisas del Banco Central (BCRA), que se profundizó a partir de 2010. A ello debe agregarse el pago de los servicios de la deuda pública nominada en moneda extranjera, que tras la constitución del Fondo del Bicentenario en 2010 se solventaron en forma sistemática con reservas del BCRA. Así, el monto de divisas del BCRA tiende a estancarse a mediados de 2010 e inicia una tendencia marcadamente declinante hacia mediados de 2011, luego de haber alcanzado un pico de U\$S 52.427 millones en febrero de ese año⁶ (Gráfico N° 8).

⁶ Entre septiembre y octubre de 2015 las reservas pasaron de U\$S 33.420 millones a U\$S 28.140. Esta caída de U\$S 5.280 millones se debió al pago del Boden 2015, efectuado en los primeros días de octubre de 2015.



Es importante destacar que a partir de 2011 el stock de divisas cae aun con resultados positivos de comercio exterior. Por esa razón es posible afirmar que la restricción externa se cierne sobre la economía argentina sobredeterminada, en primer lugar, por factores de orden financiero antes que reales. Si bien es cierto que las tendencias estructurales del comercio exterior también conducían a un estrechamiento de los resultados del frente externo –tal como se evidencia ante el saldo negativo de U\$S 4.313 millones registrado en 2015-, su evolución era mucho más gradual, siendo los factores financieros los que precipitaron las dificultades.

En conjunto, la formación de activos externos, el pago de intereses netos y la remisión de utilidades y dividendos totalizan U\$S 218.525 millones entre 2004 y 2015. A ello debe agregarse un esfuerzo de desendeudamiento cercano a los U\$S 65.000 millones (BCRA, 2013; CIFRA, 2014 y 2015). Esto significa que entre 2004 y 2015 la sociedad argentina generó un ahorro superior a los U\$S 280.000 millones que en buena medida fue transferido al exterior sin ningún tipo de contrapartida. Llama la atención que, a la luz de estos números, algunos economistas y políticos sostengan que durante los últimos años los argentinos estuvimos viviendo por encima de nuestras posibilidades. Muy por el contrario, resulta evidente que si sólo una parte de esa masa de recursos hubiera permanecido en el país, el stock de reservas del BCRA estaría en niveles muy superiores a los actuales y la economía argentina podría continuar

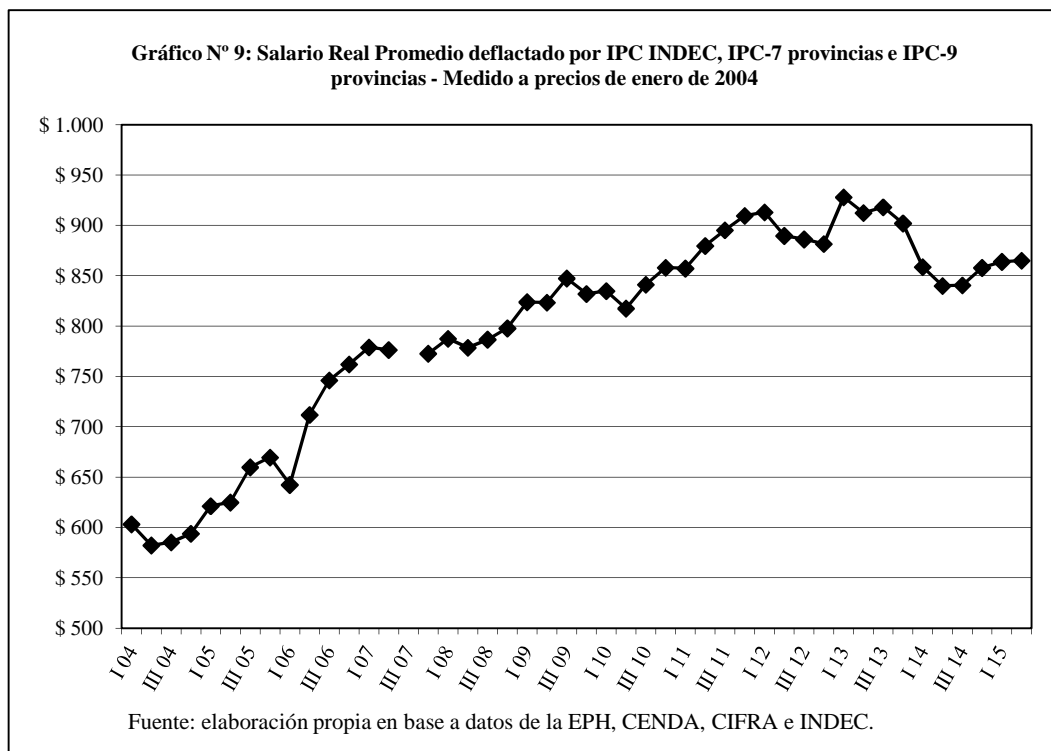
creciendo a tasas significativas sin que se avizorara ninguna crisis de magnitud en el mediano plazo. En conclusión, lo cierto es que durante los últimos once años la sociedad argentina vivió muy por debajo de sus posibilidades y usufructuó mucho menos riqueza que la que realmente generó.

La política económica ante el resurgimiento de la restricción externa

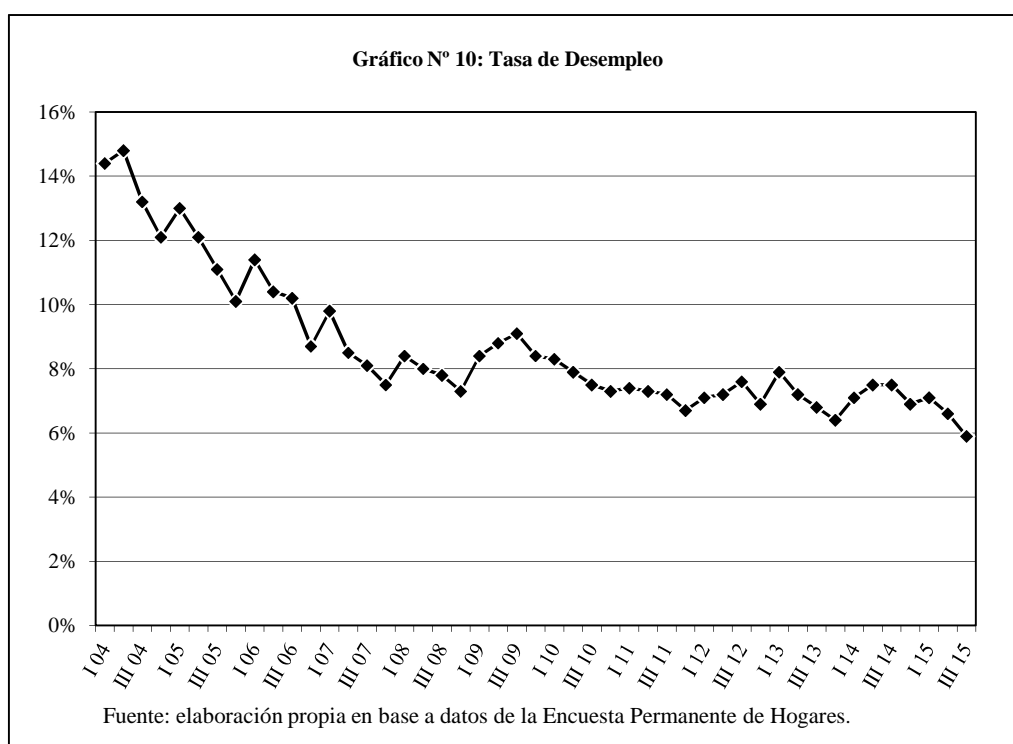
Ante el advenimiento de dificultades en el frente externo, la gestión económica del gobierno de Cristina Fernández procuró mantener el nivel de actividad mediante estrategias de estímulo al mercado interno. Así, políticas como la Asignación Universal por Hijo, la extensión de las moratorias previsionales, los subsidios a las tarifas de servicios públicos, el plan Ahora 12 o el programa Procrear buscaban mantener capacidad de consumo en los sectores de medios y bajos ingresos, y de esta forma impedir que la economía cayera en recesión y se produjera un alza del desempleo. En el mismo sentido estaban orientadas las paritarias salariales periódicas, las que en conjunción con las políticas de controles de precios –entre las que se destacaba el programa de Precios Cuidados- tenía por finalidad lograr subas moderadas en los salarios reales.

En una perspectiva de largo plazo, entre el primer trimestre 2004 e igual período de 2013 el salario real promedio experimentó un aumento del 52,8%. En el primer trimestre de 2014 el poder de compra del salario cae como consecuencia de la devaluación de enero de ese año, iniciando luego una lenta recuperación, de manera que en el primer trimestre de 2015 el salario real es un 5,9% más alto que el del mismo período de 2014, aunque un 6,9% menor que el de comienzos de 2013. En conjunto, más allá de algunos altibajos, entre el primer trimestre de 2004 y el primer trimestre de 2015 el salario real promedio exhibe un incremento del 43,2%⁷ (Gráfico N° 9).

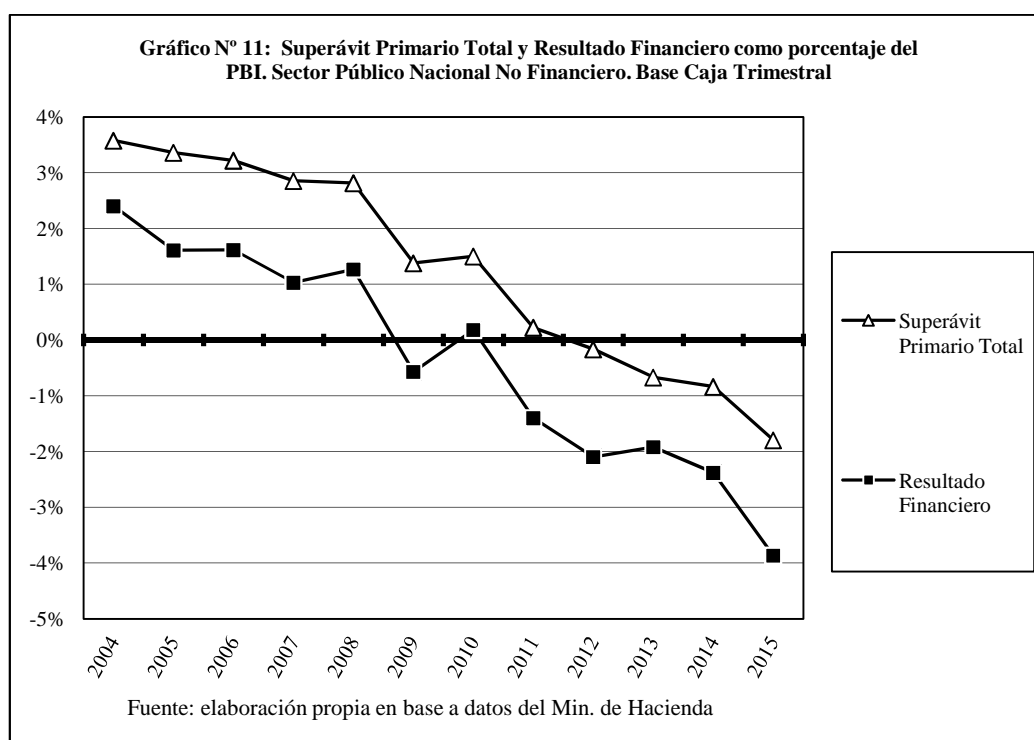
⁷ La última información provista por la Encuesta Permanente de Hogares para el año 2015 corresponde al segundo trimestre. A fin de efectuar la comparación interanual todos los datos sobre salarios reales mencionados se refieren a los primeros trimestres. Por otra parte, los datos correspondientes al tercer trimestre de de 2007 no fueron publicados por el INDEC.



Asimismo, luego del significativo descenso logrado entre 2004 y 2008, a partir del año 2009 el desempleo se mantuvo en niveles relativamente estables, llegando en el tercer trimestre de 2015 al 5,9%, el porcentaje más bajo registrado durante los tres gobiernos kirchneristas (Gráfico N° 10).



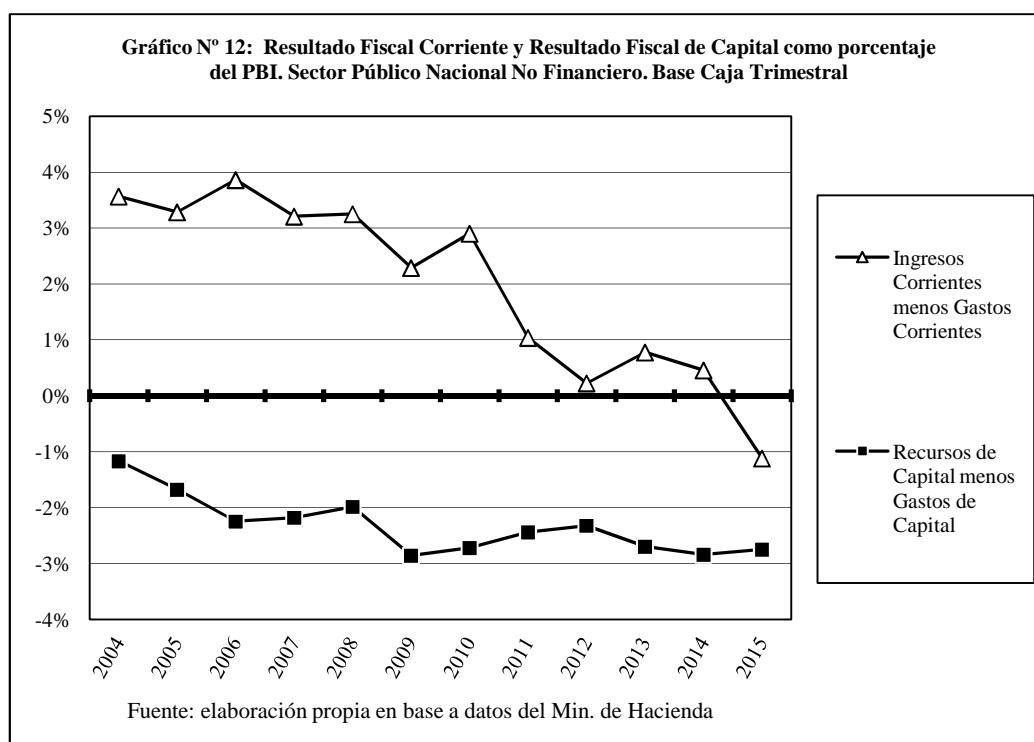
No obstante, el sostenimiento de políticas económicas expansivas en el marco de un escenario internacional adverso conllevó a un estrechamiento de los saldos del comercio exterior que, como ya fue mencionado, en 2015 presentaron el primer resultado negativo tras la salida de la convertibilidad. Asimismo, la carga fiscal que implicaban estas políticas ocasionó que a partir de 2011 el Sector Público Nacional No Financiero (SPNNF) presentara déficit financiero, mientras que a partir de 2012 exhibe un déficit primario total⁸. Estos resultados negativos muestran una tendencia claramente creciente, de manera que en 2015 el Superávit Primario Total y el Resultado Financiero del SPNNF alcanzan déficits del 1,8% y 3,9% del PBI respectivamente (Gráfico N° 11).



Sin embargo, si se analiza la evolución de las cuentas fiscales desde otra óptica, puede verse que, con excepción del año 2015, el déficit del SPNNF se explica enteramente por el exceso de los gastos de capital por sobre los recursos de capital, mientras que el Resultado Económico –ingresos corrientes menos gastos corrientes– mantiene saldos positivos, aunque decrecientes, hasta el año 2014. Recién en 2015, por

⁸ El Superávit Primario Total del SPNNF es el resultado fiscal antes del pago de los intereses de la deuda pública, mientras que el Resultado Financiero es el saldo fiscal después del pago de dichos intereses.

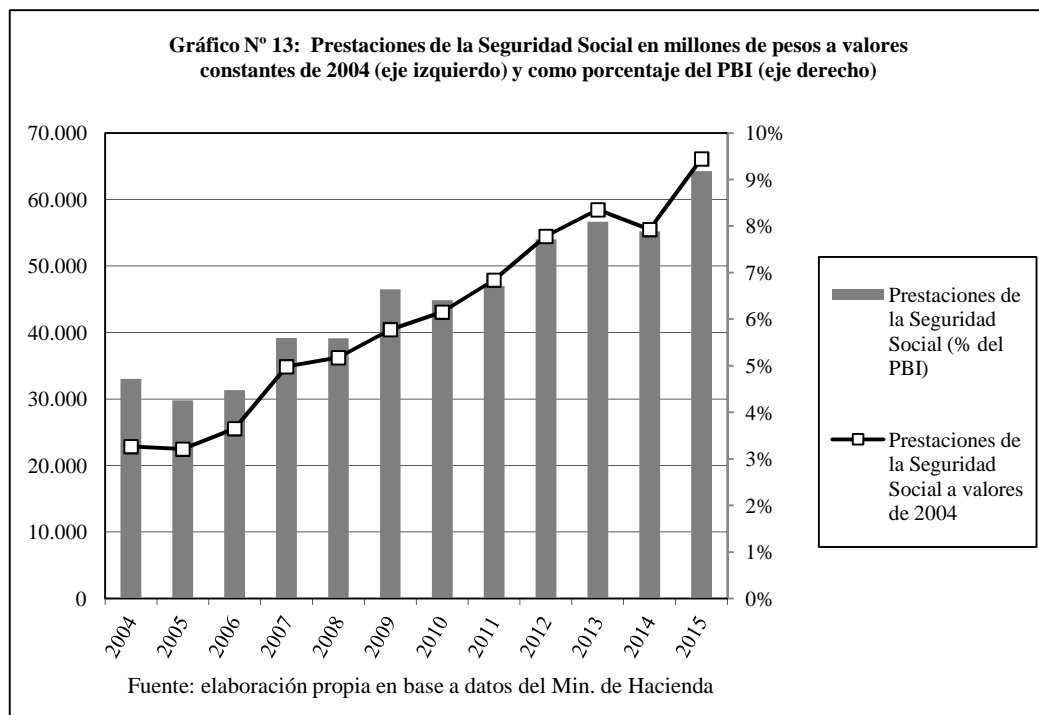
primera vez en más de una década, los gastos corrientes exceden a los ingresos corrientes, dando lugar a un déficit equivalente al 1,1% del PBI (Gráfico N° 12).



Este abordaje cualitativo de las cuentas del SPNNF resulta pertinente, por cuanto indica que la situación fiscal de los últimos años, aunque presentara saldos globalmente deficitarios, estaba lejos de quedar fuera de control. En efecto, un Resultado Económico positivo durante la mayor parte del período analizado indica que los gastos corrientes se solventaban en su totalidad con ingresos corrientes.

Entre los gastos corrientes, el rubro más importante es “*Prestaciones de la Seguridad Social*”,⁹ el cual pasó de representar un 4,7% del PBI en 2004 a un 9,2% en 2015. Es decir, prácticamente se duplicaron en términos de porcentaje del PBI. Asimismo, si se observa la evolución de este concepto en términos monetarios – medidos a valores constantes de 2004- puede verse que entre 2004 y 2015 experimentó un crecimiento del 189%. En otras palabras, las “*Prestaciones de la Seguridad Social*” casi se triplicaron entre los años mencionados (Gráfico N° 13).

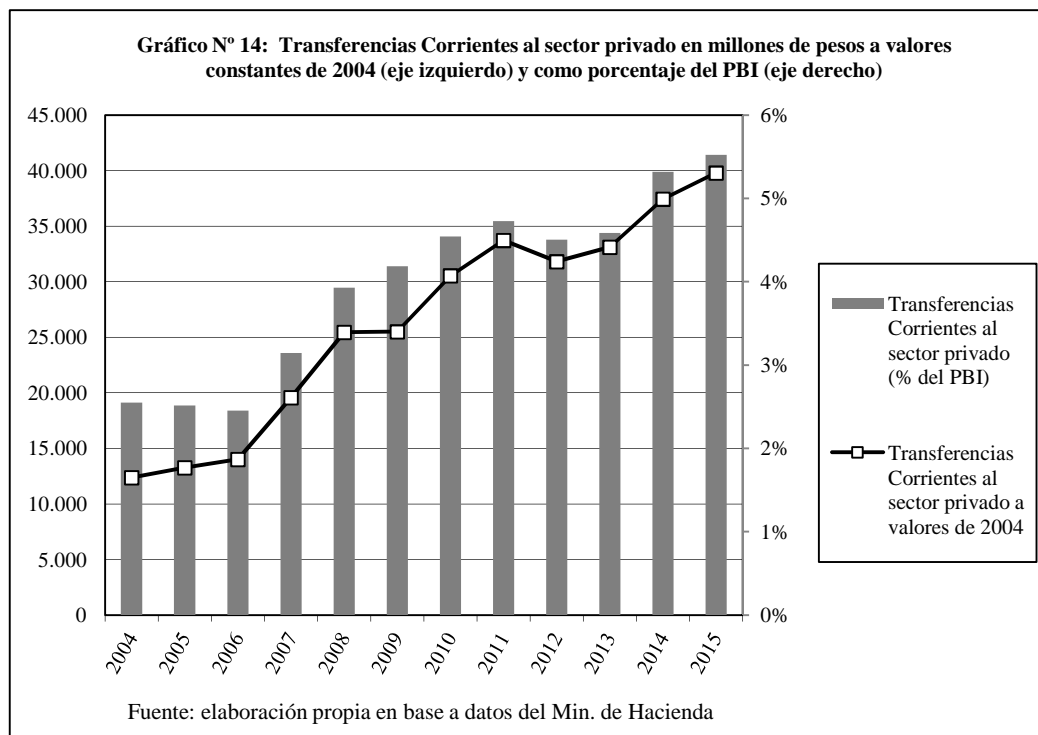
⁹ En 2015 las “*Prestaciones de la Seguridad Social*” representaron el 38,6% del total de los gastos corrientes.



Estos datos resultan sumamente relevantes a los efectos de considerar las implicancias sociales de las políticas económicas, debido a que dentro de las “*Prestaciones de la Seguridad Social*” están incluidos los pagos de jubilaciones, pensiones y asignaciones familiares -incluyendo la Asignación Universal por Hijo (AUH)-, así como el financiamiento de numerosos programas sociales. Por lo tanto, los números mencionados reflejan, entre otras cosas, el impacto de la ampliación de la cobertura jubilatoria y la implementación de la AUH, además de los sucesivos aumentos que han experimentado estas prestaciones. Sin duda, estas políticas constituyen una ampliación de los derechos sociales y una transferencia económica concreta hacia los sectores sociales más necesitados, todo lo cual contribuye a mejorar la distribución del ingreso y a reducir los niveles de pobreza e indigencia.

El segundo rubro en importancia dentro de los gastos corrientes es “*Transferencias Corrientes al sector privado*”¹⁰, las cuales pasaron de representar un 2,6% del PBI en 2004 a un 5,5% en 2014, experimentando en dicho lapso un incremento en términos reales del 221% (Gráfico N° 14).

¹⁰ Las “*Transferencias Corrientes al sector privado*” representaron el 23,2% del total de gastos corrientes en 2015.



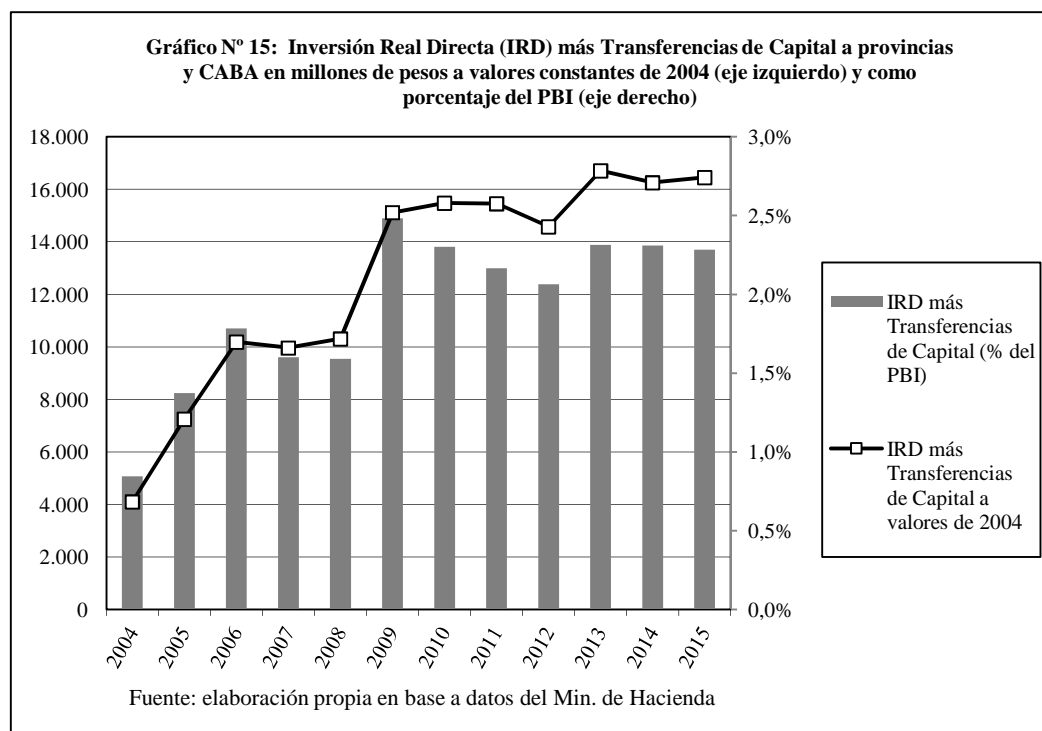
Esta partida incluye, entre otras cosas, los subsidios a las empresas de servicios públicos, al transporte urbano de pasajeros –fundamentalmente en Capital y Gran Buenos Aires- y a los combustibles. Si bien la forma en que fueron aplicados estos subsidios ha dado lugar a algunas críticas atendibles por no diferenciar adecuadamente entre usuarios y consumidores con distintos niveles de ingreso, también es cierto que, a pesar de sus deficiencias, esta política ha contribuido a morigerar los incrementos de precios y tarifas, favoreciendo mayormente a los sectores de bajos recursos.

Tanto las “*Prestaciones de la Seguridad Social*” como las “*Transferencias Corrientes al sector privado*” constituyen poderosos incentivos a la actividad económica, además de conformar la primera de estas partidas una política redistributiva fuertemente progresiva. Resulta destacable que aun con la expansión que han tenido las erogaciones por estos conceptos, las cuentas del SPNNF hayan mantenido un Resultado Económico superavitario entre 2004 y 2014, es decir, durante once años consecutivos¹¹.

En lo que respecta a los gastos de capital, los mismos están compuestos casi en su totalidad por la “*Inversión Real Directa*” (IRD) y por las “*Transferencias de Capital a las provincias y CABA*” (Ciudad Autónoma de Buenos Aires). Estos rubros sumados

¹¹ En rigor, 2003 fue el primer año con Resultado Económico positivo, luego de siete años de déficit por este concepto.

ascendían al 0,8% del PBI en 2004, en tanto que en 2015 llegaron a ser el 2,3% del producto, lo que representa un aumento del 301% en términos reales¹² (Gráfico N° 15).



Estas partidas consisten esencialmente en la construcción de obras de infraestructura, las cuales constituyen en general bienes de larga vida útil que incrementan a futuro la capacidad productiva de la economía nacional y su competitividad en términos internacionales, siendo así uno de los factores que harían posible superar en el largo plazo el problema estructural de la restricción externa. Asimismo, este tipo de inversión pública tiene impactos directos e indirectos en la creación de puestos de trabajo y en el incremento del ritmo de crecimiento de la economía. Resulta importante destacar además que, en caso de ser necesario, las erogaciones de capital pueden ser disminuidas con relativa facilidad, a diferencia de lo que sucede con los gastos corrientes, los cuales tienen una rigidez vinculada con los requerimientos indispensables para el funcionamiento del sector público. Por ello, un déficit fiscal moderado ocasionado por un incremento de los gastos de capital que son financiados con ingresos corrientes está lejos de representar una situación complicada en el manejo de las cuentas públicas.

¹² Todos los datos sobre las cuentas del SPNNF son extraídos de la información publicada por el Ministerio de Hacienda y se hallan disponibles en: <http://www.mecon.gov.ar/peconomica/basehome/infoeco.html>

La restricción externa y las políticas de estabilización

Más allá de los logros y de los matices mencionados en el apartado anterior, el año 2015 concluyó con déficit de comercio exterior y de cuenta corriente, y resultados negativos en el frente fiscal, tanto en lo que respecta al superávit primario total y al resultado financiero, como a la relación entre ingresos y gastos corrientes. En estas condiciones, el diagnóstico económico convencional recomienda la implementación de una política de estabilización –conocida coloquialmente como *ajuste*- a fin de corregir los desequilibrios externo y fiscal. Este tipo de políticas consiste, en líneas generales, en una devaluación acompañada por políticas fiscales y monetarias contractivas, junto con una estrategia de contención de los salarios nominales. De esta manera se induce una recesión que permite equilibrar el frente externo como consecuencia de una caída de las importaciones.

Resulta importante señalar que la finalidad de la devaluación en el marco de este tipo de políticas no es favorecer la competitividad de las exportaciones argentinas. En efecto, la Argentina exporta fundamentalmente commodities cuyos precios y cantidades están determinados exclusivamente por las condiciones vigentes en el comercio internacional, sin que tenga ninguna incidencia en ello la cotización de la moneda local. En cambio, una devaluación tiene un fuerte impacto sobre el nivel de precios, afectando de este modo el poder adquisitivo del salario. Ello deprime el consumo interno y el nivel de actividad, con lo cual caen las importaciones y mejora el resultado del comercio exterior, posibilitando así el ingreso de divisas. Cuanto más profunda sea la recesión inducida por una política de estabilización, mayor será el superávit de comercio exterior conseguido y, por consiguiente, mayor el volumen de divisas que ingresa al país por esta vía. Es por este motivo que la devaluación es generalmente acompañada por un alza de las tasas de interés y por una contracción del gasto público; todas estas medidas convergen en un objetivo prioritario que es reducir el nivel de actividad económica.

Sin embargo, para que una política de estabilización funcione resulta indispensable que los salarios nominales aumenten menos que el dólar. Sólo así se logra que los salarios reales efectivamente disminuyan, ocasionando una contracción de las importaciones mediante una caída de la demanda interna. En otras palabras, la verdadera variable de ajuste de una política de estabilización no es la cotización del

dólar –como habitualmente se argumenta-, sino el salario real y el nivel de empleo, que inevitablemente caen ante la aplicación de estas medidas.

Asimismo, cabe destacar que una política de este tipo favorece el ingreso de divisas únicamente por la vía del comercio exterior. Si bien es cierto que el alza de las tasas de interés puede atraer dólares por la vía financiera, ello es contingente y se trata en general de capitales de corto plazo y muy volátiles. En cambio, la remisión de utilidades y dividendos al extranjero, el pago de intereses en divisas y la formación de activos externos por parte de residentes locales constituyen canales de fuga de divisas permanentes y de gran magnitud. Por ello, una política de estabilización difícilmente podría funcionar en un contexto de libre movilidad de capitales financieros. Por el contrario, lo más probable es que las divisas que ingresan por la vía comercial se pierdan rápidamente por los distintos canales financieros, quedando como única consecuencia un nivel de actividad deprimido, salarios reales más bajos y un desempleo más alto.

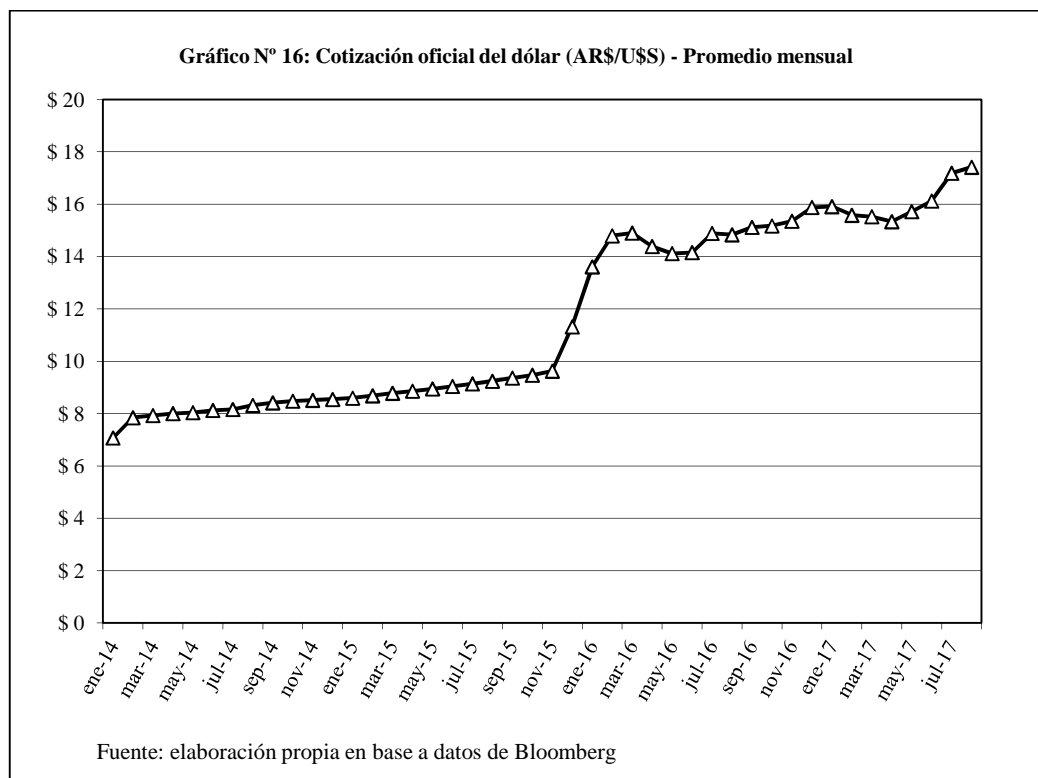
Las restricciones a la compra de dólares vigentes durante el gobierno anterior constituían, justamente, una barrera a la pérdida de divisas por vía financiera. En esas condiciones era posible que una política de ajuste recompusiera rápidamente las reservas de dólares del BCRA, acotando sus efectos perniciosos, tanto en profundidad como en duración.

No obstante, el nuevo gobierno asumido el 10 de diciembre de 2015 inauguró una gestión económica cuyo objetivo no es corregir los desequilibrios acumulados durante la administración anterior, sino consolidar una profunda transformación en los parámetros estructurales que definen el funcionamiento de la economía argentina. Así, las medidas implementadas hasta ahora exceden con mucho los requerimientos de un *ajuste* y avanzan rápidamente sobre cuestiones cruciales como el régimen cambiario, las regulaciones del comercio exterior, los controles sobre las tasas de interés, las tarifas de los servicios públicos, la estructura tributaria y el nivel de los salarios reales, entre otras.

La política económica del nuevo gobierno: desregulación y recesión

Uno de los aspectos medulares de la nueva política económica fue la eliminación de la restricción a la compra de divisas, la unificación del tipo de cambio y una devaluación nominal que en un lapso de sólo tres meses –entre diciembre de 2015 y febrero de 2016- superó el 50%. Si se considera el período transcurrido entre el cambio

de gobierno y agosto de 2017 el alza en la cotización del dólar acumula un 80,9%. En contraste, la devaluación acumulada entre enero de 2014 y noviembre de 2015 es del 36,1% (Gráfico N° 16).



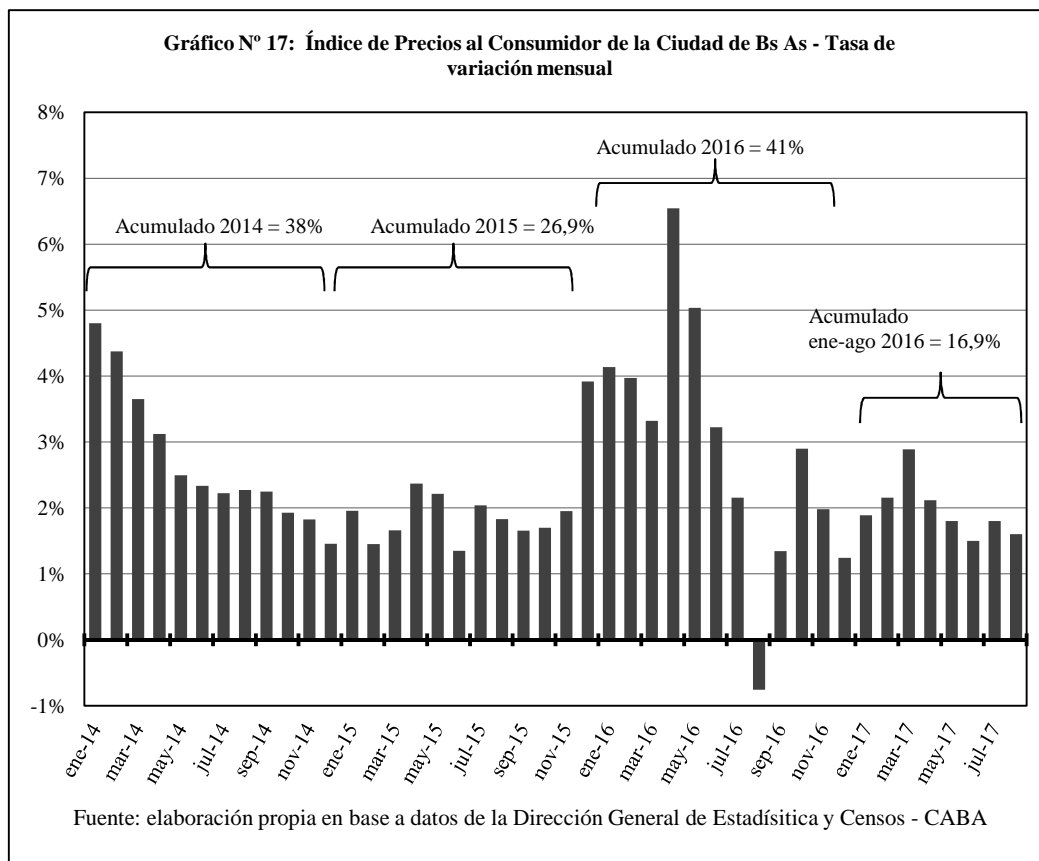
La devaluación fue acompañada de una desregulación prácticamente absoluta a la entrada y salida de divisas. En tal sentido, como ya fue mencionado, se removieron los límites a la compra de moneda extranjera dispuestos por el gobierno anterior, permitiendo la adquisición de hasta dos millones de dólares mensuales por persona física, techo que luego fue elevado hasta los cinco millones de dólares por mes, hasta que a mediados de agosto de 2016 se habilitó la compra de divisas sin límite. Asimismo, se eliminó el encaje no remunerado del 30% aplicado sobre el ingreso de capitales financieros y la obligación de que los mismos permanecieran en el país un mínimo de doce meses. Así, con las nuevas regulaciones los capitales financieros pueden entrar y salir libremente del país, sin plazo mínimo de permanencia¹³.

La devaluación fue implementada junto con una eliminación total de las retenciones a las exportaciones de productos agropecuarios, con la única excepción de la soja, cuya alícuota fue reducida del 35% al 30%. Además, se derogaron los Registros

¹³ Inicialmente el plazo mínimo de permanencia de los capitales financieros se redujo de doce a cuatro meses. Posteriormente, en enero de 2017 dicha restricción se eliminó por completo.

de Operaciones de Exportación (ROE) –cupos cuantitativos a la exportación con la finalidad de asegurar el abastecimiento del mercado interno- para algunos rubros alimenticios. El efecto conjunto de estas medidas fue un alza en los precios de los productos transables en general y de los alimentos en particular, dando lugar a una aceleración inflacionaria que contrasta marcadamente con la tendencia registrada hasta noviembre de 2015. De esta manera, tomando como referencia el Índice de Precios al Consumidor (IPC) de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CABA), entre enero y noviembre de 2015 la inflación mensual promedio se sitúa en el 1,8%, mientras que entre diciembre de 2015 e igual mes de 2016 dicho guarismo alcanza al 3%. Entre enero y julio de 2017 la inflación fue algo menor, llegando a un promedio mensual del 2%. Visto desde otra perspectiva, el crecimiento de los precios acumulado en los primeros ocho meses de 2017 es de 16,9%, en tanto que el correspondiente a todo el año 2016 asciende al 41%¹⁴. En comparación, la inflación del año 2015 –incluyendo las variaciones de precios de diciembre- fue del 26,9% (Gráfico N° 17). Si se anualiza la inflación mensual promedio experimentada entre enero y agosto del corriente año se obtiene un incremento de los precios proyectado para todo 2017 del 26,4%, muy lejos de la meta del 17% establecida por el BCRA (BCRA, 2016).

¹⁴ Cabe mencionar que la tasa de variación del IPC del -0,8% correspondiente al mes de agosto de 2016 está afectada por el recálculo de las tarifas residenciales de gas que, de acuerdo al fallo de la Corte Suprema de Justicia de la Nación, fueron retrotraídas a los valores vigentes al 31 de marzo (DGEyC, 2016).



Por su parte, las paritarias salariales durante 2016 cerraron en su mayoría incrementos en los salarios nominales de entre el 30% y el 35%¹⁵, es decir, por debajo de la inflación y muy por detrás del aumento del dólar. Ello implica por un lado caídas en el poder adquisitivo de las remuneraciones, y por otro lado se corresponde con un recorte significativo de los salarios nominales locales medidos en dólares. En tal sentido, entre noviembre de 2015 e igual mes de 2016 la remuneración promedio de los asalariados registrados del sector privado cayó en términos reales un 6,7% -deflactada por el IPCBA-, mientras que el valor nominal de dicha remuneración valuada en dólares al tipo de cambio oficial retrocedió entre las fechas mencionadas un 15,2%¹⁶. En lo que

¹⁵ El cronista comercial, *Gremio por gremio, cómo cerraron las paritarias en lo que va del año*, 18/05/2016. Disponible en: <http://www.cronista.com/economiapolitica/Gremio-por-gremio-como-cerraron-las-paritarias-este-ano-20160510-0110.html> ;

Balinotti, N. *El cierre de las paritarias, muy por encima de los pronósticos del Gobierno*, La Nación, 27/06/2016. Disponible en: <http://www.lanacion.com.ar/1912856-el-cierre-de-las-paritarias-muy-por-encima-de-los-pronosticos-del-gobierno>

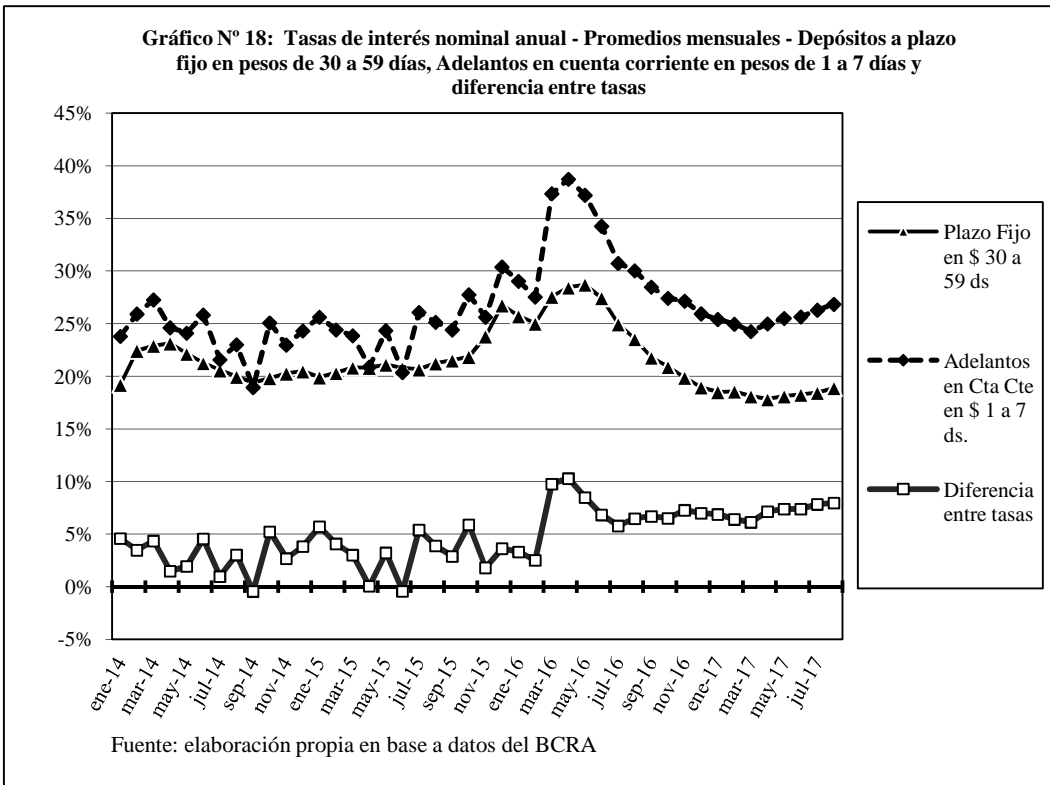
¹⁶ La remuneración promedio de los asalariados registrados del sector privado es información proveniente del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) y, como su nombre lo indica, no incluye a los trabajadores no registrados, en cuyo caso, las caídas mencionadas serían mucho mayores. Información disponible en: http://www.trabajo.gob.ar/left/estadisticas/novedades/novedad_empleo.asp

respecta a 2017, la mayoría de las paritarias acordaron aumentos de entre el 20% y el 25% (CIFRA, 2017), es decir, por debajo de la inflación anual proyectada que, como se menciona en el párrafo anterior, asciende al 26,4%.

En relación al plano financiero, la liberalización de los movimientos de capitales fue acompañada por la desregulación de las tasas de interés. Durante el gobierno anterior, las tasas activas y pasivas con las que operaban los bancos comerciales debían guardar relación con las tasas de interés que pagaba el BCRA por las LEBACs¹⁷. Con la nueva administración, dichos requerimientos fueron eliminados, lo cual repercutió en un alza de las tasas activas muy superior al experimentado por las tasas pasivas. En efecto, tal como puede verse en el gráfico N° 18, la tasa nominal anual que cobran los bancos comerciales por los adelantos en cuenta corriente de uno a siete días de plazo exhibe un salto de diez puntos porcentuales entre febrero y marzo de 2016, pasando del 28% al 38%. En cambio, la tasa nominal anual que pagan los bancos por los plazos fijos en pesos de 30 a 59 días se incrementó en el mismo lapso sólo tres puntos porcentuales, pasando del 25% al 28%.

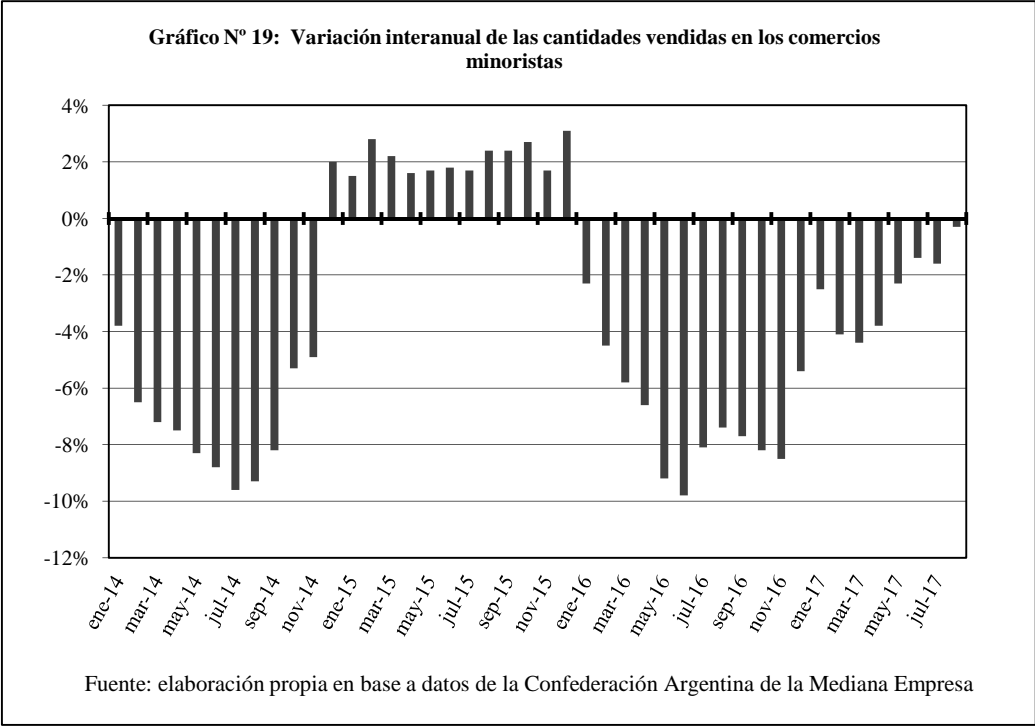
Si bien luego de alcanzar tales picos, ambas tasas descienden significativamente hasta ubicarse en niveles no muy distantes de los vigentes durante el año 2015, el rasgo distintivo de la nueva etapa es un nítido incremento del spread bancario –diferencia entre tasas activas y pasivas-. En efecto, si se realiza una aproximación a la medida del spread bancario a partir de la diferencia entre las dos tasas mencionadas en el párrafo anterior, se observa un escalón entre febrero y marzo de 2016 que define un nuevo nivel estructural. Así, entre enero de 2014 –momento en que tiene lugar una devaluación y un alza de las tasas de interés- y febrero de 2016 el spread promedio es de 3,11 puntos porcentuales, mientras que entre marzo de 2016 y agosto de 2017 la diferencia promedio entre las dos tasas es de 7,35 puntos porcentuales. Este aumento del spread se sustenta en el sostenimiento de tasas activas relativamente altas, así como en una reducción de las tasas que pagan los plazos fijos en pesos, las cuales perforaron el piso del 20% en noviembre de 2016 y llegaron en abril de 2017 al 17,83% nominal anual, el nivel más bajo desde diciembre de 2013 (Gráfico N° 18).

¹⁷ Las Letras del Banco Central (LEBACs) consisten en certificados de deuda emitidos por el BCRA con los cuales la autoridad monetaria regula la cantidad de moneda nacional en circulación. Una emisión de LEBACs tiene como contrapartida una retirada de pesos en circulación y viceversa.

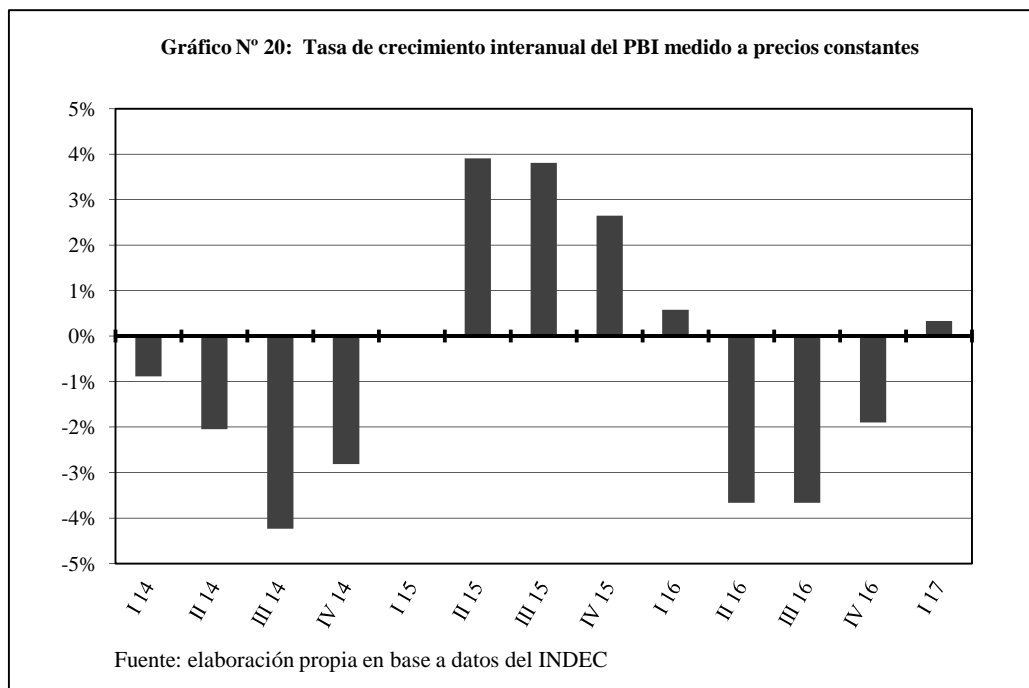


La consecuencia inmediata de estos cambios es un incremento en la rentabilidad del sector financiero. Asimismo, el alza en las tasas activas repercute adversamente sobre el nivel de actividad por diversos canales. En primer lugar, un amplio espectro de pequeñas y medianas empresas ven encarecido su acceso al crédito, en particular en lo que respecta al financiamiento de capital de trabajo, indispensable para sus operaciones cotidianas. En segundo lugar, también aumenta el costo del crédito al consumo, lo que tiene como correlato una caída en las ventas. De esta manera, la desregulación y alza de las tasas de interés guarda coherencia con los objetivos recesivos de una política de estabilización.

En tal sentido, los datos de la Confederación Argentina de la Mediana Empresa (CAME) dan cuenta de un cambio de tendencia en la evolución de las cantidades vendidas por los comercios minoristas, las cuales comienzan a caer en términos interanuales a partir de enero de 2016, en contraste con el comportamiento que esta variable presentó a lo largo de todo 2015, con moderados pero persistentes incrementos que le permitieron recuperarse parcialmente del retroceso sufrido en 2014 (Gráfico N° 19).



Las tendencias recesivas también se reflejan en la evolución del PBI, el cual experimenta una caída del 2,3% durante 2016, lo cual contrasta marcadamente con el crecimiento del 2,6% observado en 2015. Esta contracción se profundizó en el tercer y cuarto trimestre de 2016, cuando el PBI presentó disminuciones interanuales próximas al 3,7%. A partir de entonces inicia un leve repunte, de manera que en el primer trimestre de 2017 se registra un crecimiento del 0,3% con respecto a igual período de 2016 (Gráfico N° 20).



Asimismo, en el segundo trimestre de 2017 las tasas de desempleo y subempleo se situaron en el 8,7% y el 11% respectivamente, mientras que en el mismo período de 2015 dichos guarismos fueron del 6,6% y del 9,1%.

El frente fiscal también presenta un desempeño negativo. En efecto, en 2016 el resultado primario sin rentas financieras –es decir, excluyendo la transferencia de utilidades del Banco Central y del Fondo de Garantía de Sustentabilidad- de la Administración Nacional arrojó un déficit de \$ 364.770 millones, lo que representa un 4,5% del PBI. Medida a valores corrientes, esta cifra supera en un 49,3% el déficit registrado durante 2015, el cual representó un 4,2% del PBI. Por su parte, el resultado financiero de la Administración Nacional en 2016 alcanzó un déficit \$ 481.605 millones, lo que equivale a un 6% del PBI y es un 117,6% más elevado -en valores nominales- que el déficit financiero verificado en 2015, el cual representó a su vez el 3,8% del PBI (Ministerio de Hacienda, 2017a).

La divergencia entre la evolución del resultado primario y el resultado financiero indica un incremento en el peso que los pagos de intereses tienen sobre el presupuesto público nacional, lo que se relaciona con el proceso de endeudamiento externo impulsado a partir del cambio de gobierno¹⁸. Así, los pagos de intereses de la

¹⁸ El resultado primario no contempla las erogaciones en concepto de intereses de la deuda pública, las cuales sí se tienen en cuenta al calcular el resultado financiero.

Administración Nacional durante 2016 fueron -a valores corrientes- un 176,1% más elevados que los de 2015.

A ello debe agregarse que el incremento de los ingresos totales creció por debajo de la inflación, es decir, se contrajo en términos reales. En tal sentido, los ingresos tributarios en 2016 son un 38,2% más altos que en 2015, en tanto que los aportes y contribuciones a la seguridad social crecieron un 32,7% con respecto al año anterior¹⁹. En el primer caso, puede inferirse el efecto adverso que sobre la recaudación tributaria tuvo la eliminación y/o reducción de las retenciones a las exportaciones para la mayoría de los productos primarios -además de la caída en la recaudación propia de todo contexto recesivo-, mientras que en el segundo caso se ve reflejado el estancamiento en la generación de empleo registrado²⁰, así como la determinación de paritarias salariales que en la mayoría de los casos fijaron aumentos salariales por debajo de la inflación.

Si se realiza la comparación entre el presupuesto de la Administración Nacional ejecutado entre enero y junio de 2017 con lo sucedido en el mismo período de 2016, se observa una persistencia de las tendencias analizadas en los párrafos anteriores. En tal sentido, el déficit primario, la carga de intereses y el déficit financiero -siempre medidos a valores corrientes- se incrementaron en términos interanuales un 75%, un 60% y un 68,8% respectivamente (Ministerio de Hacienda, 2017b).

En suma, la pérdida de ingresos por parte de la Administración Nacional - resultado de la reducción y/o eliminación de determinados impuestos y del menor nivel de actividad- y el incremento del pago de intereses de la deuda pública -consecuencia del acelerado proceso de endeudamiento iniciado por la actual gestión- confluyeron en la profundización del déficit del sector público.

El resultado negativo en las cuentas fiscales tiene como contrapartida un aumento en la emisión de dinero por parte del BCRA. Cabe aclarar al respecto que no es exacto afirmar que el déficit fiscal se financia con endeudamiento externo. En efecto, las erogaciones del sector público se realizan mayoritariamente en moneda local, con lo

¹⁹ Los *ingresos tributarios* y los *aportes y contribuciones a la seguridad social* representaron en 2016 más del 85% de los ingresos totales de la Administración Nacional.

²⁰ De acuerdo a los datos del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), entre noviembre de 2015 y mayo de 2016 el total de trabajadores registrados pasa de 12.042.000 a 11.930.000, lo que representa casi 112.000 trabajadores menos. En el segundo semestre del año pasado esta variable se recupera, llegando a 12.106.000 trabajadores en diciembre de 2016, cifra que luego crece hasta los 12.152.000 trabajadores registrados en mayo de 2017. Información disponible en: http://www.trabajo.gob.ar/left/estadisticas/novedades/novedad_trabajadores.asp

cual el Estado tiene básicamente dos fuentes de financiamiento para solventar un déficit: la emisión de deuda nominada en pesos y la monetización del déficit, es decir, la creación de dinero por parte del BCRA para cubrir la diferencia entre ingresos y gastos. En este esquema la función del endeudamiento externo –entendiendo por tal la deuda nominada en moneda extranjera- es asegurar una provisión de divisas tal que permita administrar las presiones devaluatorias que genera la emisión de moneda local. Dicho en otros términos, una parte del déficit fiscal se cubre en última instancia con emisión de dinero. El dinero emitido de esa forma se dirige parcialmente a la compra de dólares, con lo cual el precio de la divisa norteamericana tiende a aumentar. Para evitar que ello suceda el Estado se endeuda en dólares en los mercados internacionales. Luego, los dólares que el Estado obtiene de esa manera son entregados al BCRA a cambio de los pesos necesarios para cubrir el déficit fiscal.

Tal ha sido la política aplicada por las autoridades desde el momento de su asunción. En efecto, durante 2016 el principal factor de expansión de la base monetaria ha sido el rubro *Adelantos Transitorios y Transferencia de Utilidades* –emisión de dinero para financiar déficit sin entrada de divisas como contrapartida-, seguido por *Compra de divisas al Tesoro Nacional* –conversión a pesos de los dólares provenientes del endeudamiento público-²¹. La misma política ha sido aplicada en los primeros ocho meses de 2017²².

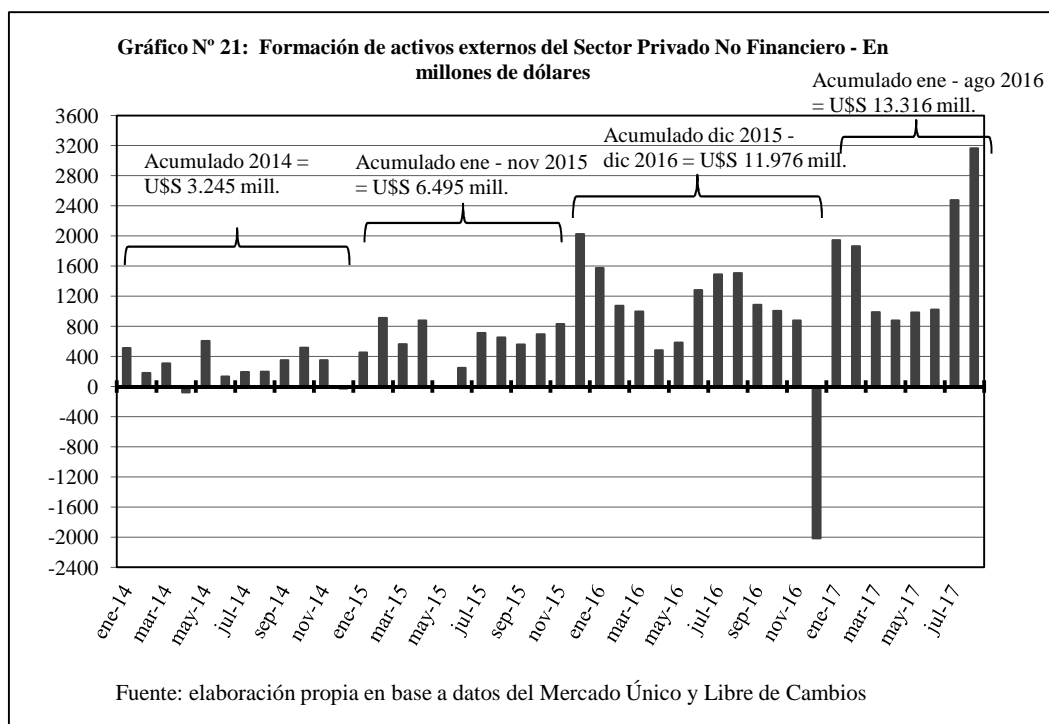
Por otra parte, la desregulación de los movimientos de capitales financieros dio lugar a una agudización de la salida de divisas mediante formación de activos externos, pagos de intereses y remisión de utilidades y dividendos al exterior. Así, en el gráfico N° 21 se aprecia cómo entre diciembre de 2015 y agosto de 2017 la formación de activos externos del sector privado no financiero totalizó U\$S 25.292 millones²³,

²¹ Sobre un crecimiento de la base monetaria del 26,6% durante 2016, *Adelantos Transitorios y Transferencia de Utilidades* contribuyó con un aumento del 26,9%, mientras que *Compra de divisas al Tesoro Nacional* contribuyó con un incremento del 24,9% (BCRA, 2017a).

²² Entre enero y agosto de 2017 la base monetaria aumentó un 9%, en tanto que *Compra de divisas al Tesoro Nacional* y *Adelantos Transitorios y Transferencia de Utilidades* contribuyeron a dicha variación en un 14,8% y un 12,2% respectivamente (BCRA, 2017b).

²³ Esta cifra se vio morigerada por una formación de activos externos negativa –es decir, un ingreso de capitales- de U\$S 2.015 millones en diciembre de 2016, asociada al blanqueo de capitales. Esta medida fue dispuesta por el gobierno en agosto de 2016 y concluyó en marzo de 2017. En total se declararon U\$S 116.800 millones, de los cuales U\$S 93.300 millones correspondieron a activos ubicados en el exterior y U\$S 23.500 a activos situados en el país. La operatoria representó para el fisco el ingreso de \$ 148.600 millones. Página 12, “El blanqueo record sumó casi 117.000 millones de dólares”, 04/04/2017. Disponible en: <https://www.pagina12.com.ar/29825-el-blanqueo-record-sumo-casi-117-mil-millones-de-dolares>

mientras que entre enero y noviembre de 2015 dicha variable alcanza a los U\$S 6.495 millones y a lo largo de todo el año 2014 llega a los U\$S 3.245 millones.



Resulta pertinente señalar que, si bien una parte significativa de la formación de activos externos tiene como destino su salida al exterior, una proporción de la misma se mantiene como atesoramiento en moneda extranjera y como depósitos en dólares en el sistema financiero local. En tal sentido, entre noviembre de 2015 y agosto de 2017 los depósitos en dólares valuados en su moneda de nominación –es decir, sin considerar el efecto de la devaluación- aumentaron un 204%²⁴. En el mismo lapso, los depósitos en pesos crecieron sólo un 44%²⁵. Esta evolución dispar indica una tendencia hacia la dolarización de los ahorros que eventualmente puede generar presiones sobre el tipo de cambio y sobre la tasa de interés.

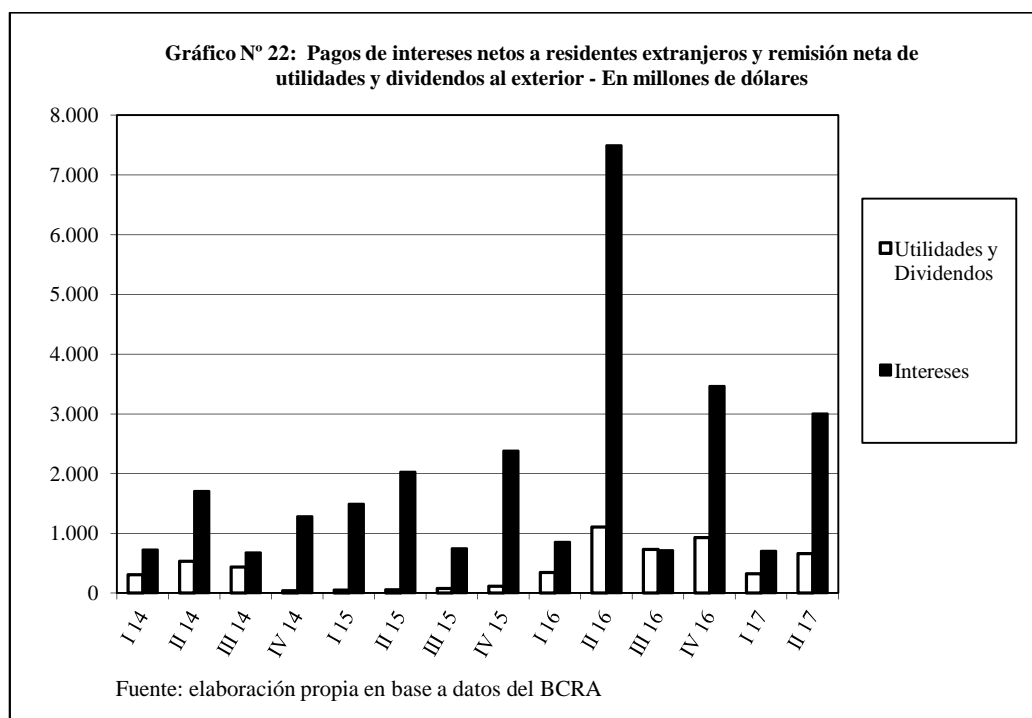
Asimismo, cabe destacar que la salida de capitales es una problemática estructural de la economía argentina que atraviesa a distintos gobiernos y coyunturas, y que por su propia lógica constituye un fenómeno autoreforzado. En efecto, la fuga de divisas genera presiones devaluatorias que benefician a los principales actores que promueven

²⁴ Si los depósitos en dólares son valuados en pesos tomando el tipo de cambio oficial se obtiene que la suma total de los mismos creció un 450% en el período mencionado.

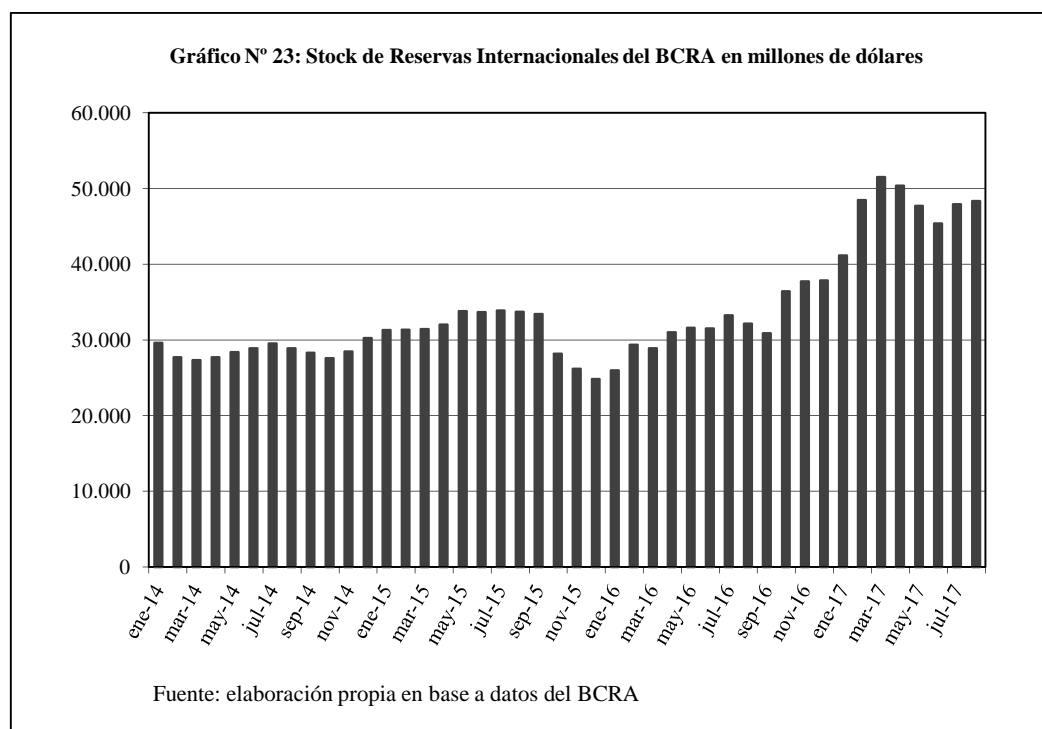
²⁵ Datos del BCRA. Información disponible en: <https://www.minhacienda.gob.ar/secretarias/politica-economica/programacion-macroeconomica/>

dicha fuga, dado que justamente gracias a esa operación dolarizan gran parte de su cartera de activos. En otras palabras, la fuga de capitales ocasiona tendencias alcistas en la cotización del dólar, lo que a su vez incentiva una mayor fuga de capitales. De esta manera se genera un círculo vicioso que, lejos de ser corregido por las fuerzas del mercado, es agravado por las políticas desregulatorias, las cuales favorecen fundamentalmente a un reducido conjunto de poderosos actores y perjudican a las grandes mayorías sociales por los efectos perniciosos que la devaluación tiene sobre los niveles inflacionarios y los salarios reales.

A la formación de activos externos debe agregarse la pérdida de divisas por otros canales financieros. En tal sentido, de acuerdo a los datos provistos por el balance cambiario, a partir de 2016 se aceleró la salida de divisas por remisión de utilidades y dividendos, sumando entre enero de 2016 y junio de 2017 U\$S 4.090 millones, lo que contrasta con los U\$S 294 millones que el BCRA perdió por este concepto durante todo el año 2015. Además, entre enero de 2016 y junio de 2017 se pagaron U\$S 16.230 millones por cancelación de intereses de deuda nominada en moneda extranjera. De ese monto U\$S 7.500 millones se desembolsaron en el segundo trimestre de 2016, cifra que incluye el acuerdo con los denominados *fondos buitres* cerrado en abril de dicho año (Gráfico N° 22).

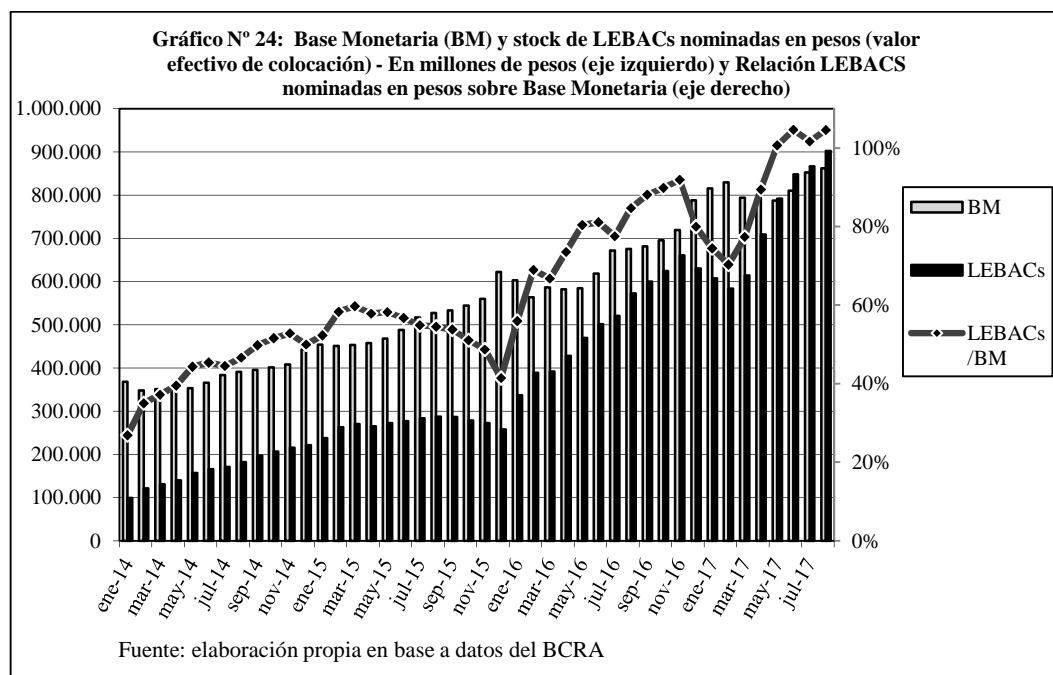


En suma, entre diciembre de 2015 y junio de 2017 se perdieron aproximadamente U\$S 45.600 millones por diversos canales financieros, mientras que por la vía del comercio exterior, de acuerdo al balance cambiario, se perdieron otros U\$S 2.540 millones. Hasta el momento estos resultados deficitarios se han cubierto con la emisión de nueva deuda pública nominada en moneda extranjera, concepto que desde el cambio de gobierno hasta agosto de 2017 aumentó en U\$S 70.724 millones, a lo que debe agregarse U\$S 9.343 millones de endeudamiento en moneda extranjera del sector privado (ODE-UMET, 2017). Aun así, en dicho lapso el stock de reservas internacionales del BCRA ha aumentado sólo en U\$S 23.540 millones, registrando en agosto de 2017 un stock de U\$S 48.350 millones (Gráfico N° 23).



A fin de aliviar la presión alcista sobre la cotización del dólar que generan estas tendencias, el BCRA se embarcó en una frenética emisión de LEBACs, de manera tal que en agosto de 2017 el stock de estos instrumentos alcanzó los \$ 901.740 millones, lo cual representa un 105% de la base monetaria. Para dar una idea de la dimensión de estos números basta con observar que en diciembre de 2015 el stock de LEBACs era de \$ 258.000 millones y representaban el 41% de la base monetaria²⁶ (Gráfico N° 24).

²⁶ Estas cifras corresponden *al valor efectivo de colocación*, es decir, a la cantidad de pesos que el BCRA absorbe al momento de emisión de las LEBACs. Cuando estos instrumentos vencen el BCRA debe entregar la cantidad de dinero absorbida inicialmente más los intereses devengados. Este monto está



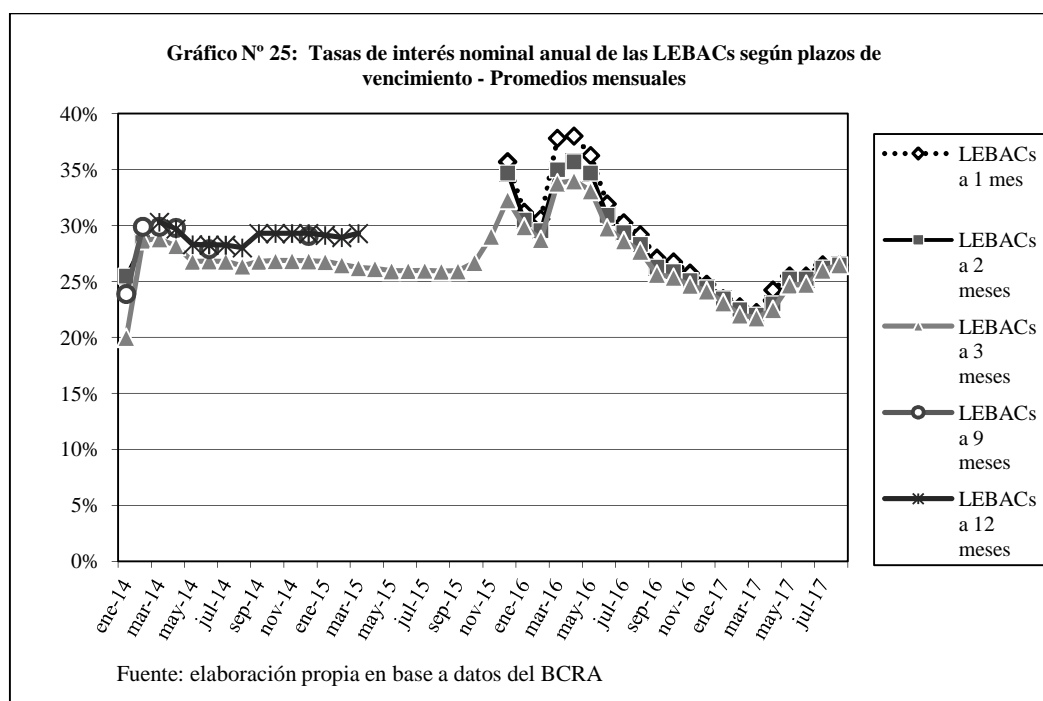
Este volumen de LEBACs configura una situación monetaria muy delicada, dado que constituye una deuda de gran magnitud a muy corto plazo. En efecto, alrededor del 50% del stock de LEBACs en circulación tiene un plazo de vencimiento de 35 días, en tanto que el 28% vence entre los 35 y los 90 días. En conjunto, el plazo de vencimiento promedio del total de LEBACs emitidos por el BCRA a principios de septiembre es de 72 días (BCRA, 2017c). A medida que estos instrumentos de deuda vencen, el BCRA puede rescatarlos, entregando pesos como contrapartida, o puede renovarlos mediante nuevas licitaciones, lo cual depende de la predisposición de los agentes privados a adquirir nuevas emisiones de LEBACs. En caso de que las renovaciones no sean exitosas el BCRA puede verse obligado a incurrir en una emisión monetaria de gran volumen en poco tiempo, lo cual repercutiría sin dudas en un aumento de la demanda de divisas y en el consecuente incremento en el precio del dólar.

La medida en que las autoridades económicas podrían controlar una situación de este tipo depende de varios factores, entre los cuales cabe destacar el volumen de la emisión monetaria que requiera la cancelación de los LEBACs, el stock de reservas de divisas del BCRA y la posibilidad de acceder a líneas de crédito externo que permitan proveer una demanda de dólares creciente. En tal sentido, en agosto de 2017 el stock de

representado por el *valor nominal de colocación*. En diciembre de 2015 el valor nominal de las LEBACs en circulación era de \$ 306.650 millones y en agosto de 2017 ascendía a \$ 959.120 millones. En todos los casos se trata de promedios mensuales.

LEBACs en circulación medidos a su valor nominal de colocación alcanzó un promedio mensual de \$ 959.120 millones. Si se considera un tipo de cambio de \$ 17,5 por dólar, dicha cifra equivale a U\$S 54.800 millones, monto significativamente superior a los U\$S 48.350 millones de reservas de divisas que para la misma fecha posee el BCRA.

Por el momento la autoridad monetaria ha mantenido en alza la demanda de LEBACs manteniendo altas las tasas de interés que ofrecen y acortando sus plazos de vencimiento. Asimismo, las tasas de interés se elevaron bruscamente, pasando de un promedio del 26,5% para las LEBACs a tres meses entre enero y noviembre de 2015 a alcanzar un techo del 38% para las LEBACs a 35 días en abril de 2016. Posteriormente esta última tasa descendió hasta un piso del 22,25% en marzo de 2017, aumentando a partir de entonces hasta llegar al 26,5% en agosto del mismo año (Gráfico N° 25)²⁷.



Esta situación, ya de por sí delicada, se vislumbra como más grave aun si se tiene en cuenta que el BCRA estableció una curva de rendimientos invertida, es decir, se ofrecía una tasa de interés mayor cuanto más corto era el plazo de vencimiento de las LEBACs. Recién en agosto de 2017 las tasas para las LEBACs a 30, 60 y 90 días se alinearon en el 26,5% nominal anual. Esto, además de constituir una irracionalidad financiera, estimuló el acortamiento de los plazos de vencimiento, acercando en el

²⁷ En todos los casos se trata de la tasa nominal anual.

tiempo las posibles complicaciones derivadas de una eventual cancelación de LEBACs superior a la deseada.

Por otra parte, la tasa de interés que pagan estos instrumentos establece un piso para las tasas activas de todo el sistema financiero. En efecto, ningún banco ofrecerá crédito a un tomador privado a una tasa menor a la que puede obtenerse adquiriendo LEBACs, operación que tiene la ventaja adicional de estar exenta de riesgos de incobrabilidad. Como se explica en párrafos anteriores, esta política de tasas de interés elevadas dificulta las posibilidades de financiamiento de una gran parte del espectro productivo argentino, en especial de las pequeñas y medianas empresas que tienen poco o nulo acceso al crédito externo. Asimismo, se ve encarecido también el crédito al consumo, con lo cual se desencadenan efectos recesivos tanto por el lado de la oferta como por el lado de la demanda. De esta manera, el alza de las tasas de interés se complementa con el recorte de los salarios reales y la contracción del nivel de empleo para deprimir la demanda interna, en línea con los objetivos de una política de estabilización.

A este escenario cabe agregar otras dos medidas que impactan fuertemente sobre el nivel de actividad. En primer lugar, los aumentos en las tarifas de servicios públicos y en los precios de los combustibles. Así, industrias y comercios ven fuertemente afectada su estructura de costos, lo que indefectiblemente es trasladado en mayor o menor medida a los precios de venta, impactando de manera adversa sobre los salarios reales.

En segundo lugar, el relajamiento en los controles a las importaciones expone a gran parte del entramado industrial a la competencia de productos extranjeros, lo cual para muchas empresas puede resultar imposible de afrontar, dados los aumentos en los costos de producción y de financiamiento mencionados anteriormente. De esta manera, el grueso del tejido productivo nacional se ve agredido desde varios frentes: aumento de costos –productivos y financieros-, caída de la demanda –por contracción de los salarios reales y reducción del empleo- y mayor competencia con productos importados. La única consecuencia posible de estas políticas es la reducción y/o cierre de numerosas empresas y un aumento del desempleo.

Tampoco resulta razonable esperar que la contracción del mercado interno se vea compensada por una salida exportadora. En primer lugar porque, como ya fue explicado, los incrementos de costos derivados de la actual política económica afectan de manera adversa la competitividad de numerosas industrias. En segundo lugar porque

el escaso dinamismo de la economía mundial²⁸ y, en particular, la crisis económica y política que está atravesando Brasil²⁹, resultan poco propicios para que la Argentina pueda crecer en base a la expansión de exportaciones no tradicionales. En cambio, los únicos sectores de la economía argentina que podrían competir internacionalmente en el actual escenario serían las producciones primarias tradicionales, vinculadas con las ventajas comparativas naturales del país. Es sabido que estos sectores tienen poca capacidad de traccionar el desarrollo de cadenas productivas diversificadas y de generar empleo. Con lo cual, de profundizarse el rumbo económico que ha iniciado el actual gobierno sólo cabe esperar como consecuencias de largo plazo la simplificación de la estructura productiva y la elevación de los pisos estructurales de desempleo.

Corolario: el retorno de la valorización financiera

En paralelo con una política de estabilización de carácter netamente recesivo, la política económica actual reeditó el mecanismo de valorización financiera que funcionara plenamente durante la vigencia de la “tablita cambiaria” de Martínez de Hoz –diciembre de 1978 a marzo de 1981- y durante el régimen de convertibilidad en los años '90 (Basualdo, 2006). Este esquema consiste en contraer deuda nominada en moneda extranjera en los mercados internacionales a tasas significativamente más bajas que las locales; convertir esos capitales a pesos e invertirlos en algún activo financiero nominado en moneda nacional, que invariablemente rinde tasas de interés más altas que las vigentes en el mercado mundial y; luego de un tiempo relativamente breve liquidar esos activos, convertir el dinero nuevamente a dólares y retirarlos del país. La ganancia de la operación radica en la diferencia entre las tasas de interés locales y las internacionales, a lo cual hay que descontarles la depreciación de la moneda nacional, en caso de que ocurriera.

En la actualidad, el activo financiero local que actúa como reservorio de estas operaciones son las LEBACs, las cuales, como ya se ha visto, han llegado a rendir tasas nominales anuales superiores al 30%. En ausencia de devaluaciones importantes –luego

²⁸ Según la Organización Mundial de Comercio (OMC), las exportaciones mundiales totales de mercancías disminuyeron un 3,2% en 2016 con respecto al año anterior, en tanto que en 2015 cayeron un 13,2% con respecto a 2014. Información disponible en: <http://stat.wto.org/StatisticalProgram/WSDBViewData.aspx?Language=E>

²⁹ El FMI estima que en 2016 la economía brasileña se contrajo un 3,6%, mientras que el crecimiento proyectado para 2017 es de sólo el 0,2%. Información disponible en: <https://www.minhacienda.gob.ar/secretarias/politica-economica/programacion-macroeconomica/>

de que el dólar se estabilizara cerca de los 15 pesos a partir de febrero de 2016-, el mecanismo descrito ha posibilitado la obtención de una rentabilidad en dólares de alrededor del 15%, lo que ha convertido a la valorización financiera de fondos externos en el mercado argentino en uno de los negocios más lucrativos del mundo.

Cabe mencionar que la valorización financiera no tiene como contrapartida el aumento del producto ni la generación de empleo, sino que sólo consiste en un mecanismo útil para sustraer del país la riqueza generada por sectores económicos distintos del financiero. Asimismo, este tipo de operaciones no sería posible sin las desregulaciones de los movimientos de capitales financieros que el actual gobierno dispuso a los pocos días de asumir, como parte de las principales medidas de su gestión económica.

En resumen, la administración vigente desde diciembre pasado ha generado una situación monetaria sumamente delicada, con una emisión de LEBACs que supera el monto de la base monetaria y plazos de vencimiento muy cortos. Si estos instrumentos son cancelados a su vencimiento, darán lugar a una emisión monetaria que presionará fuertemente sobre la cotización del dólar. Si se tiene en cuenta la ingente pérdida de divisas que tiene lugar principalmente por canales financieros -y también ahora por la vía del comercio exterior-, la única forma de estabilizar con éxito el tipo de cambio será el recurso al endeudamiento en moneda extranjera. Sin embargo, en ausencia de restricciones a los movimientos de capitales financieros, este esquema da lugar a una dinámica pernicioso, en la cual el Estado se endeuda para financiar básicamente fuga de capitales, remisión de utilidades al exterior y pago de intereses en moneda extranjera. En algún momento, inexorablemente, los vencimientos de capital e intereses superan a las nuevas líneas de crédito disponible. Cuando ello sucede el mecanismo colapsa, empujando a la economía al default y generando una crisis económica y social de magnitud considerable. Un desenlace que la sociedad argentina experimentó repetidas veces en los últimos cuarenta años, siempre como consecuencia de la aplicación de los mismos paquetes de política económica.

Bibliografía

-Balinotti, N. (2016). “El cierre de las paritarias, muy por encima de los pronósticos del Gobierno”, La Nación, 27/06/2016. Disponible en: <http://www.lanacion.com.ar/1912856-el-cierre-de-las-paritarias-muy-por-encima-de-los-pronosticos-del-gobierno>

-Basualdo, E. (2006). *Estudios de historia económica argentina. Desde mediados del siglo XX a la actualidad*. 1ra ed. Siglo XXI-FLACSO. Buenos Aires.

-BCRA (2013). “Objetivos y planes respecto del desarrollo de la política monetaria, financiera, crediticia y cambiaria para el año 2014”. Diciembre de 2013. Disponible en: http://www.bcra.gov.ar/pdfs/polmon/ObjetivosBCRA_2014.pdf

-BCRA (2016) “Informe Anual al Honorable Congreso de la Nación Argentina”. Año 2016. Disponible en: <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/inf2016.pdf>

-BCRA (2017a) “Informe Monetario Mensual, Diciembre de 2016”. Disponible en: <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/bol1216.pdf>

-BCRA (2017b) “Informe Monetario Mensual, Agosto 2017”. Disponible en: <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/Bol0817.pdf>

-BCRA (2017c) “Informe mensual de subastas de LEBACs, 16 de agosto de 2017”. Disponible en: <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/infolebac.pdf>

-Braun, O; Joy, L. (1981). “Un modelo de estancamiento económico. Estudio de caso sobre la economía argentina”. *Desarrollo Económico*, vol. 20, N° 80, Ene-Mar 1981. IDES. Buenos Aires.

-Bernal, F. (2012). “La única crisis energética es la del modelo neoliberal”. Centro Latinoamericano de Investigaciones Científicas y Técnicas (CLICeT), Mayo de 2012, Buenos Aires. Disponible en: http://www.cienciayenergia.com/Contenido/pdf/130512_fb_arg.pdf

-CIFRA (2014). “Informe de Coyuntura N° 16”, Agosto de 2014. Centro de Investigación y Formación de la República Argentina. Disponible en: <http://www.centrocifra.org.ar/docs/IC%20Nro.%2016%20.pdf>

-CIFRA (2015). “Informe de Coyuntura N° 17”, Marzo de 2015. Centro de Investigación y Formación de la República Argentina. Disponible en: <http://www.centrocifra.org.ar/docs/IC%20nro%2017.pdf>

CIFRA (2017) “Informe de Coyuntura N° 24”, Julio de 2017. Centro de Investigación y Formación de la República Argentina. Disponible en: <http://www.centrocifra.org.ar/docs/iii.pdf>

-De Dicco, R; Schneider, L; Bernal, F. (2012). “Repsol provocó la caída en la producción de hidrocarburos”. Centro Latinoamericano de Investigaciones Científicas y Técnicas (CLICeT), Mayo de 2012, Buenos Aires. Disponible en: http://www.cienciayenergia.com/Contenido/pdf/020512_rad_arg.pdf

-DGEyC. (2016). “Informe de Resultados 1045. IPCBA. Agosto de 2016”. Dirección General de Estadística y Censos de la CABA, Septiembre de 2016. Disponible en: http://www.estadisticaciudad.gob.ar/eyc/wp-content/uploads/2016/09/ir_2016_1045.pdf

-Diamand, M. (1972). “La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio”. *Desarrollo Económico*, vol. 12, N° 45, Abr-Jun 1972. IDES. Buenos Aires.

-Diamand, M. (1973) *Doctrinas económicas, desarrollo e independencia. Economía para las estructuras productivas desequilibradas: caso argentino*. Editorial Paidós. Buenos Aires.

-Diamand, M. (1985). “El péndulo argentino: ¿hasta cuándo?”. *Revista Argentina de Política Económica y Social*, N° 4. IPES. Buenos Aires.

-El cronista comercial, “Gremio por gremio, cómo cerraron las paritarias en lo que va del año”, 18/05/2016. Disponible en: <http://www.cronista.com/economiapolitica/Gremio-por-gremio-como-cerraron-las-paritarias-este-ano-20160510-0110.html>

-Ministerio de Hacienda (2017a). “Ejecución Presupuestaria de la Administración Nacional – Acumulada a Diciembre de 2016”, Febrero de 2017. Secretaria de Hacienda. Oficina Nacional de Presupuesto. Disponible en: http://www.mecon.gov.ar/onp/html/ejecu_mensual/archivos/diciembre16.pdf

-Ministerio de Hacienda (2017b). “Ejecución Presupuestaria de la Administración Nacional – Acumulada a Junio de 2017”, Agosto de 2017. Secretaria de Hacienda. Oficina Nacional de Presupuesto. Disponible en: http://www.mecon.gov.ar/onp/html/ejecu_mensual/archivos/junio17.pdf

-ODE-UMET (2017). “Sexto Informe de la Deuda Externa. Un seguimiento de las emisiones de deuda, la fuga de capitales y el perfil de vencimientos de la deuda desde el comienzo del gobierno de Cambiemos”, Agosto de 2017. Disponible en: http://umet.edu.ar/wp-content/uploads/2017/08/ODE_UMET_InformedeudaNo_6_FINAL-Agosto2017-1-min.pdf

-O’ Donnell, G. (1977). “Estado y alianzas en Argentina, 1956-1976”. *Desarrollo Económico*, vol. 16, N° 64, Ene-Mar 1977. IDES. Buenos Aires.

Página 12, “El blanqueo record sumó casi 117.000 millones de dólares”, 04/04/2017. Disponible en: <https://www.pagina12.com.ar/29825-el-blanqueo-record-sumo-casi-117-mil-millones-de-dolares>

-Rapoport, M. (2008). *Historia económica, política y social de la Argentina (1880-2003)*. 2da ed. Emecé Editores. Buenos Aires.

-Schorr, M. y Wainer, A. (2016). “Restricción externa y ajuste en la economía argentina ¿Siempre lo mismo?”. *La Izquierda a Diario*. Disponible en: <http://www.rebellion.org/noticia.php?id=212273>