

# CEDES

**Nuevos Documentos CEDES** es una serie monográfica periódica del Centro de Estudios de Estado y Sociedad. Su objetivo es contribuir al avance del conocimiento científico por medio de la difusión de investigaciones de las diferentes áreas que conforman la institución.

Esta publicación se edita en formato electrónico y es de libre acceso.

Disponible en:  
[http://www.cedes.org/informacion/ci/publicaciones/nue\\_doc\\_c.html](http://www.cedes.org/informacion/ci/publicaciones/nue_doc_c.html)

ISSN 1851-2429

Numero 65, Año 2009

**Centro de Estudios  
de Estado y Sociedad  
Coordinación Técnica**  
Sandra Raiher  
**Centro de Información - CEDES**  
[cicedes@cedes.org](mailto:cicedes@cedes.org)

CEDES  
Sanchez de Bustamante 27  
(C1173AAA) Ciudad Autónoma de  
Buenos Aires  
Argentina  
E-mail: [cedes@cedes.org](mailto:cedes@cedes.org)  
<http://www.cedes.org>

**Nº65/2009**

## **Nuevos Documentos Cedes**

### **Las políticas macroeconómicas en la evolución reciente de la economía argentina**

Mario Damill y Roberto Frenkel<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Investigadores Titulares del Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES). Los autores agradecen la colaboración de Marcela Fraguas, Federico Pastrana, Martín Rapetti y Eleonora Tubio.

# **Las políticas macroeconómicas en la evolución reciente de la economía argentina**

Mario Damill y Roberto Frenkel<sup>1</sup>

## **Introducción**

La situación de la economía argentina a mediados de 2009 exhibe varios aspectos negativos que contrastan vivamente con el panorama predominantemente positivo que se percibía a comienzos de 2007. La principal hipótesis del trabajo es que ese deterioro fue causado en parte por los efectos de la crisis financiera internacional, pero también, en buena medida, por problemas irresueltos acumulados en el período 2003-2006, por errores de política económica cometidos en ese período y por el desgajamiento, durante 2007 y 2008, del esquema de política macroeconómica puesto en práctica entre 2003 y 2006.

La inflación y su tratamiento por parte de las autoridades ocupan un lugar de gran importancia en nuestro diagnóstico. Por esta razón, en la primera sección se presenta una discusión del esquema de políticas macroeconómicas que rigió entre 2003 y 2006 y de los factores de la aceleración inflacionaria. En la segunda sección se examina el impacto de la crisis internacional sobre las economías de mercado emergente en general, y sobre la Argentina en particular. Luego, en la tercera sección, se analizan los problemas irresueltos y los errores de política en la fase de desgajamiento del esquema macroeconómico, en 2007-2008. La cuarta sección examina en mayor detalle aspectos centrales de la evolución macroeconómica en todo el período, presentando información cuantitativa adicional y enfatizando el período reciente. Por último, en la quinta sección se expone el resumen y conclusiones.

## **1. El régimen macroeconómico de tipo de cambio real competitivo y estable (TCRCE)**

A la salida de la gran crisis económica y política de 2001 y 2002 se configuró un esquema macroeconómico novedoso en la economía argentina. Estaba basado en los siguientes pilares: un tipo de cambio real competitivo (alto) y estable (TCRCE),

---

<sup>1</sup> Investigadores Titulares del Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES). Los autores agradecen la colaboración de Marcela Fraguas, Federico Pastrana, Martín Rapetti y Eleonora Tubio.

superávit fiscal y de la cuenta corriente del balance de pagos, y una política monetaria que procuró a un tiempo evitar la apreciación del tipo de cambio real, acumular reservas internacionales, facilitar la recuperación de la liquidez, restablecer la salud del sistema bancario luego de la crisis y limitar, mediante acciones de esterilización, el efecto monetario expansivo que generó, desde mediados de 2002, la acumulación de reservas.

Una política crucial para la consolidación de ese esquema fue la reestructuración parcial de la deuda pública que estaba en situación de *default* desde fines de 2001, concretada en 2005. La reestructuración redujo el flujo de compromisos de intereses en cabeza del sector público, así como el monto del capital adeudado, y alargó considerablemente el plazo medio de las obligaciones financieras del Estado. De esta manera, contribuyó significativamente a viabilizar el pilar fiscal del esquema.<sup>2</sup>

Entre los años 2003 y 2006 el gobierno argentino denominó a esta configuración de políticas macroeconómicas como “el modelo”. “El modelo” tenía al tipo de cambio real competitivo como su rasgo más definitorio. Este pilar del esquema constituía su componente más activo, porque del tipo de cambio competitivo provenían principalmente los impulsos al crecimiento de la producción y el empleo.<sup>3</sup>

En otros trabajos hemos analizado los efectos reales del tipo de cambio competitivo en términos de sus “canales de transmisión”<sup>4</sup>. Planteamos en esos trabajos que a través de canales de transmisión de corto y largo plazo (canal macroeconómico y canal de desarrollo, respectivamente) el TCRCE provee estímulos poderosos al crecimiento y al empleo. Además, el TCRCE incentiva la utilización más intensiva del trabajo en las actividades comerciables y no comerciables a través de un canal que denominamos “de intensidad laboral”. Por este canal, El TCRCE establece un estímulo particular sobre el aumento de la ocupación, adicional al que resulta de la expansión de la producción.

Los efectos de ese esquema macroeconómico sobre el crecimiento y la inversión fueron extraordinariamente exitosos hasta 2006. Se alcanzaron sostenidamente tasas de crecimiento del producto de entre 8 y 9% anual. La tasa de inversión se elevó progresivamente de 11,3% en 2002 a 21,6% en 2006<sup>5</sup>. Cabe mencionar que también

---

<sup>2</sup> Ver Damill, Frenkel y Rapetti (2005).

<sup>3</sup> Un análisis del crecimiento, el empleo y la distribución de los ingresos hasta finales de 2006 se encuentra en Damill, Frenkel y Maurizio (2007).

<sup>4</sup> Frenkel (2004a), (2004b), (2006), (2008), Frenkel and Taylor (2007), Frenkel and Ros (2006), Frenkel and Rapetti (2008).

<sup>5</sup> Cociente entre la inversión bruta interna fija y el PIB a precios de 1993, según las estimaciones de Cuentas Nacionales del INDEC.

jugaron a favor del crecimiento local los aumentos en los precios de exportación que tuvieron lugar en el período y el alto ritmo de expansión de la economía mundial. Algunos analistas atribuyen a ese “viento de cola” toda la explicación del proceso. Pero esa opinión no encuentra sustento en los datos. Un análisis cuantitativo de los factores de expansión de la demanda agregada muestra que los incrementos de exportaciones registrados están muy lejos de poder explicar las altas tasas de crecimiento observadas.<sup>6</sup> Además, hay evidencia cualitativa que apunta a lo mismo. Debe considerarse, por ejemplo, la secuencia temporal de los eventos: después de la crisis de 2001-02 la economía argentina tomó un sendero de crecimiento rápido bien antes de que se produjeran los mencionados aumentos en los precios de exportación.<sup>7</sup> También debe observarse que el crecimiento de la economía argentina en el período superó por mucho al de otras economías de América Latina que experimentaron mejoras análogas en sus términos de intercambio.

El esquema dio lugar a una recuperación notable del empleo, con la consiguiente reducción de la desocupación y de la subocupación. Este aspecto de la experiencia del período es particularmente llamativo. A fines de 2006, por ejemplo, la proporción de empleados a tiempo completo en la población urbana total (empleos de más de treinta y cinco horas semanales, sin incluir a los ocupados en planes sociales) resultaba similar a la de principios de los años 80. Esta proporción había alcanzado un mínimo histórico en el primer semestre de 2002. En cinco años se recuperaron las caídas en el empleo de tiempo completo sufridas desde la crisis de 1981-82, que se acentuaron durante la convertibilidad y con la crisis que acompañó su colapso. Parece claro que el fuerte aumento de la relación empleo-producto con respecto al período de la convertibilidad estuvo asociado con la instrumentación de un tipo de cambio real competitivo. Al mismo tiempo, la productividad laboral y los salarios reales ganaron rápidamente terreno desde los valores muy bajos a los que habían descendido a lo largo de la depresión de 1998-2001 y más aún en los meses más críticos de fines de 2001 y comienzos de 2002. Con el aumento del empleo y los salarios reales, hasta principios de 2007 tendió a reducirse sistemáticamente la proporción de pobreza y tendió a mejorar la distribución del ingreso.<sup>8</sup>

---

<sup>6</sup> Ver Frenkel and Rapetti (2006) y Damill, Frenkel y Maurizio (2007).

<sup>7</sup> Ver Frenkel and Rapetti (2006).

<sup>8</sup> Ver Damill, Frenkel y Maurizio (2007).

La discusión teórica y la observación de otras experiencias sugieren que la instrumentación de un TCRCE tiene otras virtudes, además de las mencionadas, que también fueron observadas en Argentina en el período 2003-06. Estas se relacionan, por ejemplo, con la robustez del sector externo (los resultados de las cuentas corriente y de capital y financiera del balance de pagos, y la acumulación de reservas) y con la prevención de crisis.

#### La inflación en un régimen de TCRCE

Pero los efectos del TCRCE no son todos virtuosos. Como suele decirse, nada es gratis. Un importante aspecto negativo de la preservación de un tipo de cambio competitivo es que en economías con determinadas características estructurales – entre las que se encuentra la economía argentina – esa componente del esquema macroeconómico puede generar presión inflacionaria.<sup>9</sup> La cuestión es importante, por lo que cabe examinarla con algún detalle, como hacemos a continuación.

Los canales de transmisión del tipo de cambio real competitivo implican el crecimiento rápido de la demanda privada en los mercados locales de bienes comerciables, en el mercado de trabajo y en el mercado de bienes de inversión. El efecto conjunto resulta en un crecimiento rápido de la demanda agregada en todos los mercados, de bienes comerciables y no comerciables. Esto induce la aceleración del crecimiento real, pero también establece presión inflacionaria. Esta es una presión inflacionaria *sui generis*, inherente a la presencia y persistencia de un tipo de cambio real competitivo, generada por el crecimiento rápido del gasto privado.

La magnitud y evolución del impulso del TCRCE sobre la demanda agregada son difíciles de precisar. Se cuenta actualmente con importante evidencia empírica acerca de la asociación positiva entre tipo de cambio real y crecimiento,<sup>10</sup> pero no se conocen bien las características de esta relación, si tiene umbrales, o cómo difiere entre países y varía a lo largo del tiempo. Parece razonable conjeturar, por ejemplo, que el peso relativo de los distintos efectos expansivos difiera entre países y sea cambiante con el tiempo en cada uno de ellos. La consecuencia más importante de este desconocimiento es que es imposible hacer sintonía fina con la política cambiaria para regular el ritmo de crecimiento de la demanda agregada mediante variaciones en el tipo

---

<sup>9</sup> Ver Frenkel (2008).

<sup>10</sup> Ver Rodrik (2008).

de cambio real. No se dispone de los conocimientos básicos para orientar una política cambiaria de sintonía fina. Además, experimentar con la política cambiaria parece completamente desaconsejable. El objetivo principal de la tendencia estable del tipo de cambio real competitivo es reducir la incertidumbre de las decisiones de inversión y empleo de los agentes. Consecuentemente, cambios experimentales e inciertos en la meta cambiaria operarían negativamente sobre los principales mecanismos de transmisión del TCRCE como política de desarrollo.

La política cambiaria de preservación de un tipo de cambio real competitivo fomenta con fuerza el crecimiento y el empleo, pero por lo mencionado arriba, el TCRCE es en cierta forma un instrumento rústico, que no debe utilizarse en forma aislada. Para mantener la inflación controlada cuando se preserva un tipo de cambio real competitivo, la política cambiaria debe ser parte de un esquema más amplio, que incluya las políticas fiscales y monetarias consistentes con ella y con el control de la inflación. Esa política cambiaria debe ser concebida como componente de un régimen de política macroeconómica, capacitado para perseguir objetivos múltiples y conflictivos en forma coherente. Este régimen persigue simultáneamente objetivos de crecimiento, empleo, nivel de actividad e inflación. El tipo de cambio real competitivo estable es una meta intermedia del régimen, como puede serlo cierta tasa de interés para la política monetaria o determinado superávit primario para la política fiscal.

En resumen, un régimen de TCRCE se diferencia de otros contextos de política en un aspecto crucial: en este régimen la política cambiaria establece un impulso expansivo permanente sobre la demanda que puede dar lugar a presión inflacionaria y este impulso es difícilmente regulable mediante la sintonía fina de la política cambiaria. Estas características singulares del régimen imponen rasgos también particulares a las políticas que deben acompañar la política cambiaria: la existencia de un impulso expansivo permanente enfatiza los roles de frenos que deben jugar las políticas fiscal y monetaria. En general, las políticas macroeconómicas fiscal y monetaria se enfocan en el control de la demanda agregada y pueden jugar roles expansivos o contractivos. Lo mismo vale en el régimen de TCRCE, pero en este régimen hay una presión permanente sobre el acelerador del vehículo. De modo que el control de la velocidad de la expansión, esto es, la regulación del ritmo de crecimiento de la demanda agregada queda bajo la responsabilidad de las políticas fiscal y monetaria. Como hay una presión permanente sobre el acelerador, el grado de presión que ponen sobre el freno es el papel regulador más destacado de esas políticas.

Las mencionadas características del régimen de TCRCE imponen la necesidad de que las políticas macroeconómicas sean coordinadas en una instancia gubernamental con alto poder de análisis y decisión. Se podría sostener que la coordinación en la conducción de las políticas es ventajosa bajo cualquier régimen, pero en el régimen de TCRCE la coordinación es imprescindible. En este régimen las tres políticas macroeconómicas – cambiaria, monetaria y fiscal – son activas y deben concurrir complementariamente al logro de los objetivos. Como hay conflicto entre los objetivos, la complementariedad de las políticas debe ser garantizada por la coordinación establecida por una fuente única de conducción. El régimen de TCRCE es un esquema relativamente novedoso. La conducción de la política económica requiere creatividad, el monitoreo permanente de los datos de la economía y una constante supervisión de la consistencia de las políticas cambiaria, monetaria y fiscal.

Nuestra hipótesis es que la inflación se aceleró después de 2003 porque la presión sobre el acelerador resultante de la preservación de un tipo de cambio competitivo no fue contenida y regulada por otras políticas económicas. Por el contrario, cuando hubiera sido necesario utilizar la política fiscal como freno, esta política adoptó un sesgo expansivo, adicionando un impulso fiscal positivo al rápido crecimiento de la demanda agregada que venía impulsando el gasto privado.

Cabe subrayar que nuestra forma de ver la cuestión supone que la aceleración de la inflación experimentada desde 2004 podría haberse evitado sin resignar el objetivo de preservación del tipo de cambio competitivo. Resaltamos el punto porque nuestro diagnóstico difiere del que formulan otros economistas. La cuestión es muy importante para la formulación de políticas, por lo que merece una consideración más extensa.

Es una noción muy extendida que la preservación de un tipo de cambio real competitivo induce inflación. En la visiones de muchos economistas esta noción se sustenta en dos ideas diferentes. Una explicación se basa en la hipótesis de que el tipo de cambio real tiende necesariamente a su equilibrio de largo plazo<sup>11</sup>. Se argumenta que si el tipo de cambio real está depreciado (con respecto a su equilibrio de largo) y la política cambiaria impide la apreciación nominal, una tendencia al aumento de los precios domésticos es el mecanismo que tiende a equilibrar el tipo de cambio real. Esto

---

<sup>11</sup> Hay un buen número de definiciones del “equilibrio de largo plazo” y distintas formas de operacionalizar el concepto para estimar el “tipo de cambio de equilibrio” con información de la historia previa de la economía. Sin embargo, quienes explican la inflación como resultado de la convergencia del tipo de cambio real a su equilibrio deben necesariamente suponer que el tipo de cambio real del período está depreciado con respecto a dicho equilibrio.

es, si las intervenciones del Banco Central en el mercado de cambios impiden que caiga el precio de la moneda internacional, el único mecanismo que puede llevar a la apreciación del tipo de cambio real – lo que necesariamente debe ocurrir de acuerdo a la hipótesis mencionada – es el aumento de los precios domésticos. El supuesto crucial del argumento es la convergencia del tipo de cambio a un nivel de equilibrio (inferior al tipo de cambio real vigente) y la conclusión se deriva por un razonamiento de lógica algebraica: si el numerador no puede caer, el valor del cociente (el tipo de cambio real) solamente puede reducirse si aumenta el denominador.

La otra idea es monetaria. Se basa en las siguientes circunstancias. En un contexto de exceso de oferta de moneda internacional en el mercado de cambios, al tipo de cambio que las autoridades procuran sostener – circunstancias que se experimentaron en la Argentina entre 2003 y mediados de 2007 – las intervenciones del Banco Central son compradoras y expanden consecuentemente la base monetaria. La idea que comentamos supone que las intervenciones cambiarias para preservar un tipo de cambio real depreciado expanden la cantidad de dinero e inducen inflación. Esta extendida noción no presta atención a que otras políticas – por ejemplo, una política de esterilización – preserven el control de la expansión monetaria y la tasa de interés, tal como ocurrió en Argentina en el período.

Estas dos ideas están ampliamente difundidas. En trabajos previos discutimos la noción de tipo de cambio de equilibrio y la idea de convergencia<sup>12</sup> y discutimos y refutamos la idea monetaria.<sup>13</sup> En síntesis, no consideramos relevante para la política económica la noción de tipo de cambio de equilibrio de largo plazo y cuestionamos la existencia de fuerzas automáticas que llevan el tipo de cambio real a la convergencia en plazos relevantes para la política económica. Por otro lado, consideramos que la idea monetaria es simplemente una falacia, ya que en condiciones similares a las que se verificaron en la economía argentina, la política monetaria goza de suficiente autonomía como para mantener el control de la expansión monetaria y la tasa de interés.

Una discusión más detallada de esas ideas no tendría lugar en este trabajo. En cambio, queremos subrayar nuestra discrepancia con la principal consecuencia de política que se desprende de ellas. El punto es que esas visiones no conciben que las políticas fiscal y monetaria, por sí o acompañadas de otras políticas, como la política de ingresos, tengan la posibilidad de contener la inflación en un contexto de preservación

---

<sup>12</sup> Ver Frenkel (2006) y Frenkel (2007a).

<sup>13</sup> Ver Frenkel (2007b) y Frenkel (2008).



del tipo de cambio real. En ambas visiones la aceleración de la inflación está necesaria e irremediabilmente asociada con la presencia de un tipo de cambio competitivo. De modo que, en ambas visiones, la apreciación del tipo de cambio real es la única vía posible de evitar la aceleración de la inflación o de reducirla. En oposición a esta creencia, nosotros sostenemos que el control de la inflación es posible sin sacrificar la política de TCRCE como instrumento de promoción del desarrollo, lo que requiere preservar la política cambiaria por un período relativamente extenso.

Las posibilidades de contener la inflación que atribuimos a las políticas fiscal y monetaria se apoyan en nuestra explicación de la presión inflacionaria asociada con la política de TCRCE. En nuestra explicación, la presión inflacionaria que puede generar la presencia y estabilidad de un tipo de cambio real competitivo resulta de los mismos mecanismos (la expansión de la demanda agregada) que estimulan la aceleración del crecimiento y del propio crecimiento rápido. Consecuentemente, sostenemos que en un contexto de estabilidad del tipo de cambio real competitivo, el ritmo de crecimiento de la demanda agregada puede ser controlado por las políticas fiscal y monetaria. El planteo de políticas que se deriva es que la presión inflacionaria debe ser controlada por las políticas complementarias que siempre deberían acompañar la política cambiaria, para mantener la inflación bajo control y hacer sostenible en el tiempo el régimen de TCRCE.

## **2. La crisis financiera internacional, las economías de mercado emergente y la economía argentina.**

La crisis y las economías de mercado emergente

La crisis internacional impacta a las economías de mercado emergente y más generalmente, a las economías en desarrollo, a través de dos mecanismos principales.<sup>14</sup> Un mecanismo de transmisión es el financiero. Como se explica más adelante, el contagio financiero se manifestó plenamente en setiembre de 2008. Hubo grandes salidas de capital y fuertes devaluaciones de las monedas en varias economías de mercado emergente. Los países más afectados fueron los que tenían déficit de cuenta corriente, sistemas financieros dependientes de los ingresos de capital y descalces de

---

<sup>14</sup> Griffith-Jones and Ocampo (2009).

moneda entre pasivos y activos de los sistemas financieros, como economías del Báltico y el centro de Europa y otras de inserción financiera reciente en el sistema internacional.

La liquidación de activos que se inició en setiembre de 2008 encontró a los países latinoamericanos en posición relativamente más robusta, por lo que resultaron menos afectados financieramente que las economías más frágiles mencionadas arriba. Sin embargo, las fuertes salidas de capital y las devaluaciones revelaron en algunos casos la fragilidad financiera de corporaciones y bancos que se financiaban con fondos externos. Tal es el caso, por ejemplo, de Brasil, que sufrió el rápido desarme de voluminosas posiciones de *carry trade*<sup>15</sup> y la contracción del crédito internacional, con grandes impactos negativos sobre bancos y empresas y sobre la liquidez del sistema financiero.

La crisis financiera internacional tuvo comienzo en Estados Unidos en julio-agosto de 2007 y hasta mediados de setiembre de 2008 había sido muy benevolente con los mercados emergentes. Inmediatamente antes del surgimiento de la crisis, en el primer semestre de 2007, los bonos globales de estos mercados estaban mostrando el mejor comportamiento en todo el período de globalización financiera. Las primas de riesgo país registradas por el EMBI+ alcanzaron en ese semestre un mínimo histórico, significativamente inferior al mínimo registrado en los años noventa, poco antes de las crisis asiáticas, y también significativamente inferior al *spread* de los bonos corporativos de alto riesgo de Estados Unidos. Los bonos latinoamericanos mostraban evoluciones similares a los promedios del EMBI+. Por ejemplo, la prima de riesgo país de Brasil osciló en el primer semestre de 2007 alrededor de los 170 puntos básicos. Esto es, los bonos brasileños en dólares rendían solamente 1,7% más que los bonos similares del gobierno de los Estados Unidos. Los bonos argentinos también eran parte de ese auge. En los primeros meses de 2007, por ejemplo, exhibían primas de riesgo país semejantes a las de Brasil.

La emergencia de la crisis de las hipotecas *subprime* a mediados de 2007 impactó negativamente en los precios de todos los activos financieros. El aumento de los riesgos percibidos y el proceso de fuga a la liquidez y desintermediación financiera afectaron también los activos de los mercados emergentes. Sin embargo, el comportamiento relativo de los mercados emergentes fue robusto. A lo largo del primer

---

<sup>15</sup> El *carry trade* es una forma de especulación que combina la especulación con divisas y con tipos de interés. Consiste en tomar deuda en divisas con tipos de interés bajos, y emplear esos fondos para efectuar colocaciones en divisas que permiten obtener tasas de interés elevadas, con lo que se espera obtener un diferencial.

año de desarrollo de la crisis, más precisamente, entre julio de 2007 y comienzos de setiembre de 2008, las primas de riesgo país registradas por el EMBI+ se incrementaron gradualmente unos 150 puntos básicos. Esto representaba un comportamiento bastante robusto de los activos de los mercados emergentes porque las primas de riesgo país de 320 pb (EMBI+) a comienzos de setiembre de 2008, luego de un año de crisis financiera, eran semejantes a los buenos momentos de la década de los noventa. El comportamiento de los bonos latinoamericanos resultaba aún mejor. Por ejemplo, entre julio de 2007 y comienzos de setiembre de 2008, la prima de riesgo país de Brasil se incrementó gradualmente unos 100 puntos básicos.

El comportamiento excepcional que venían mostrando los activos de los mercados emergentes cambió bruscamente en el vertiginoso colapso que detonó la quiebra de Lehman Brothers a mediados de setiembre de 2008. La fuga a la liquidez y a la seguridad (principalmente hacia dólares y bonos del Tesoro de los Estados Unidos), el proceso de desapalancamiento y la contracción del financiamiento impulsaron una rápida liquidación de activos de mercados emergentes, bonos públicos, bonos corporativos y acciones.

La importancia que alcanzó la liquidación de activos de emergentes es ilustrada por la magnitud y velocidad de la caída de los precios de los bonos soberanos computados por el EMBI. Entre comienzos de setiembre de 2008 y el 24 de octubre (cuando alcanzaron un piso) esos precios cayeron un 30%. En velocidad y magnitud esa caída es similar a la que experimentaron los bonos de mercados emergentes con el contagio de la crisis de Rusia, después de julio de 1998.

En esa liquidación de activos de los mercados emergentes jugaron dos factores: por un lado, el incremento de los riesgos percibidos y por otro lado, las ventas forzadas por el proceso de desapalancamiento y la restricción de financiamiento. En el aumento de los riesgos percibidos influyeron la generalización de expectativas recesivas para las economías desarrolladas y la evolución de los precios de las *commodities*.

Las *commodities* habían experimentado fuertes aumentos de precio desde el principio de la crisis a mediados de 2007, lo que contribuye probablemente a explicar la relativa estabilidad financiera de los mercados emergentes durante el primer año de desarrollo de la crisis. El auge ha sido atribuido en alguna medida al desplazamiento de fondos especulativos desde mercados juzgados de mayor riesgo hacia los mercados de futuros de *commodities*, cuyos precios habrían impactado a su vez sobre los precios *spot*. Después de un año de auge, los precios de las *commodities* comenzaron a

contraerse velozmente desde julio de 2008 y declinaron aún más rápidamente durante octubre. De modo que este elemento debe haber contribuido seguramente al aumento del riesgo percibido. Debe tenerse en cuenta, por ejemplo, que las *commodities* representan 60% de las exportaciones de América Latina.

Si bien es evidente el aumento de los riesgos percibidos, hay indicaciones que sugieren que el desapalancamiento y las restricciones al financiamiento fueron el principal factor de la abrupta liquidación de activos de mercados emergentes. Una indicación la proporciona la diferente evolución de los precios de los bonos y los precios de los seguros contra *default*. Los precios de los bonos sufren más los efectos de las condiciones de liquidez y financiamiento. De modo que los cambios en los riesgos percibidos están mejor reflejados en los precios de los seguros contra *default* que en los precios de los bonos. Tomando esto en cuenta, se observa que en la liquidación de setiembre-octubre de 2008 la volatilidad del precio de los seguros contra *default* fue mucho menor que la de los precios de los bonos.

En resumen, el mayor impacto financiero de la crisis sobre las economías de mercado emergente se hizo sentir en setiembre y octubre de 2008, pero de allí en adelante la continuidad de la crisis implicó que estas economías debieron adaptarse a un financiamiento internacional restringido y más caro para los sectores privado y público y a flujos negativos de capital mientras persistieron los procesos de desapalancamiento y fuga a la calidad.

El otro impacto de la crisis sobre las economías en desarrollo deriva de la contracción del comercio internacional. Desde setiembre de 2008 se generalizaron las expectativas de recesión en Estados Unidos y el resto de las economías desarrolladas. Los datos que fueron revelándose sucesivamente mostraron tendencias recesivas de magnitud creciente. Esto fue empeorando los pronósticos y las expectativas con respecto a la profundidad y duración de la recesión que tiene lugar en todas las economías desarrolladas. La contracción de la demanda agregada de esas economías reduce, directa e indirectamente, la demanda de exportaciones de las economías en desarrollo. Además, los precios de las *commodities* caen porque se contrae la demanda final mundial de estos bienes y porque sus mercados sufren las condiciones de iliquidez que impone la crisis financiera. Las mayores caídas de precios se experimentaron en el petróleo, los minerales y los metales. También cayeron los precios de las *commodities* agrícolas, aunque en menor magnitud.

## Argentina y los impactos de la crisis

Los impactos financieros y comerciales alcanzan a todas las economías en desarrollo, pero el daño causado y el tipo y magnitud de los efectos dependen, en cada caso nacional, de la particular inserción internacional de la economía, financiera y comercial. Los efectos también dependen de las respuestas de las políticas económicas nacionales, en sus capacidades de atenuar o compensar los efectos desestabilizantes y recesivos de los shocks y las nuevas condiciones.

Con relación a esos efectos diferenciales, una primera distinción gruesa entre casos nacionales puede establecerse según el grado de dependencia del funcionamiento previo de la economía a los ingresos de capital. Esta dependencia es indicada por la situación de la cuenta corriente del balance de pagos, la magnitud de las reservas internacionales disponibles, la magnitud de las necesidades de financiamiento de los sectores público y privado y la proporción de capital exterior en el financiamiento de los bancos, empresas y gobiernos. Estos datos dan cuenta de la sensibilidad de la economía a los *shocks* externos, así como de los grados de libertad de las políticas económicas para llevar adelante acciones compensatorias. Por ejemplo, este criterio separa a las economías de mercado emergente de Asia y América Latina, de un lado, de las economías del centro de Europa, Turquía y otras de inserción financiera reciente, cuya dependencia de los ingresos de capital se asemeja a la que tenía América Latina en los años noventa.<sup>16</sup>

El criterio de dependencia de los ingresos de capital, especificado por la situación de la cuenta corriente, la magnitud de las reservas internacionales disponibles, la magnitud de las necesidades de financiamiento de los sectores público y privado y la proporción de capital exterior en el financiamiento de los bancos, empresas y el gobierno, ubica a la economía argentina en una de las mejores posiciones relativas dentro de la región latinoamericana. Efectivamente, las políticas cambiaria y de acumulación de reservas contribuyeron a que el país arribara al momento de contagio de la crisis internacional con un importante acervo de reservas y un significativo superávit de cuenta corriente. Por otro lado, el sector público mantenía una posición de superávit financiero. Además, del lado comercial, Argentina concentra sus exportaciones en

---

<sup>16</sup> Ocampo (2009).

*commodities* agrícolas cuyos precios han caído relativamente menos y tienen mejor perspectiva que el resto de las *commodities*.

Sin embargo, la Argentina muestra en 2009 dos características que, en una mirada superficial, podrían parecer rasgos extremos de una economía fuertemente impactada por la crisis internacional por el lado financiero.

El primer rasgo es un completo aislamiento financiero internacional del sector público que, adicionalmente, endurece en gran medida las restricciones de financiamiento internacional del sector privado. Como fue mencionado, todos los países en desarrollo sufren una restricción del financiamiento internacional disponible y el aumento de su precio. Pero en otros países de la región pueden preverse flujos privados que permitan financiar al menos cierta proporción de los vencimientos de deuda de los sectores público y privado.<sup>17</sup> Por ejemplo, a principios de 2009, Brasil, Colombia, México, Panamá y Perú obtuvieron financiamiento internacional privado a tasas de interés que incluyen *spreads* altos en comparación con la situación previa a la quiebra de Lehman Brothers, pero que resultan manejables gracias al bajo nivel de la tasa de interés de los bonos de largo plazo del Tesoro de Estados Unidos. En cambio, el aislamiento financiero de Argentina obliga a cubrir la totalidad de los vencimientos en divisas con tres fuentes disponibles, únicamente: el flujo neto del resultado en cuenta corriente del balance de pagos, las fuentes multilaterales y la reducción de reservas.

El segundo rasgo es un flujo importante y persistente de fuga de capitales. Fue mencionado arriba que en el contexto que se inaugura con el *shock* financiero de setiembre-octubre de 2008, todos los países estaban expuestos a experimentar posteriores salidas de capital, en la medida en que continuaba el proceso de desapalancamiento y fuga a la calidad. Pero en el caso argentino la fuga de capitales significó un flujo prácticamente continuo desde julio del año 2007, intensificado durante el conflicto agropecuario (en el segundo trimestre de 2008), en octubre de 2008 y en el primer trimestre de 2009.

Como mencionamos arriba, esos rasgos podrían parecer efectos extremos de la crisis internacional sobre la economía. Pero no lo son. Los precios de los bonos argentinos se despegaron del resto de los mercados emergentes e iniciaron una pronunciada caída en abril de 2007, en pleno auge financiero de los mercados emergentes. El flujo de salida de capitales se hizo importante desde el segundo semestre

---

<sup>17</sup> Ver FMI (2009).

de 2007, cuando los mercados emergentes apenas habían sido afectados por la fase inicial de la crisis y cuando Argentina estaba recibiendo el importante *shock* positivo resultante del auge de los precios de las *commodities*. Ambos rasgos, la caída del precio de los bonos y las salidas de capitales, fueron inducidos por circunstancias locales, como se explica más adelante en este trabajo, bien antes que la crisis financiera internacional incidiera de forma importante sobre las economías de mercado emergente.

### **3. Problemas irresueltos a comienzos de 2007 y errores de política**

La aceleración de la inflación y las estadísticas oficiales

Cuando las primeras detonaciones de la crisis financiera internacional comenzaron a hacerse oír, a mediados de 2007, la Argentina se encontraba ya transitando una etapa en la que algunos de los logros macroeconómicos y sociales del período iniciado en 2002 mostraban signos de deterioro o se debilitaban por razones de origen interno. Entre esos signos de deterioro sobresalía un aumento significativo del ritmo inflacionario.

La rápida expansión que tuvo lugar desde 2003 se dio en un contexto inicial de inflación relativamente baja. El impacto inflacionario de la devaluación de comienzos de 2002 fue bastante limitado, y luego de una suba inicial importante, los ritmos de variación de precios se atenuaron para alcanzar un mínimo de 3,7% anual en 2003. La estabilización de las tasas inflacionarias se logró luego de que, hacia mediados de 2002, el gobierno consiguiera estabilizar la tasa cambiaria, que se había incrementado rápidamente desde que, a comienzos de febrero de ese año, se adoptara un régimen de tipo de cambio flotante, a la salida de la convertibilidad. La estabilización cambiaria fue posibilitada por un conjunto de acciones que incluyeron la exigencia a los exportadores de liquidar las divisas internamente, y controles a las salidas de capitales. Una vez estabilizado el mercado cambiario, las expectativas de mayor depreciación cedieron. Por el contrario, en 2003 se configuró rápidamente una situación favorable a los ingresos de capitales del exterior, lo que llevó al Banco Central a intervenir sostenidamente, acumulando reservas, para evitar la apreciación nominal del peso, compensando parcialmente la expansión monetaria resultante mediante la colocación de instrumentos financieros de corto plazo.

Sin embargo, a partir de los niveles mínimos para la etapa alcanzados en 2003, inferiores al 4% anual, la inflación medida por el IPC se duplicó en 2004 y volvió a duplicarse en 2005, superando el 12%.

Cuadro 1  
Tasas de variación anuales del IPC

| Año  | Variación (%) |
|------|---------------|
| 2002 | 41,0          |
| 2003 | 3,7           |
| 2004 | 6,1           |
| 2005 | 12,3          |
| 2006 | 9,8           |
| 2007 | 26,6          |
| 2008 | 23,0          |

Fuente: hasta 2006, INDEC. Para 2007 y 2008, la estimación del IPC elaborada y difundida por Buenos Aires City, centro de la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA.

Debe tenerse en cuenta que esta aceleración se producía pese a que el gobierno mantuvo prácticamente fijos precios que pesan significativamente en la canasta del IPC, tales como los de combustibles, transporte y energía. En 2006 el gobierno consiguió detener la aceleración mediante algunas acciones puntuales, que afectaron a mercados específicos, principalmente los de lácteos y carne. Fue especialmente efectiva para reducir el ritmo de aumento del índice la intervención en el mercado de la carne, cuyo precio tiene una fuerte ponderación. A fin de 2006 la tasa anual del IPC se había reducido a 10%. Pero los precios de bienes no regulados ni sujetos a acuerdo estaban aumentando a un ritmo anual de 13%.

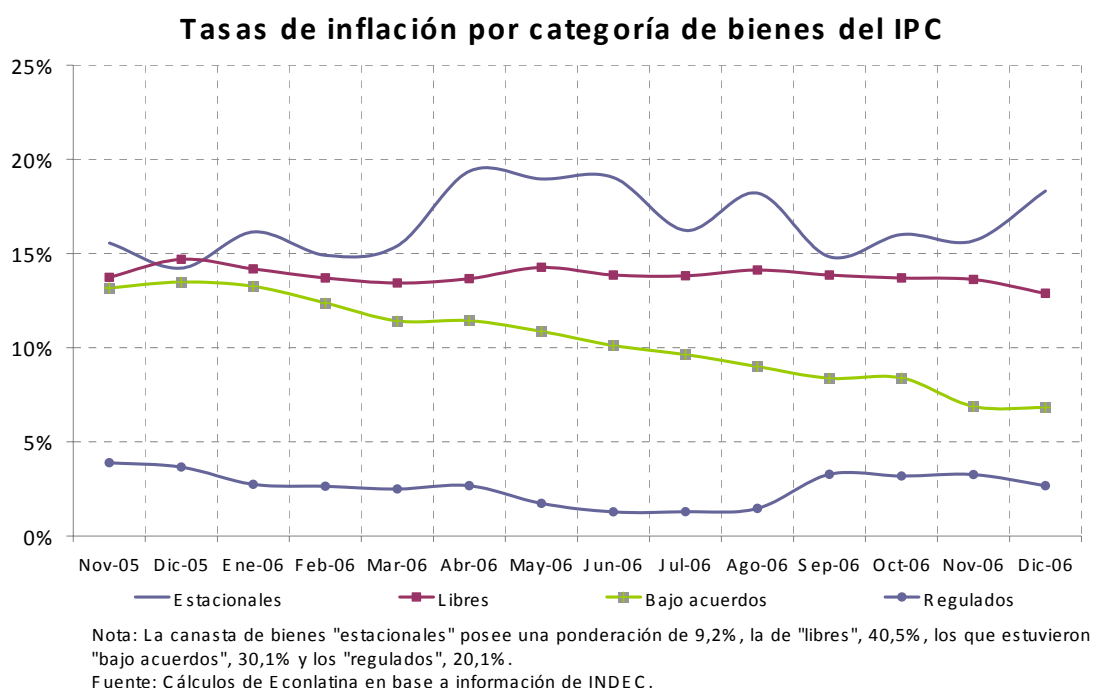
En el Gráfico 1 pueden verse las tasas de inflación de los precios de bienes y servicios del IPC entre noviembre de 2005 y fin de 2006, desagregados en cuatro categorías: estacionales (frutas y verduras y ropa exterior), libres, bajo acuerdo de precio y regulados. En el gráfico puede observarse la desaceleración durante 2006 de las tasas de inflación de los precios sujetos a acuerdo, mientras que la tasa de inflación de los precios libres se mantiene algo por debajo de 15%.

Hasta fines de 2006 el objetivo de las autoridades era mantener la tasa de inflación en un dígito. El principal instrumento para esto, además del mencionado congelamiento de las tarifas y precios de servicios públicos, era la política de controles,



bajo la forma de acuerdos sectoriales. Pero la persistencia de la presión inflacionaria hacía crecientemente inefectivo ese instrumento. A la presión de demanda del gasto privado y algún impacto interno de los aumentos de los precios internacionales (no neutralizados completamente por la regulación de los precios de combustibles y energía y los acuerdos sectoriales) se había sumado el sesgo expansivo que había adoptado la política fiscal en 2005, que se acentuaría en 2007. La persistencia de las presiones inflacionarias no llevó a las autoridades a encarar un programa integral de estabilización.

Gráfico 1



Un programa de esa naturaleza, capacitado para contener la inflación en un dígito, hubiera requerido tomar control del ritmo de aumento de la demanda agregada mediante un replanteo del esquema macroeconómico. En un contexto de debilidad de los efectos de la política monetaria – característico del funcionamiento de la economía en todo el período<sup>18</sup> – un programa antiinflacionario integral debía basarse principalmente en un cambio de orientación de la política fiscal. La política fiscal debía pasar a ejercer un impulso contractivo en lugar del impulso expansivo que venía

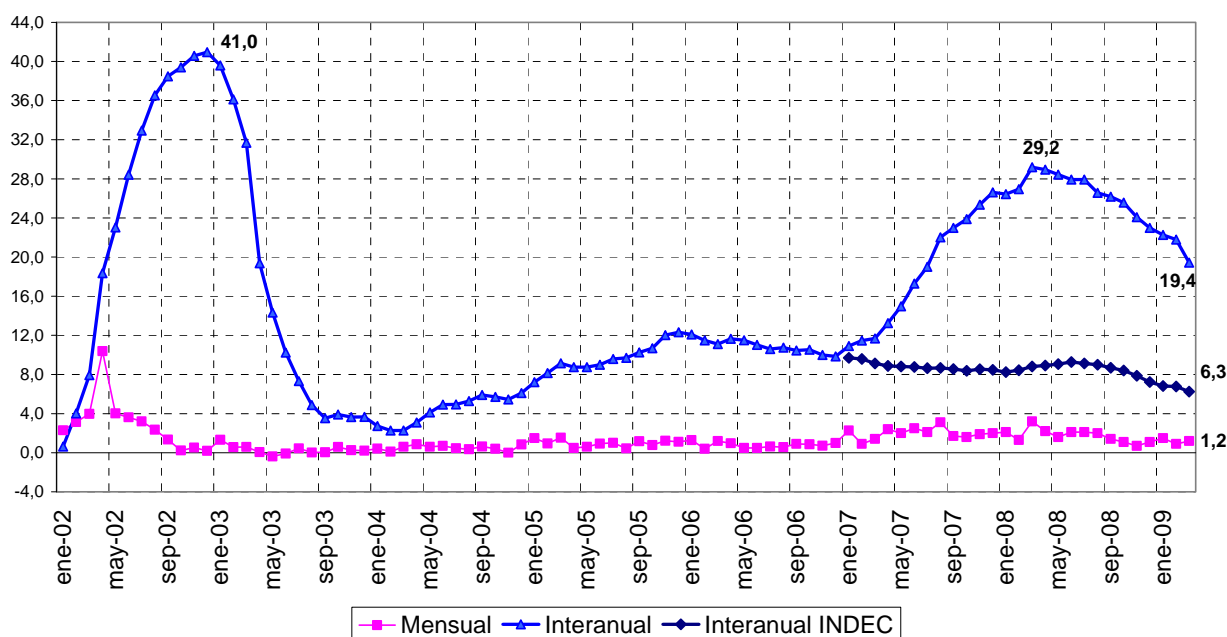
<sup>18</sup> La debilidad de los efectos de la política monetaria es consecuencia del bajo grado de monetización e intermediación financiera de la economía. En este contexto es razonable conjeturar una baja elasticidad de la demanda agregada a la tasa de interés y, dado el reducido *ratio* crédito/producto, también deben ser débiles los efectos del canal de crédito. Estos temas se analizan más adelante.

ejercitando. Dicho en forma más simple: el gasto público, que venía incrementándose a mayor velocidad que los ingresos, debía incrementarse a un ritmo menor que estos. Ese importante cambio de orientación, junto con una reformulación consistente de la política monetaria y otras medidas complementarias, como la reformulación de la política de ingresos, debían plantearse al público como la adopción de una política antiinflacionaria integral, con un objetivo explícito de inflación de un dígito, para señalar la inflación futura e influir en las expectativas privadas.

Frente a la aceleración inflacionaria que se hacía difícil contener mediante las regulaciones y controles, las autoridades no adoptaron un programa antiinflacionario integral ni tampoco endurecieron los controles para intentar aumentar su efectividad. Influyó probablemente en estas decisiones que 2007 era el año de elecciones presidenciales. En lugar de instrumentar medidas para contener efectivamente la inflación, se decidió aparentemente mantener el objetivo de inflación de un dígito, pero para las cifras de inflación publicadas por el INDEC, controlando el indicador en lugar de controlar la inflación. El gráfico 2 ilustra la aceleración inflacionaria así como la discrepancia con las cifras del INDEC desde comienzos de 2007.

Gráfico 2

**Variación mensual e interanual del IPC (%)**



Fuente: Indec, y para las cifras posteriores a diciembre de 2006, la estimación del IPC elaborada y difundida por Buenos Aires City, centro de la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA.

Así, desde comienzos de 2007 las autoridades recurrieron a algunas líneas de acción que contribuirían a generar un mayor deterioro de la situación macroeconómica. La primera de ellas fue la decisión, ya mencionada, de alterar las formas de cómputo del índice de precios al consumidor. Mediante diversas intervenciones discrecionales, en una situación conflictiva que deterioró grandemente la credibilidad de las estadísticas oficiales, comenzaron a difundirse datos de precios que presentaban variaciones significativamente por debajo de las estimadas por fuentes privadas, y también muy inferiores a las calculadas por los institutos de estadística provinciales que mantuvieron su autonomía en relación con el gobierno nacional. La economía fue perdiendo al IPC como referencia socialmente aceptada en las discusiones sobre reajustes de contratos nominales, y fueron también afectados cálculos como los relativos a la incidencia de la pobreza y de la indigencia, para los cuáles se utiliza información de canastas parciales que integran el IPC y que estuvieron también sujetas a manipulación.

La manipulación del IPC comenzó en enero de 2007. Poco tiempo después el INDEC cerró el acceso del público a las bases de la Encuesta Permanente de Hogares, que eran accesibles a los analistas hasta entonces. De esta manera, aunque se disponga de estimaciones de las líneas de indigencia y pobreza basadas en estimaciones privadas de precios, el cierre del acceso a las bases de la EPH hace imposible realizar estimaciones independientes de los indicadores de indigencia y pobreza. Tampoco es posible analizar la evolución de la distribución de ingresos. Además, los conflictos suscitados en el INDEC redundaron en fallas en la recolección de las muestras de la EPH y en su elaboración, lo que hace dudosa la información publicada sobre empleo y desempleo. Estos cálculos no pueden ser replicados por analistas independientes, como se hacía habitualmente, porque las bases de la EPH no son accesibles.

Más adelante, en el segundo trimestre de 2008, la manipulación de los resultados estadísticos se extendió a los estimadores de actividad, de actividad industrial, y a las Cuentas Nacionales. Los problemas con relación a estas estadísticas se agravaron en el cuarto trimestre de 2008 y en el primero de 2009. El contraste con la información recogida por otras fuentes sugiere que en los períodos mencionados hay una sistemática sobreestimación del producto y los niveles de actividad.

#### El aislamiento financiero internacional y la fuga de capitales

Además del daño generado por el oscurecimiento estadístico de la economía, la manipulación de las estadísticas de precios tuvo otros efectos. Las cifras de inflación medidas por el IPC son la fuente de cálculo del coeficiente CER (Coeficiente de Estabilización de Referencia), que se utiliza para el ajuste de deudas, en especial de buena parte de las obligaciones en pesos emitidas por el gobierno nacional en ocasión de la reestructuración llevada a cabo en 2005. En la medida en que el IPC subestima la inflación, lo mismo sucede con el CER y, por ende, los porcentajes de reajuste del capital de las deudas son inferiores a lo que resultaría sin tal manipulación.

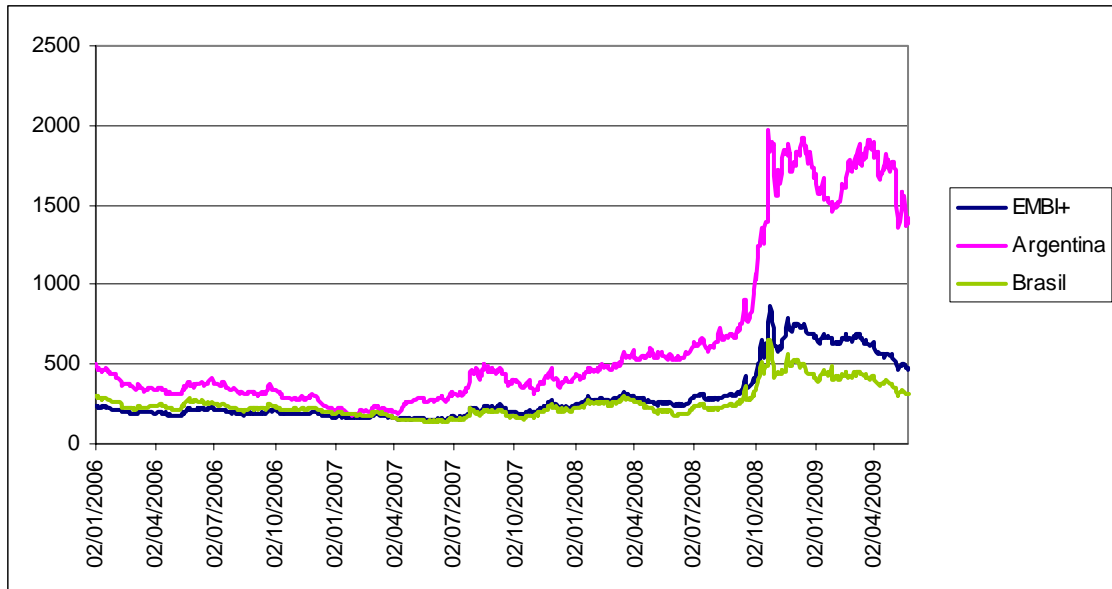
Esa es seguramente la principal razón por la que la deuda argentina fue castigada por los mercados, desde comienzos de 2007, según refleja muy nítidamente la evolución de los precios de los bonos públicos argentinos. La liquidación de bonos argentinos comenzó en abril de 2007, precisamente cuando se verificó que la práctica de subestimación de las tasas de inflación se había constituido en una conducta sistemática y permanente. Como ya se señaló, dicha práctica se inició en enero de 2007, con un

cambio en forma de cómputo de los precios de los seguros de salud privados, siguió en febrero con otro cambio en el cómputo de los gastos en turismo, y se extendió a otros componentes de la canasta en marzo. La subestimación de la inflación por el IPC y su reflejo en el CER afecta el ajuste de capital de los bonos en pesos y consecuentemente su valuación, pero no afecta técnicamente la valuación de los bonos denominados en moneda internacional. Sin embargo, la liquidación involucró a todos los títulos, en moneda nacional e internacional.

La evolución de los precios de los bonos en moneda internacional se refleja en forma inversa en la serie de “riesgo país”; cuando el precio de los bonos cae, aumenta el riesgo país y viceversa. Como puede verse en el Gráfico 3a, el diferencial por riesgo que afrontaba la deuda argentina a comienzos de 2007 se había igualado, prácticamente, a la media de los países de mercado emergente y por momentos resultó inferior al de Brasil. En ese período las primas de riesgo de los países de mercado emergente tocaban un mínimo histórico. A partir de abril de 2007 el *spread* afrontado por la deuda argentina se despega del resto, subiendo muy por encima de la media de los mercados emergentes. La intervención en las cifras de inflación fue interpretada como una suerte de quita sobre el capital de la deuda en pesos, y la desconfianza se extendió inmediatamente a las cotizaciones de otros instrumentos de deuda no ajustados por CER, como es el caso de la emitida en moneda internacional.

Gráfico 3a

Primas de riesgo país de mercados emergentes  
EMBI+, Argentina y Brasil (en puntos básicos)



Fuente: Mecon.

Gráfico 3b

Cociente entre la prima de riesgo país de la  
Argentina y el EMBI+



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía.

También puede verse en los Gráficos 3a y 3b que los precios de los bonos continuaron cayendo en adelante, en términos absolutos y también con relación a los precios del resto de las economías de mercado emergente. Esto hizo inviable la

colocación de títulos y determinó una situación de aislamiento con relación al mercado internacional de capitales. Este hecho resulta muy llamativo, porque constituye un cambio de la situación de la economía frente al mercado que no parece tener otra explicación que la sugerida arriba. Debe recordarse que poco antes de ese cambio, en 2006, se discutían en Argentina las mejores maneras de manejarse frente a los ingresos de capitales y el gobierno instrumentaba medidas para frenarlos.

Otro efecto asociado con la extensión de la desconfianza en los mercados financieros es la fuga de capitales. La cuenta “Formación de activos externos del sector privado no financiero” del balance cambiario del Banco Central comenzó a arrojar resultados negativos importantes desde el tercer trimestre de 2007, acumulando una salida de 8.900 millones de dólares en el segundo semestre de ese año<sup>19</sup>. De allí en adelante, un importante flujo de fuga de capitales se constituyó en característica permanente del balance de pagos argentino.

La emergencia de la fuga de capitales coincide temporalmente también con el comienzo de la crisis financiera en Estados Unidos (agosto de 2007). La emergencia de la crisis probablemente influyó en la salida de capitales, pero para ensayar alguna ponderación a los factores que indujeron la fuga debe tomarse en cuenta que uno de los efectos iniciales más significativos derivados de la crisis *subprime* no fue negativo, sino lo contrario. Ese efecto tomó la forma de un fuerte aumento de los precios de las *commodities*, como fue explicado arriba. Precios como el de la soja, el principal producto de exportación del país, subieron fuertemente en la segunda mitad de 2007, mejorando significativamente el ya superavitario balance en cuenta corriente.

Contradictoriamente, ese impacto positivo acabó convirtiéndose, para el gobierno argentino, en el origen de su primera y muy importante derrota política en el período de Cristina Fernández. En efecto, la reacción gubernamental ante esa suba de precios fue la de incrementar los impuestos de exportación al sector agropecuario, con el fin de obtener recursos fiscales adicionales. Esto dio lugar, a lo largo del segundo trimestre de 2008, a un fuerte enfrentamiento con ese sector, el que concitó mucha adhesión en otros sectores sociales. El conflicto desembocaría en una votación en el Congreso en la que la posición oficial fue finalmente derrotada.

---

<sup>19</sup> La cifra resulta de 8.024 millones de dólares si se restan a la Formación de activos externos del SPNF las divisas que, adquiridas en el mercado de cambios por el sector privado no financiero y colocadas luego en bancos locales, acaban depositadas en el Banco Central como reservas de los bancos en moneda extranjera. Esta precisión y cifras más detalladas del balance cambiario de los últimos años se presentan más adelante, en la cuarta sección del trabajo.

El clima de enfrentamiento y tensión social y política generado en este período de disputa produjo un significativo deterioro de las expectativas sobre el curso futuro de la economía y se acentuaron las salidas de capitales que habían comenzado a mediados de 2007. Esto ocurría meses antes del agravamiento de las turbulencias financieras externas que se produciría luego de la quiebra del banco Lehman Brothers.

Las oscilaciones de los flujos de capitales a lo largo de 2008 están correlacionadas con los eventos que incidieron sobre la incertidumbre y la desconfianza: se incrementaron durante el conflicto con el sector agropecuario, en el segundo trimestre del año, y se elevaron nuevamente en octubre, después del anuncio de la nacionalización de las AFJP.

El peso que otorgamos a la aceleración de la inflación sin respuesta de política y a la manipulación de las estadísticas del INDEC en la generación del aislamiento financiero y la fuga de capitales obedece a que no se percibían en las variables fundamentales de la economía otros elementos que pudieran explicar esos cambios de comportamiento. A fines de 2007, cuando asumió la presidenta Cristina Fernández de Kirchner, la economía mantenía su rápido sendero expansivo, el nivel de reservas de divisas era muy elevado, al igual que el superávit del comercio con el resto del mundo y, pese al giro expansivo de la política fiscal, aún se alcanzaba un superávit de las cuentas públicas.

#### El sesgo expansivo de la política fiscal

Las cuentas fiscales jugaron un rol contractivo al comienzo de la fase de fuerte crecimiento. En efecto, entre 2001 y 2004 se produjo un fuerte ajuste del resultado primario y financiero del sector público, que se debió sólo en parte a la reducción de la carga de intereses sobre la deuda originada en el *default*.<sup>20</sup> La introducción de impuestos a la exportación, que captaron parte del efecto redistributivo de la devaluación, y luego el efecto de la rápida expansión económica sobre la recaudación tributaria tuvieron también papeles relevantes.

El giro expansivo de la política fiscal comenzó en 2005 y se acentuó posteriormente, en 2007, lo que puede atribuirse en parte a que ese fue un año electoral,

---

<sup>20</sup> El sector público consolidado pasó de un déficit financiero equivalente a 7 puntos del PIB en 2001, a un superávit de 3,5% del producto en 2004, en un impactante ajuste equivalente a 10,5 puntos del PIB, según surge de las cifras del Ministerio de Economía.



en el que el gobierno pretendía y lograría imponer su propia sucesión. Abandonando la idea, planteada hasta 2005, de conformar un fondo fiscal anticíclico, entre 2004 y 2007 la política fiscal adicionó un impulso positivo a la demanda agregada del orden de un punto del PIB por año, por la paulatina reducción del superávit primario.<sup>21</sup> La importancia de este cambio merece ser resaltada. En 2005 la economía estaba creciendo a una tasa algo mayor al 9% y venía manteniendo un ritmo de crecimiento similar por tres años consecutivos. Por otro lado, la tasa de inflación venía acelerándose sistemáticamente y alcanzó un 12,3% a fin de ese año. Había presiones inflacionarias evidentes operando en la economía argentina. Pocas dudas caben que la situación requería la aplicación de algún freno al ritmo de expansión de la demanda agregada. Por la debilidad de los mecanismos de transmisión de la política monetaria ya mencionada, el principal instrumento de freno disponible era la política fiscal. Pero el gobierno tomó el camino inverso, agregando impulso fiscal expansivo al rápido aumento del gasto privado. La evolución fiscal se analiza con detalle más adelante, en la sección cuarta del trabajo.

#### La apreciación del tipo de cambio real

Desde comienzos de 2007 la orientación de la política macroeconómica abandonó en la práctica el principal pilar del esquema sostenido desde 2003: la preservación del tipo de cambio real competitivo y estable. La aceleración de la inflación y su desconocimiento por parte de las estadísticas oficiales fueron probablemente factores importantes de ese cambio, pero no los únicos, como se verá enseguida.

---

<sup>21</sup> El resultado primario del sector público consolidado alcanzó a 5,2 puntos del PIB en 2004, para declinar posteriormente. En 2007 fue de 3,3% del PIB, pero en ese último año se sumaron ingresos por casi 7800 millones de pesos originados en traspasos forzosos de aportantes del sistema previsional privado al público. Sin esos ingresos adicionales, el superávit primario habría rondado 2,3% del PIB en 2007, es decir 2,9 puntos por debajo del máximo de 2004, según surge de las cifras publicadas por el Ministerio de Economía. Mayor detalle cuantitativo se presenta en la sección cuarta.

Gráfico 4

Tipo de cambio nominal (pesos/us\$)

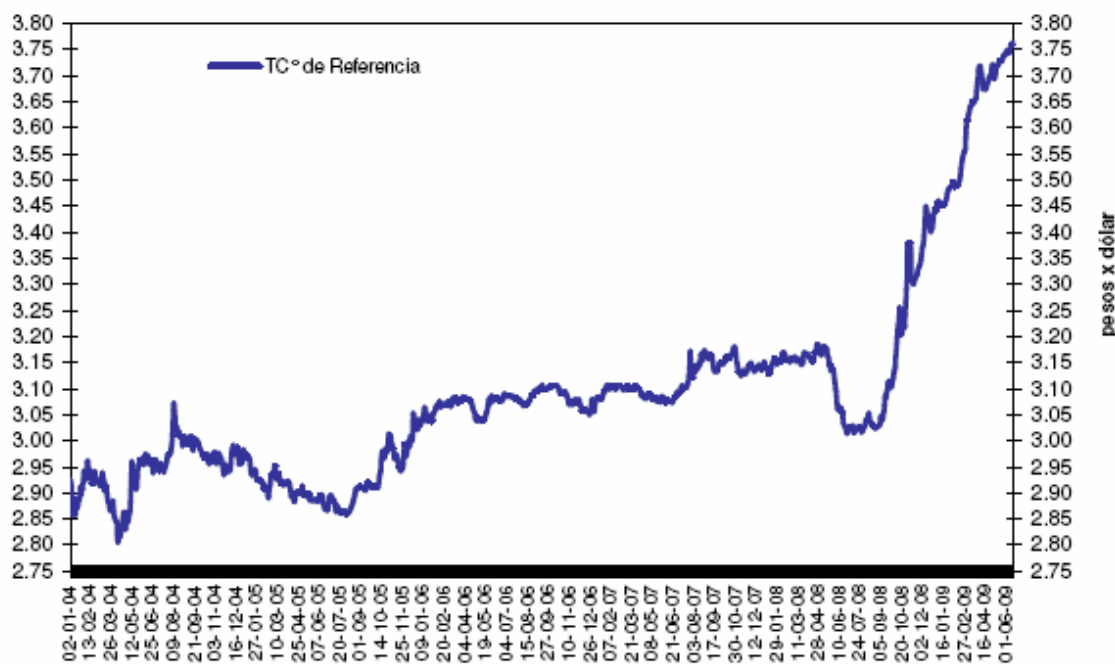
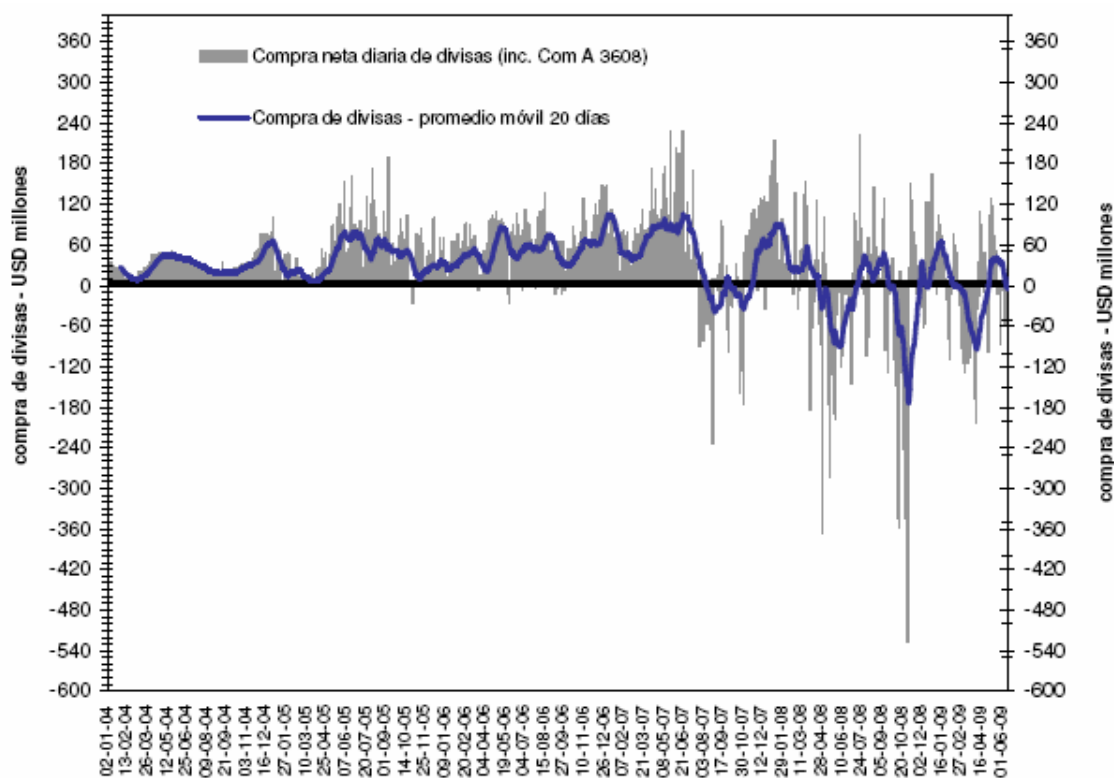


Gráfico 5

Intervenciones del Banco Central en el mercado de cambios



Fuente: BCRA, Informe Semanal de Cambios.

Cuadro 2

Trayectoria del tipo de cambio nominal (pesos/us\$) e intervenciones del Banco Central en el mercado de cambios según períodos

| Periodo                  | Tendencia                 | Número de días de mercado | Promedio | Compras netas del BCRA (en millones de dólares) |
|--------------------------|---------------------------|---------------------------|----------|---|
| 1/04/2003-30/07/2004     | Estable                   | 332                       | 2.89     | 8988  |
| 30/07/2004 - 06/08/2004  | Creciente (173% anual)    | 6                         |          | 128   |
| 06/08/2004-01/08/2005    | Decreciente (-5.3% anual) | 250                       |          | 8852  |
| 01/08/2005-04/04/2006    | Creciente (11.8% anual)   | 173                       |          | 6990  |
| 04/04/2006 - 15/06/2007  | Estable                   | 298                       | 3.08     | 19710   |
| 15/06/2007-25/07/2007    | Creciente (17.2% anual)   | 27                        |          | 1579  |
| 25/07/2007 - 08/05/2008  | Estable                   | 195                       | 3.15     | 2969  |
| 08/05/2008 - 25/06/2008  | Decreciente (46.4% anual) | 34                        |          | -2106   |
| 25/06/2008- - 25/08/2008 | Estable                   | 42                        | 3.03     | 1020  |
| 25/08/2008 - 19/06/2009  | Creciente (27.8% anual)   | 203                       |          | -2796   |

Fuente: elaboración propia con datos del BCRA.

El Gráfico 4 muestra la trayectoria del precio de cierre diario del dólar en el mercado de cambios. El Gráfico 5 exhibe las compras netas diarias del Banco Central en el mercado y el promedio móvil de dichas compras en un período de veinte días (días de mercado, aproximadamente equivalentes a un mes calendario).

El Cuadro 2 resume información sobre la trayectoria del tipo de cambio y las intervenciones del Banco Central en el mercado en subperíodos que han sido definidos según el signo de la tendencia del tipo de cambio nominal (creciente, decreciente o estable). En el primer subperíodo, entre principios de 2003 y julio 2004, el tipo de cambio nominal oscila alrededor de una tendencia estable en torno a un promedio de 2.89 pesos/us\$. A principios de agosto de 2004, luego de que el precio del dólar experimentara en pocos días un aumento que llegó a 3.07 pesos (segundo subperíodo), el Banco Central estabiliza el precio del dólar en 3 pesos y de allí en adelante (tercer subperíodo) el tipo de cambio sigue una tendencia suavemente decreciente hasta agosto de 2005, seguida de una tendencia suavemente creciente (cuarto subperíodo) hasta

principios de abril de 2006. A partir de ese momento y hasta mediados de junio de 2007 el tipo de cambio oscila alrededor de una tendencia estable en torno a un promedio de 3.08 pesos/us\$ (quinto subperíodo). Entre el primer subperíodo de tendencia estable (2.89 pesos/us\$) y el último mencionado, el tipo de cambio nominal se incrementó 6.6%. A lo largo de estos años prácticamente todas las intervenciones diarias del Banco Central en el mercado fueron compradoras, como puede verse en el Gráfico 5.

La salida de capitales, que se intensificó fuertemente en el tercer trimestre de 2007, estableció una presión compradora adicional en el mercado de cambios. En este contexto, el Banco Central indujo, desde mediados de junio de 2007, una tendencia creciente del tipo de cambio, reduciendo progresivamente sus intervenciones compradoras (sexto subperíodo). El 25 de julio de 2007 el Banco Central hizo una intervención vendedora por primera vez en mucho tiempo para frenar el incremento del precio del dólar en 3.17 pesos (Gráfico 5). Entre ese momento y comienzos de mayo de 2008 el Banco Central mantuvo el tipo de cambio oscilando sobre una tendencia estable en torno de un promedio de 3.15 pesos/dólar (séptimo subperíodo). En este subperíodo las intervenciones vendedoras para estabilizar el tipo de cambio, intercaladas con intervenciones compradoras, se extendieron hasta fin de octubre de 2007 (Gráfico 5). Luego, entre noviembre de 2007 y fines de marzo de 2008 las intervenciones del Banco Central son compradoras prácticamente todos los días (Gráfico 5). La preservación de la tendencia del tipo de cambio alrededor de 3.15 pesos/us\$ requiere nuevamente de las intervenciones vendedoras del Banco Central durante abril de 2008. También en este caso la presión compradora está asociada con la intensificación de la fuga de capitales (que tiene un máximo en el segundo trimestre de 2008) y circunstancialmente con el conflicto entre el gobierno y el sector agropecuario. Sin embargo, como puede verse en el Cuadro 2, en el lapso que va de mediados de junio de 2007 a la primera semana de mayo de 2008, pese a las importantes intervenciones vendedoras mencionadas, el resultado neto de las intervenciones del Banco Central es un significativo volumen de compras (4 548 millones de dólares).

La política del Banco Central cambia definitivamente de orientación en la segunda semana de mayo de 2008. Luego de varias jornadas de intervención compradora en los primeros días de mayo, la institución inicia una sucesión de importantes intervenciones vendedoras para inducir una fuerte tendencia decreciente del tipo de cambio (octavo subperíodo, ver Cuadro 2). El subperíodo de tendencia decreciente y la sucesión de intervenciones vendedoras se extienden hasta fin de junio

de 2008. En este subperíodo de tendencia decreciente fuerte las intervenciones resultan en una venta neta de 2 106 millones de dólares. En los dos meses siguientes, hasta fin de agosto de 2008, el Banco Central mantiene el tipo de cambio sobre una tendencia estable alrededor de un promedio de 3.03 pesos/us\$ (noveno subperíodo). En este subperíodo la institución intercala intervenciones compradoras y vendedoras que resultan en una compra neta de 1 020 millones de dólares.

Desde principios de setiembre de 2008 el Banco Central establece una tendencia creciente del tipo de cambio (décimo subperíodo). Extendiendo el subperíodo hasta el 19 de junio de 2009 para el cálculo, la tendencia del tipo de cambio nominal en este lapso es de 27.8% anual. En las primeras jornadas de setiembre de 2008 el establecimiento de la tendencia creciente requirió de intervenciones compradoras del Banco Central, pero la presión compradora en el mercado se intensificó desde mediados de setiembre y mucho más en octubre de 2008. Para controlar la tendencia del tipo de cambio en este contexto el Banco Central realizó importantes intervenciones vendedoras en octubre de 2008 y en el primer trimestre de 2009, intercaladas con intervenciones compradoras. Con los datos hasta el 19 de junio de 2009, el resultado neto de esas intervenciones es una venta de 2 796 millones de dólares.

El análisis expuesto de la política de intervenciones y manejo del tipo de cambio nominal del Banco Central provee el marco para examinar a continuación la evolución del tipo de cambio real que resultó de dicha política. La evolución de dos indicadores del tipo de cambio real puede verse en el Gráfico 6. Éste presenta el tipo cambio real multilateral (ITCRM), con las ponderaciones de las monedas que integran la canasta calculadas por el Banco Central, y el tipo de cambio bilateral con Estados Unidos (ITCR dólar). Hasta diciembre de 2006 el deflactor representativo de los precios domésticos de ambas series es el IPC calculado por el INDEC. De enero de 2007 en adelante el deflactor de ambas series es el estimador del IPC elaborado por el centro Buenos Aires City, de la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA.<sup>22</sup>

Como puede verse en el Gráfico 6, entre comienzos de 2003 y diciembre de 2006 el ITCRM oscila alrededor de una tendencia estable, mientras que el ITCR dólar experimenta una apreciación considerable, particularmente durante 2005 y 2006. Dado que entre 2003 y 2006 la tendencia del tipo de cambio nominal resultante de la política cambiaria es de 1.6% al año y que la tasa de inflación local superó la de los socios

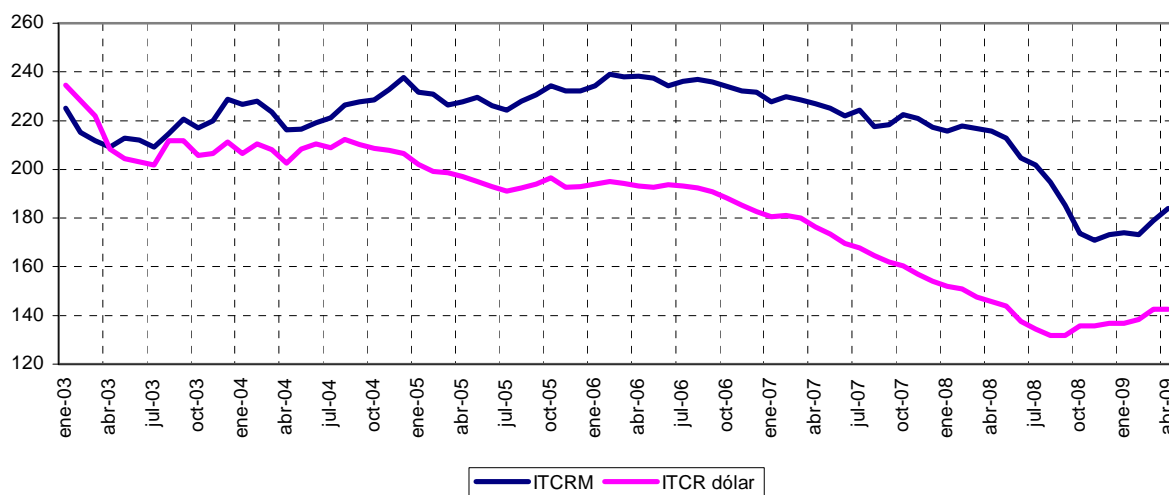
---

<sup>22</sup> En adelante, todas las magnitudes reales, como las correspondientes a la base monetaria real y otros agregados monetarios y financieros, son deflactadas por este mismo índice.

comerciales de Argentina, la estabilidad del ITCRM resultó de la apreciación de la canasta de monedas de los socios comerciales.

Gráfico 6

Evolución de índices de tipo de cambio real  
(dic 2001=100)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y del centro Buenos Aires City, de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires.

El Banco Central nunca hizo explícito el objetivo de preservación de una tendencia estable del ITCRM. El objetivo explícito del Banco Central con relación a sus intervenciones en el mercado cambiario fue la acumulación de reservas con fines preventivos de crisis y preservación de la estabilidad financiera. Sin embargo, la política de flotación administrada, que determinó una tendencia casi estable del tipo de cambio nominal resultó en una tendencia estable del tipo de cambio real multilateral, gracias a la apreciación experimentada por los socios comerciales. Por otro lado, esa política cambiaria implicó la tendencia a la apreciación del tipo de cambio bilateral con Estados Unidos.

Desde enero de 2007, en coincidencia con el inicio de la subestimación de las tasas de inflación por el INDEC, hasta abril de 2008, el ITCRM muestra una tendencia continua a la apreciación. Por otro lado, la serie de tipo de cambio real multilateral publicada por el Banco Central (que utiliza como deflactor las estimaciones del IPC

publicadas por el INDEC) no sólo no refleja una apreciación en ese período sino que muestra una tendencia creciente.

El contraste entre ambas series hace difícil interpretar la orientación de la política cambiaria del Banco Central entre enero de 2007 y abril de 2008. En el período 2003 – 2006 la estabilidad del tipo de cambio real multilateral coincidió con una tendencia casi estable del tipo de cambio nominal determinado por el Banco Central. Que el Banco Central controló el precio de la moneda internacional y determinó su tendencia se desprende de su prácticamente permanente intervención compradora. Los datos del período 2003 – 2006 no permiten distinguir si el Banco Central tenía un objetivo implícito de estabilidad de la tendencia del tipo de cambio nominal o uno de estabilidad de la tendencia del tipo de cambio real. Tomando esto en cuenta, la orientación del Banco Central entre enero de 2007 y abril de 2008 admite distintas interpretaciones.

Una hipótesis es que en el período 2003 – 2006 el Banco Central no tuvo como objetivo prioritario de la política cambiaria la preservación de la estabilidad del tipo de cambio real multilateral o, si lo tuvo, lo abandonó en 2007 para dar prioridad a la estabilización del tipo de cambio nominal. Los objetivos de estabilidad nominal y real eran coincidentes hasta comienzos de 2007. En cambio, desde principios de 2007, con la aceleración de la inflación, el objetivo de estabilidad del tipo de cambio real multilateral entró en conflicto con la estabilidad del tipo de cambio nominal y la hipótesis es que el Banco Central habría dado prioridad al segundo objetivo.

Otra hipótesis es que el Banco Central mantuvo formalmente el objetivo de preservar la estabilidad del tipo de cambio real multilateral, pero utilizó los datos de inflación publicados por el INDEC para guiar los ajustes inducidos en el tipo de cambio nominal por la política de flotación administrada. Claro está que el Banco Central no puede ignorar que el INDEC subestima la inflación efectiva y que, consecuentemente, la política cambiaria estaba guiando efectivamente una tendencia a la apreciación del tipo de cambio real multilateral. La tendencia a la apreciación resultó más acentuada en el ITCR dólar, porque la canasta de monedas del tipo de cambio multilateral continuó apreciándose en este período. Por sus resultados, esta hipótesis es semejante a la primera.

Las hipótesis precedentes quizá atribuyen a la conducción de la política cambiaria de ese período una orientación más sistemática que la que en realidad tuvo. Una tercera hipótesis plausible es que la manipulación de las estadísticas de precios del

INDEC haya acentuado el desgajamiento de las políticas macroeconómicas. Desde comienzos de 2007 la conducción de las políticas cambiaria y monetaria fue impactada por la subestimación oficial de la inflación y las rápidas consecuencias negativas que eso tuvo en los mercados financieros. A esas perturbaciones se sumaron a mediados de 2007 el comienzo de la crisis financiera internacional, la fuga de capitales y la presión compradora en el mercado de cambios. Puede conjeturarse que en ese contexto el Banco Central dejó de lado consideraciones de largo plazo de la política cambiaria para concentrarse en la estabilización del mercado de cambios en torno a un tipo de cambio nominal estable. Más allá de las interpretaciones, el hecho es que el ITCRM se apreció 7% entre diciembre de 2006 y abril de 2008.

Después, desde la segunda semana de mayo de 2008, tal como se explica arriba en la descripción de la evolución del tipo de cambio nominal, hay una evidente nueva orientación de la política cambiaria. El Banco Central vendió en el mercado 2 106 millones de dólares de las reservas en poco más de un mes para reducir el precio del dólar de 3.15 a 3 pesos. En este período de caída y estabilización del tipo de cambio nominal, las tasas mensuales de inflación estaban en los máximos experimentados desde 2003. Entre mayo y agosto las tasas interanuales de los precios al consumidor se encontraban en el orden de 25%, como puede verse en el Gráfico 2. La caída y posterior estabilización del tipo de cambio nominal entre mayo y agosto se tradujo en una fuerte apreciación del ITCRM. De esta manera, por la apreciación gradual experimentada entre enero de 2007 y abril de 2008 y por el cambio de orientación de la política cambiaria entre mayo y agosto de 2008, el país arribó al momento de contagio financiero de la crisis internacional sobre los países en desarrollo con un tipo de cambio real multilateral 15% inferior al de diciembre de 2006 y al que se había preservado o más o menos estable entre 2004 y 2006.

Una reacción de muchos países en desarrollo frente a los impactos de la crisis que se iniciaron en setiembre de 2008 fue la devaluación de sus monedas. De esta manera, la canasta de monedas que integra el tipo de cambio multilateral argentino se depreció significativamente en setiembre y octubre de 2008. Por otro lado, en octubre de 2008 el mercado cambiario argentino estuvo sometido a una demanda intensificada por una fuerte salida de capitales. Las autoridades decidieron no permitir un rápido aumento del precio del dólar frente a la presión de la demanda, lo que también implicó la decisión de no acompañar las devaluaciones de los socios comerciales para preservar la competitividad del tipo de cambio real. Aunque el ritmo de la devaluación nominal se



aceleró desde principios de octubre, el ITCRM de noviembre de 2008 resultó el más bajo desde 2003, 25% inferior que el de diciembre de 2006.

Aunque el Banco Central aceleró posteriormente el ritmo de aumento del tipo de cambio nominal, como se explica arriba, el nivel del ITCRM de mayo de 2009 (último dato mensual disponible cuando escribimos este trabajo) aún estaba apreciado 16% con relación al tipo real multilateral de diciembre de 2006.

El régimen cambiario del país no fue modificado. La existencia de un monto importante de reservas continúa garantizando la capacidad del Banco Central para determinar el nivel y la tendencia del tipo de cambio real mediante la política de flotación administrada. De hecho, hasta el momento del anuncio de la decisión gubernamental de adelantar la fecha de las elecciones legislativas de 2009, el Banco Central venía impulsando una considerable tendencia al aumento del tipo de cambio nominal. Pero a ese ritmo de aumento debe restarse el deterioro de la competitividad causado por la inflación. Aunque el ritmo de inflación cayó en 2009 con respecto a las tasas muy altas de mediados de 2008, la economía continuaba experimentando altas tasas de inflación (en abril de 2009, la tasa interanual del IPC se encontraba en el orden del 19%).

Aunque el régimen cambiario no se modificó formalmente, la orientación de la política cambiaria sí se modificó en 2007, y los cambios se acentuaron en 2008 y 2009. Las autoridades parecen haberse autoimpuesto una limitación en el uso del instrumento, en el momento económico menos indicado para restringir su utilización. Efectivamente, una de las ventajas relativas que ostenta la región latinoamericana es la flexibilidad de los tipos de cambio y de las políticas cambiarias. Esta flexibilidad, conjugada con la disponibilidad de importantes reservas, permite un uso pleno y controlado del tipo de cambio para ajustar las economías a las nuevas condiciones generadas por la crisis internacional. Bajo condiciones políticas de mayor normalidad, la economía argentina no debería haber sido una excepción.

#### **4. La evidencia cuantitativa sobre los impactos de la crisis global, sus efectos sobre el nivel de actividad, y la evolución monetaria y fiscal.**

En esta sección complementamos el análisis desarrollado hasta aquí presentando un examen más pormenorizado de la evidencia relativa a cuestiones ya examinadas, como la fuga de capitales iniciada a mediados de 2007 y el impacto negativo derivado

de la contracción de los flujos internacionales de comercio. Abordamos también en mayor detalle aspectos de la evolución macroeconómica como el nivel de actividad, los procesos monetarios y las cuentas fiscales.

#### El canal financiero de transmisión de la crisis global

Tal como se indicara en las secciones precedentes, la crisis global se transmite a la economía nacional por dos vías principales: por canales financieros y a través de su impacto directo en el comercio internacional del país. Posteriormente, de manera indirecta, estos impactos alcanzan a otras variables, como el nivel de actividad y el empleo.

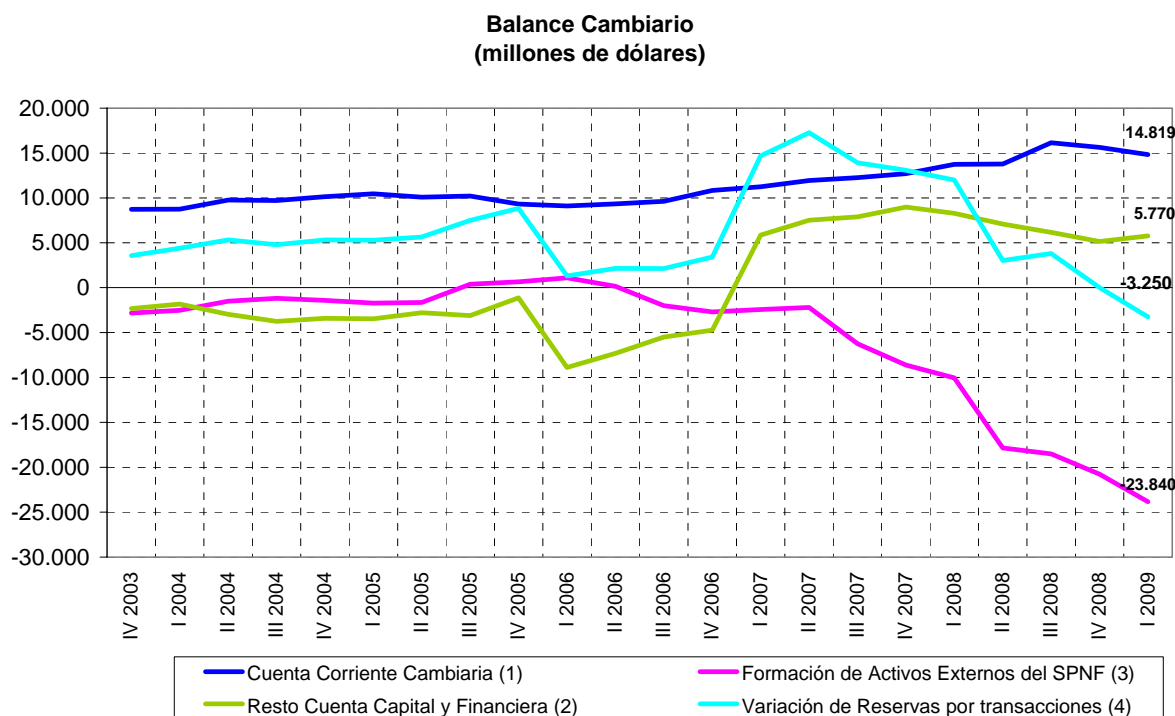
Consideremos primero la transmisión financiera. El cambio operado en el contexto financiero global se reflejó principalmente en una variable: las salidas de capitales privados. Como se argumentara más arriba, el llamado “vuelo a la calidad” ha afectado a muchas economías periféricas, en especial en el último trimestre de 2008. En el caso argentino se sumaron a los determinantes externos de las salidas de fondos diversas circunstancias internas que fomentaron la incertidumbre, de las que hemos señalado tres como las más destacadas: la manipulación de las estadísticas públicas de inflación (extendida luego a otros registros, como ya se indicó) a partir de comienzos de 2007, el conflicto entre el gobierno nacional y el sector agropecuario en torno al régimen de impuestos a la exportación, y la estatización del sistema previsional privado a fines de ese año.

Como puede verse en los gráficos 7 y 8, las salidas de fondos registradas por el balance cambiario de la Argentina se hicieron muy marcadas a partir del segundo semestre de 2007, poco después de iniciada la intervención del INDEC y en consonancia con el estallido de la crisis *subprime* en EE.UU., y se han mantenido desde entonces en niveles muy elevados, con algunos picos especialmente intensos como el del segundo trimestre de 2008, asociado al conflicto del gobierno con el sector agropecuario.

Desde mediados de 2007, y hasta el primer trimestre de 2009, la acumulación de activos externos por parte del sector privado no financiero alcanzó a 33.535 millones de

dólares, cifra que equivale, por ejemplo, a la mitad de los ingresos de divisas por exportación registrados en todo el año 2008 en el balance cambiario.<sup>23</sup>

Gráfico 7



Notas:

SPNF: Sector privado no financiero.

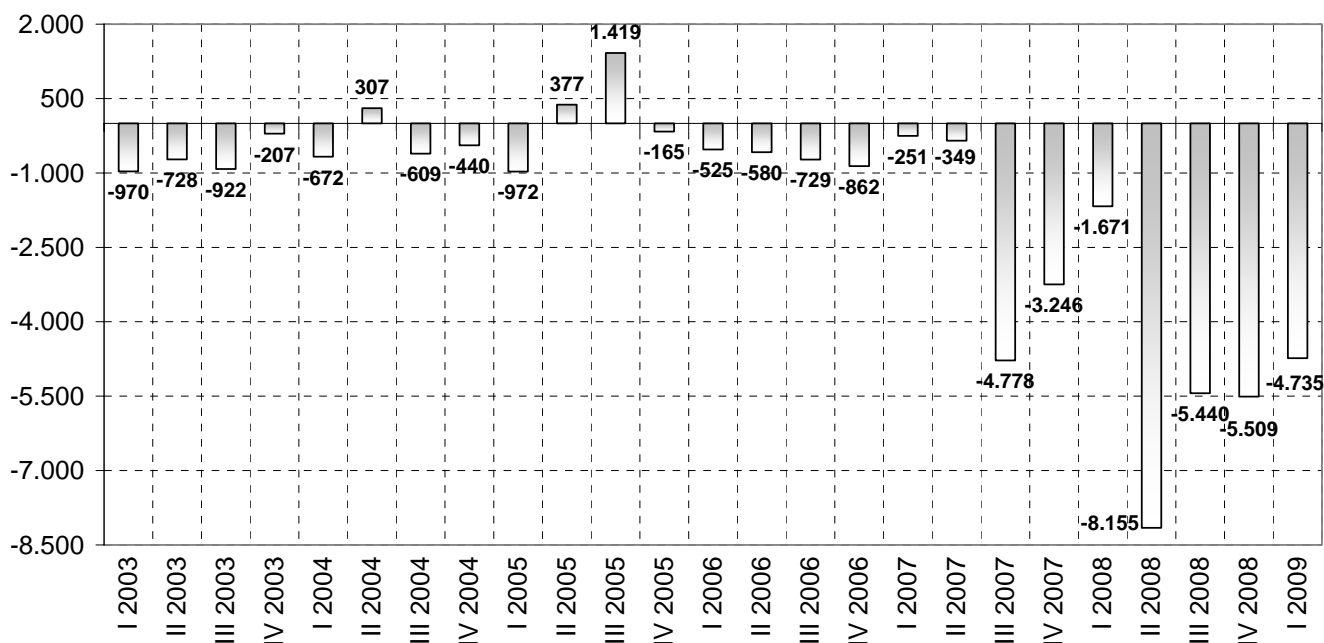
- Se atribuye a cada trimestre la suma de los saldos de los cuatro trimestres consecutivos que terminan en dicho trimestre.
- A la serie denominada “Formación de Activos Externos del Sector Privado no Financiero” se le ha restado la variación de los depósitos de los bancos locales en el BCRA, en dólares. Las cifras del balance cambiario proceden esencialmente de las estadísticas del Mercado Único y Libre de Cambios. Parte de las compras de dólares efectuadas por el Sector Privado no Financiero se canalizan hacia depósitos en dólares en los bancos locales y, una fracción de esos fondos, se canalizan a su vez hacia el BCRA como reservas en dólares de los bancos. Si bien esos fondos reflejan la toma de posición en activos *en dólares* del SPNF, no se trata propiamente de activos *externos* en su poder (es decir, de activos contra “no residentes”). El correspondiente activo del SPNF está constituido por los depósitos locales en dólares, que no son un pasivo del resto del mundo sino de otros agentes residentes (los bancos).
- El saldo de la cuenta de capital y financiera es (2) + (3).
- (1) + (2) + (3) = (4).

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

<sup>23</sup> La cuenta “Formación de activos externos del sector privado no financiero” del balance cambiario que difunde el Banco Central registra un saldo acumulado aún mayor en ese período: alcanza a 37.402 millones de dólares. Sin embargo, como se indica en la nota al pie del gráfico 7, allí se incluyen compras de dólares en el Mercado Único y Libre de Cambios a nombre del sector privado no financiero que acaban, por la vía de la constitución de depósitos en esa moneda en el sistema financiero interno, depositadas en el Banco Central en cuentas corrientes de las entidades financieras, como encaje sobre dichos depósitos, las que no pueden considerarse cambios en los activos externos del sector privado y por ende han sido restadas.

Gráfico 8

**Evolución de la Formación de Activos Externos del Sector Privado No Financiero**  
en millones de dólares



Nota: para la forma de cálculo, ver nota al pie del gráfico 7.

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Por su magnitud, esa salida de fondos es sólo comparable a lo observado en episodios traumáticos de fugas masivas de capitales como lo fueron, en la historia del proceso de integración financiera internacional del país, los acontecidos bajo el programa de la “tablita cambiaria” de 1978-81, y en dos oportunidades bajo el régimen de convertibilidad: en ocasión del efecto tequila, y en la fase final de ese régimen, especialmente en 2000-2001. Sin embargo, los efectos disruptivos del episodio actual fueron mucho más acotados. Sobre este hecho, muy significativo, volveremos enseguida.

Las turbulencias financieras externas impactaron de forma relativamente débil a través de canales que suelen ser habituales, como por ejemplo por la vía de mayores dificultades para acceder al crédito internacional. Esto se debió en parte a que la economía pasó, como resultado del ajuste fiscal posterior a la crisis de 2001-2002, a generar sostenidamente resultados fiscales superavitarios, lo que reducía los requerimientos de fondos a la renovación parcial de compromisos que iban venciendo. También la cuenta corriente del balance de pagos pasó a ser sistemáticamente

superavitaria, merced principalmente a la generación de importantes y sostenidos superávits en el comercio con el resto del mundo. Así, tanto en el plano fiscal cuanto en el externo, se observó un paulatino proceso de “desendeudamiento” neto a lo largo de los últimos años.

Si se compara este episodio de fuertes salidas de capitales con otros del pasado, resaltan algunas diferencias significativas. Tanto bajo la “tablita” cambiaria de fines de los setenta, cuanto en ocasión del efecto Tequila y en la fase final de la convertibilidad, la economía presentaba una mayor vulnerabilidad externa, en la forma de déficits en cuenta corriente relativamente grandes y crecientes, en contextos de fuerte apreciación cambiaria. Además, el sistema financiero, en todos esos casos, venía atravesando acelerada expansión (de los depósitos y los créditos) en la fase previa a la salida de capitales, alimentada precisamente por fuertes ingresos de capitales del exterior. En los años noventa, además, el sistema financiero estaba afectado por el riesgo cambiario, porque si bien depósitos y créditos en moneda extranjera estaban balanceados, muchos deudores del sistema bancario interno que tenían sus compromisos financieros pactados en dólares contaban con ingresos en pesos, cuyo valor en moneda extranjera podía caer fuertemente en caso de devaluación, comprometiendo su capacidad de pago y, por ende, la fortaleza del sistema financiero. Además, en aquellos episodios, el sector público presentaba déficit en su balance financiero.

Todas esas circunstancias han sido diferentes a lo largo del episodio de salida de capitales iniciado en 2007.

En primer lugar, la economía venía generando muy significativos superávits en las transacciones comerciales con el resto del mundo, y también en las transacciones en cuenta corriente, como ya se indicó. En el período que va de mediados de 2007 al primer trimestre de 2009, el balance comercial acumuló un excedente de 31.120 millones de dólares, según las cifras del balance cambiario, lo que equivale a alrededor de 93% de la acumulación de activos externos por parte del sector privado no financiero en el mismo lapso.

En ese mismo período, la cuenta corriente cambiaria (ver Gráfico 7), que registró hasta recientemente una tendencia creciente, acumuló un saldo de 24.061 millones de dólares, equivalentes a 72% de la acumulación de activos externos del sector privado no financiero.<sup>24</sup>

---

<sup>24</sup> Las otras dos cuentas que contribuyeron de manera más importante a aportar las divisas que alimentan esa acumulación de activos externos privados fueron “Préstamos de otros organismos internacionales”

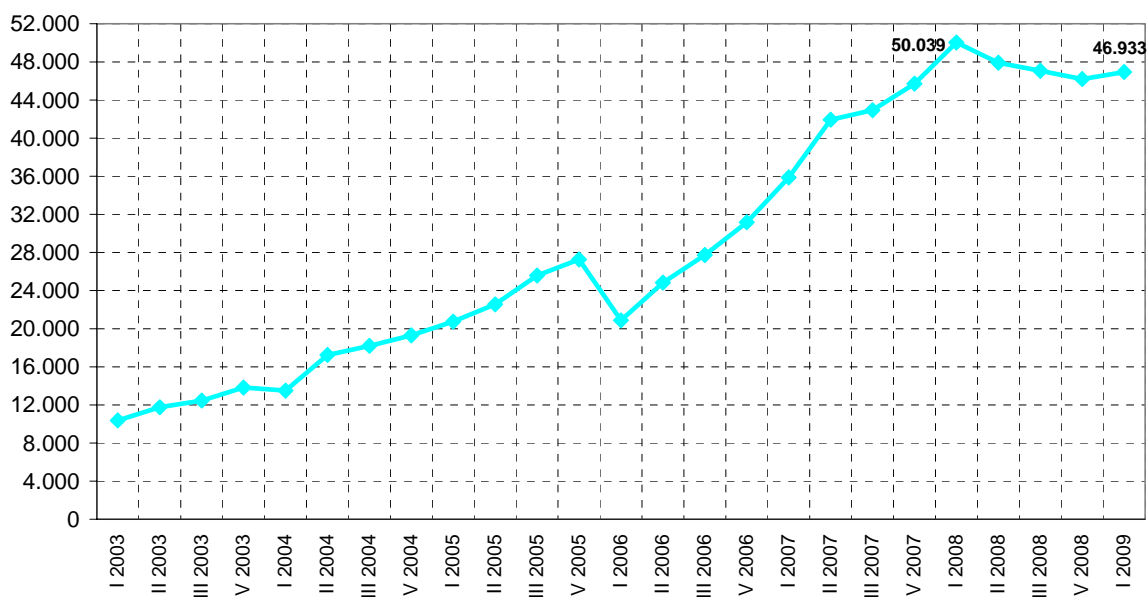
De manera que, a diferencia de los otros episodios de salidas masivas de capitales que hemos mencionado, en este caso buena parte de las divisas acumuladas por el sector privado no financiero provenían precisamente del superávit comercial, y no de las reservas del Banco Central.

La evolución del acervo de reservas internacionales del BCRA puede constatar en el Gráfico 9. Como se ve, declinan en el período reciente, pero recién luego de haber alcanzado un pico en el primer trimestre de 2008. Según los datos del balance cambiario correspondientes a “Variación de reservas internacionales por transacciones”, entre el primer trimestre de ese año y el mismo período de 2009, esa variación fue negativa y del orden de los 3 250 millones de dólares, muy inferior a la formación de activos externos privados.

Gráfico 9

Stock de Reservas Internacionales del BCRA

Valor a fines del período, en millones de dólares



Fuente: BCRA.

La pérdida de reservas que muestra el Gráfico 9 se mantuvo acotada en parte porque se mantenía un elevado nivel de superávit del comercio y también porque el Banco Central obtuvo recursos del BIS (el Banco de Basilea) que le permitieron limitar el impacto negativo sobre su acervo de divisas. Contribuyó también a mantener ese

(+7146 millones de dólares en el período), e “Inversión directa de no residentes” (+5611 millones de dólares en el período).

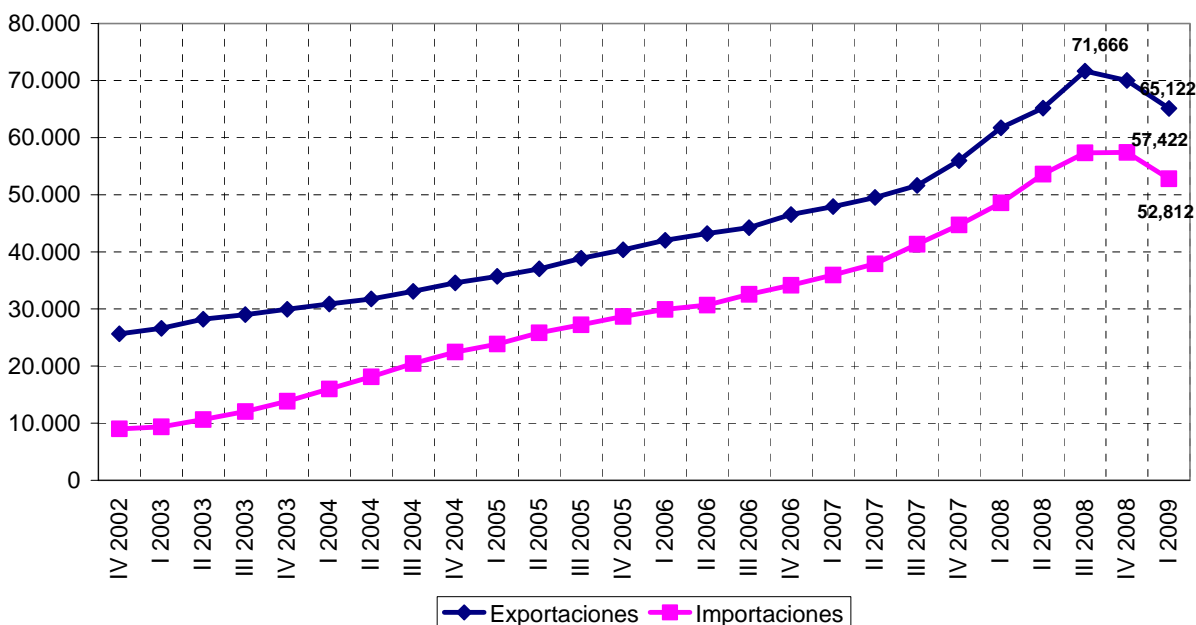
stock el aumento de los depósitos de los bancos en moneda extranjera en el Banco Central, reflejo de cierta dolarización de los depósitos privados, que comentaremos más adelante. También fue diferente, en la actual experiencia de salida masiva de fondos, la evolución previa del sistema financiero interno, tema sobre el que volveremos más adelante en esta sección, al examinar más de cerca los procesos financieros y monetarios de los últimos años.

El canal comercial de transmisión de la crisis global y la demanda agregada

El principal canal real de transmisión de la crisis global estuvo constituido por la caída de las exportaciones, que acumulaban una baja del orden de 26,9% interanual a comienzos de 2009, la que se descomponía a su vez en una reducción de precios medios de aproximadamente 15% interanual y una contracción de las cantidades de 13% (Gráficos 10, 11 y 12).

Gráfico 10

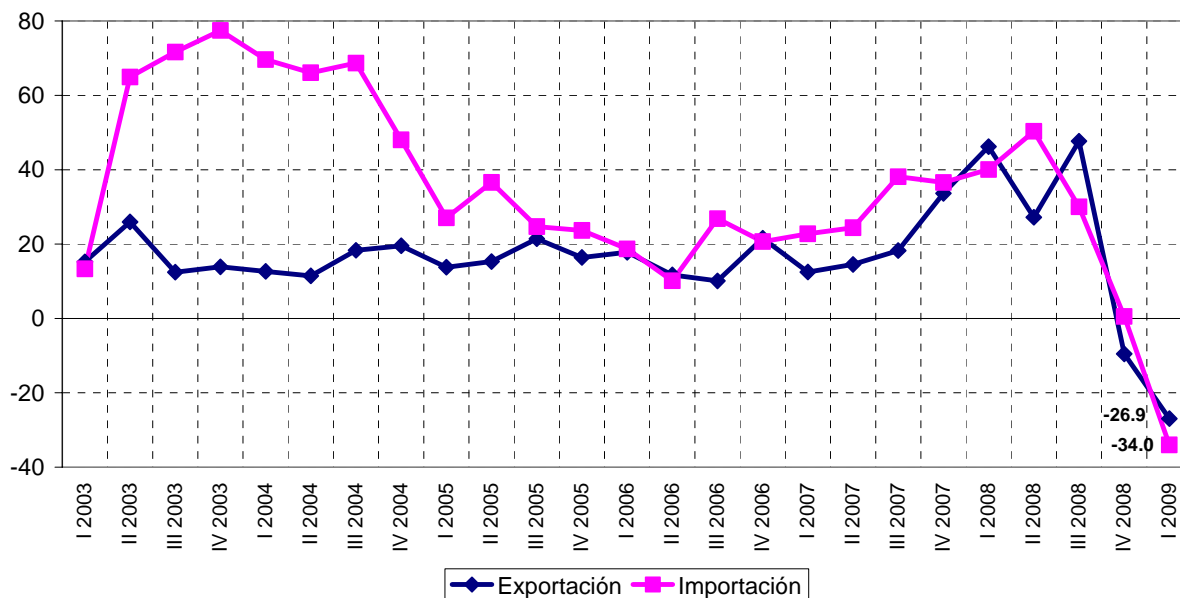
**Exportaciones e Importaciones**  
(millones de dólares)



Fuente: Indec.

Gráfico 11

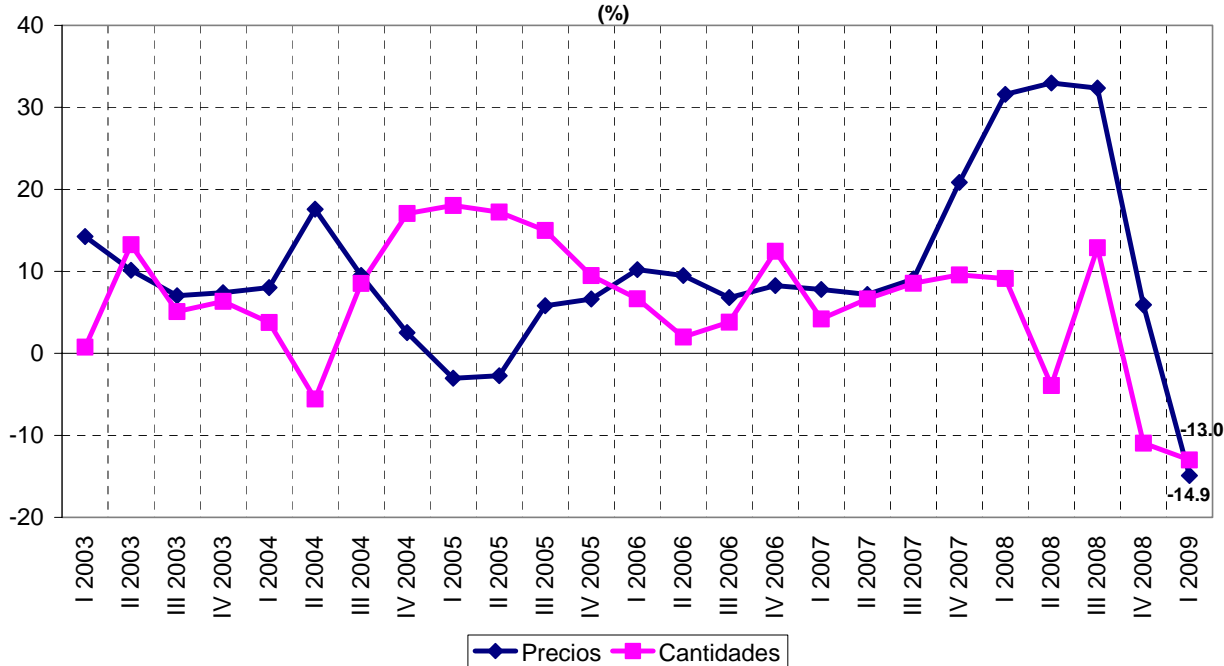
**Tasas de variación interanuales de exportaciones e importaciones (%)**



Fuente: Elaboración propia en base a Indec.

Gráfico 12

**Tasas de variación interanual de cantidades y precios de exportación (%)**



Fuente: Elaboración propia en base a Indec.



## El impacto sobre la demanda agregada y el nivel de actividad

En las cuentas nacionales a precios corrientes, las exportaciones argentinas resultaron equivalentes, en el promedio del año 2008, a 20% de la demanda global, y a alrededor de 24% del PIB. Siendo así, una declinación de casi 27% en esa variable es un *shock* macroeconómico negativo de gran magnitud, equivalente a 5,4 puntos porcentuales de la demanda global y a casi 6,5 puntos porcentuales del PIB a precios corrientes, nada menos.

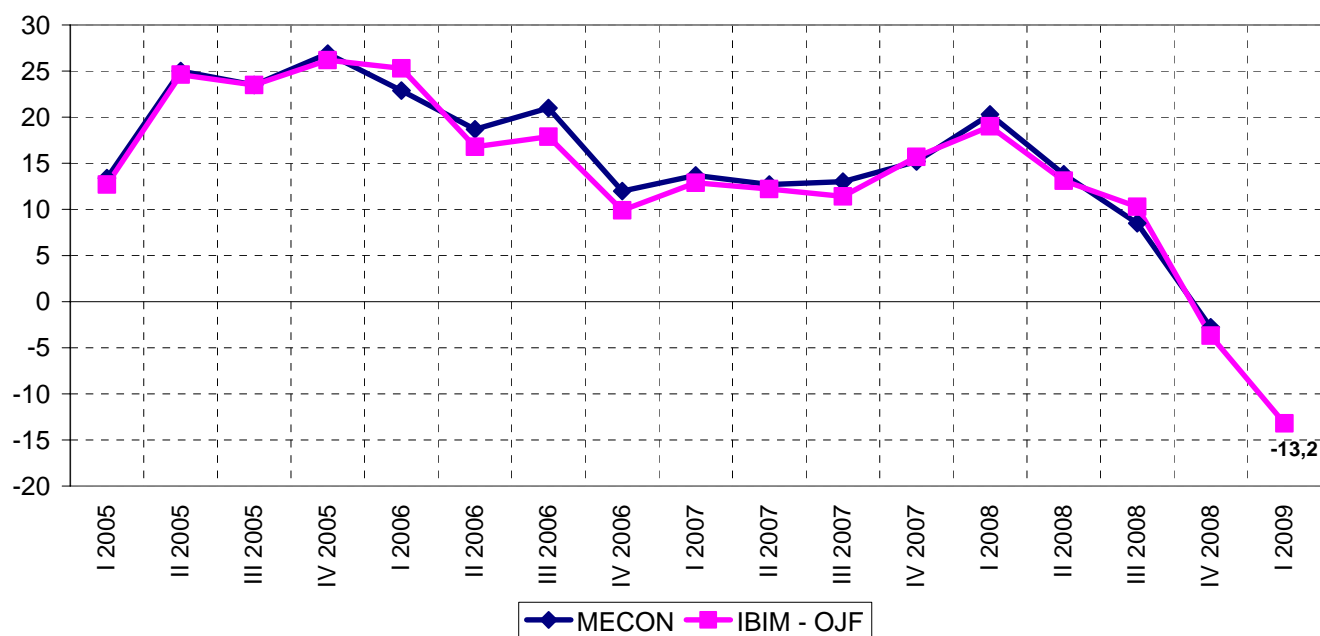
Esa declinación impactó fuertemente en algunos sectores de la producción manufacturera en especial, como la industria de autopartes y del automóvil, y también en el sector agropecuario. En ciertos segmentos de la actividad productiva orientados al mercado internacional se evidenció un impacto inmediato del agravamiento del cuadro externo que siguió a la quiebra del banco Lehman Brothers. Los sectores productores de bienes transables comenzaron a sufrir retrocesos porcentuales considerables en sus ventas, lo que no había sucedido desde la crisis de 2001-2002.

Existen evidencias de que la demanda agregada venía frenando su ritmo expansivo desde el segundo trimestre de 2008, como derivación del conflicto agropecuario. Como ya se indicara, una de las consecuencias de este conflicto parece haber sido un considerable cambio de la política orientada a mantener un tipo de cambio competitivo y estable, que el gobierno venía siguiendo al menos desde 2003. En efecto, en el segundo trimestre de 2008 se dejó apreciar la paridad nominal en un contexto de inflación alta, tal como se describiera más arriba. Esto hizo que la expectativa de preservación de un tipo de cambio real elevado por un período prolongado, que seguramente fue un aliciente decisivo para las inversiones en capacidad productiva de bienes transables durante la rápida expansión posterior a 2002, se viera dañada, afectando a su vez la pujanza del ritmo inversor. En el Gráfico 13 puede verse, por ejemplo, que las tasas de variación de la inversión bruta interna fija tendieron a declinar desde el primer trimestre de 2008 en adelante, para hacerse negativas luego del tercer trimestre de ese año.

A las fuentes internas de mayor incertidumbre se agregó, en el último trimestre de 2008, el serio agravamiento del cuadro internacional. La inversión se debilitó aún más, y se estima que en el primer trimestre de 2009 habría registrado una caída de alrededor de 13 puntos porcentuales en relación con el mismo período del año anterior.

Gráfico 13

**Variación anual de indicadores  
de Inversión Bruta Interna Fija  
en volumen físico  
(%)**



Nota: IBIM-OJF corresponde a la estimación de la inversión bruta interna fija elaborada por Orlando Ferreres y Asociados.  
Fuente: Mecon y Orlando Ferreres y Asociados.

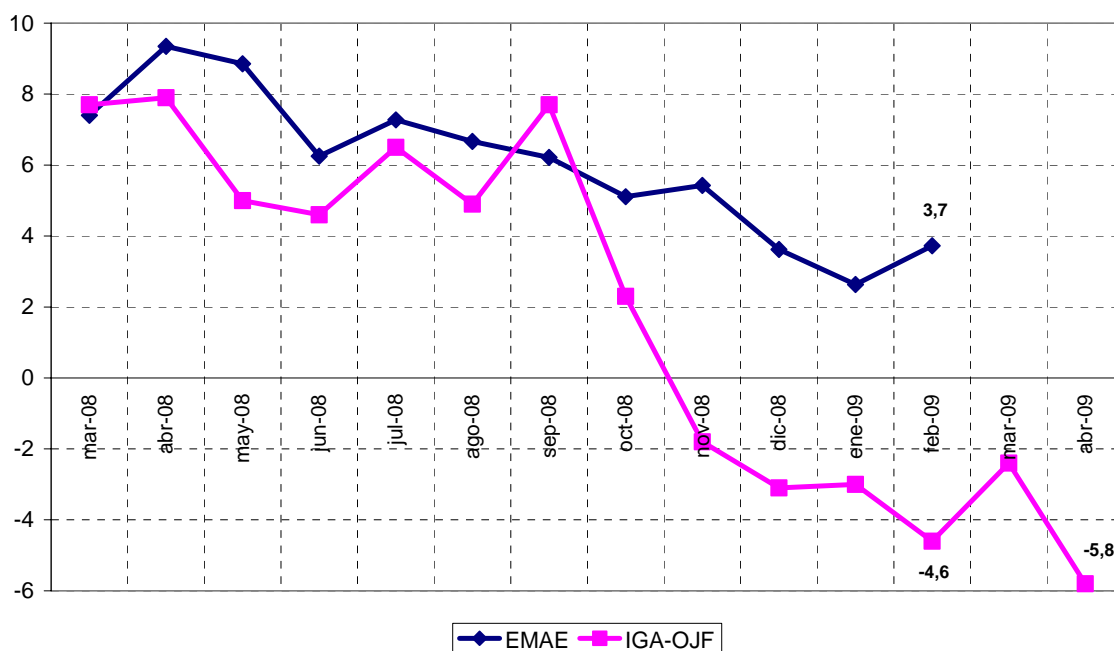
Como la inversión equivalía, en 2008, a precios corrientes, a poco más de 19% del PIB según la estimación de Cuentas Nacionales del INDEC, esa declinación equivale a su vez a cerca de 2,5 puntos porcentuales del producto. Eso explicaría la mayor parte de la contracción del PIB en el primer trimestre de 2009, la que alcanzaría una magnitud de entre 3 y 5%.

El Gráfico 14 muestra dos estimaciones del comportamiento del nivel de actividad. La provista por el INDEC (el Estimador Mensual de la Actividad Económica) y la elaborada por una consultora privada (el Índice General de Actividad). Mientras que el EMAE del INDEC muestra una tendencia estancada en los últimos meses contemplados en la ilustración, el IGA (que presentaba, en períodos anteriores, cifras porcentuales muy aproximadas a las estimadas por el INDEC) evidencia una caída importante a partir de setiembre de 2008. La cifra de variación interanual correspondiente a abril de 2009 arroja una declinación próxima a 6%. Por otra parte, la mayor parte de las estimaciones

privadas del comportamiento de la actividad manufacturera coinciden en presentar declinaciones en torno de un 10% entre el primer trimestre de 2009 y el mismo período del año precedente.

Gráfico 14

**Tasas de variación interanual  
de indicadores del nivel de actividad  
(%)**



Nota: El IGA-OJF es el “Índice General de Actividad” elaborado por Orlando Ferreres y Asociados.

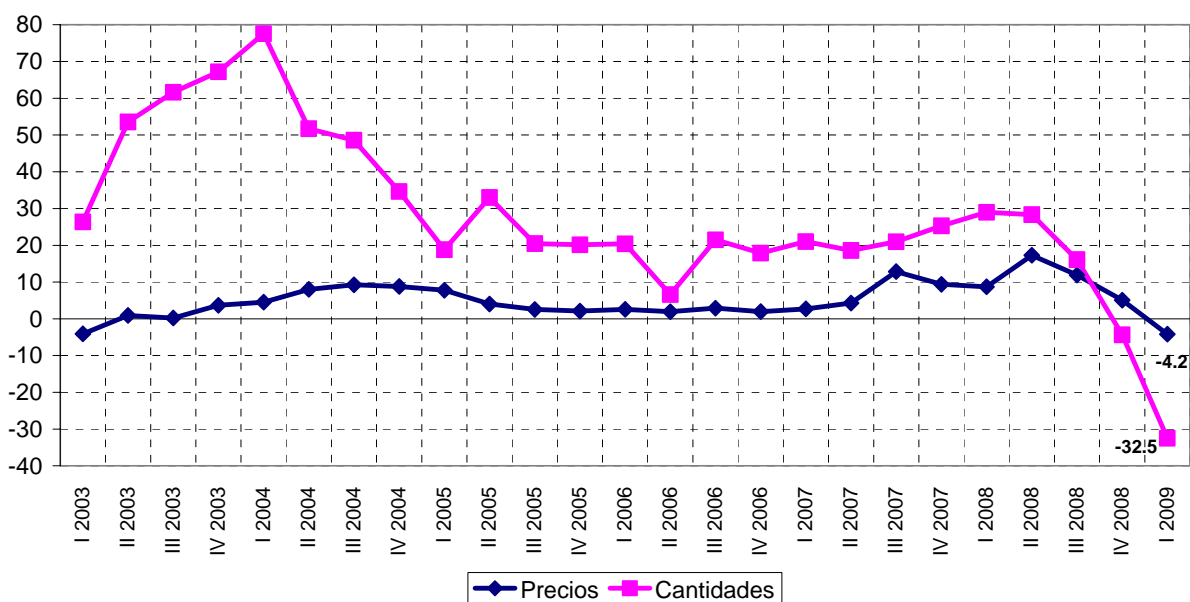
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y de Orlando Ferreres y Asociados.

Un hecho notable del comportamiento de las variables de gasto ha sido la abrupta reducción de las importaciones. Una parte importante de la contracción de la demanda agregada está de hecho siendo absorbida por menores compras de bienes al resto del mundo, lo que atenúa significativamente el impacto sobre la actividad interna. En efecto, la reducción de las compras provenientes del resto del mundo alcanzó, en el primer trimestre de 2009, a un 34% interanual a precios corrientes (véase el Gráfico 11). Como puede constatarse en el Gráfico 15, esa declinación se debe sustancialmente a la caída de las cantidades de bienes importadas, mientras que la reducción del precio medio de importación ha sido moderada. Si bien era esperable una declinación del flujo

de compras de bienes provenientes del resto del mundo en un contexto de freno y declinación del nivel de actividad, la caída observada en los últimos meses es muy superior a la que parecería registrar el producto. Una explicación reside en que las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial, que sufrieron fuertes caídas, tienen una relativamente alta utilización de componentes importados. También estarían operando otros factores, tales como las restricciones normativas a ciertos tipos de compras de bienes al resto del mundo, y la contracción del acceso al crédito comercial.

Gráfico 15

**Tasas de variación interanual de precios y cantidades de importación (%)**



Fuente: Elaboración propia en base a Indec.

Tal es así que la fuerte reducción de las exportaciones fue más que compensada por esta abrupta declinación de las importaciones, y el saldo favorable de la cuenta de comercio, a pesar del *shock* externo negativo, en realidad se ha venido incrementando, en comparación con el obtenido en los primeros meses de 2008.

En el análisis de los componentes de la demanda agregada puede inferirse entonces que las “exportaciones netas”, es decir, exportaciones menos importaciones, no están actuando contractivamente porque, como se señaló, la reducción de estas últimas compensa la declinación de las primeras. Como también se indicó arriba, buena

parte de la reducción del producto se explicaría por el comportamiento de la inversión, mientras que el consumo habría declinado levemente.

Si bien la información disponible está afectada por el deterioro de la producción estadística oficial ya comentado, las estimaciones privadas recientes parecen coincidir en que la dinámica contractiva del PIB, en especial en las manufacturas, podría haberse atenuado un tanto promediando el año 2009. Hay algunos datos de contexto relativamente favorables, como la disminución de las turbulencias externas y ciertos indicios de mejora, en especial la suba de los precios de la soja y de otras *commodities* que el país exporta. También la economía del Brasil viene presentando indicadores que mostrarían una atenuación o freno de la caída productiva y parecen anunciar un incipiente repunte. Sin embargo, la situación es muy volátil y las fuentes de incertidumbre interna siguen abiertas, lo que puede hacer que esa sensación de haber tocado fondo hacia mediados del año acabe diluyéndose, en especial si no se logra poner freno a las salidas de capitales.

Por otra parte, a nivel global, y en especial en los países desarrollados, el proceso de desacumulación de inventarios continúa aún, si bien a ritmo menor. Además, es improbable que el punto de inflexión de la producción industrial en esas economías se verifique durante el verano del norte. La mayor parte de los pronósticos prevén una economía global tocando fondo en el tercer trimestre de 2009 y comenzando a repuntar a ritmo suave en el último cuarto del año. La continuidad de ese escenario de escaso dinamismo seguirá gravitando sobre la producción manufacturera exportable de la Argentina. A ello hay que agregar la posibilidad de que los ajustes de planteles de ocupados se hagan más intensos en el país a lo largo del tercer trimestre, lo que tendería a propagar el efecto de la contracción de la inversión, por la vía de la reducción del consumo.

En el mismo sentido operará posiblemente la necesidad de producir algún cambio en la política fiscal en el segundo semestre del año, con el propósito de evitar que continúe la tendencia al deterioro del superávit primario de las cuentas públicas. La evolución fiscal se considera con detenimiento más adelante, en esta sección, luego de examinar en mayor detalle algunos aspectos de la evolución monetaria y financiera.

## La evolución monetaria

Más arriba, al comentar algunas diferencias entre el episodio actual de intensas salidas de capitales y otros atravesados por la Argentina desde los años setenta, indicamos que en la experiencia iniciada en 2007 el sistema financiero no venía de un proceso previo de acelerada expansión alimentada en ingresos masivos de capitales, como sí había sucedido en el caso de las “pautas cambiarias”, nuevamente en 1995 y también en la fase final de la convertibilidad. En esas experiencias del pasado, las expansiones financieras rápidas alimentadas por fondos externos tendieron a aumentar la vulnerabilidad del sistema bancario ante perturbaciones negativas.

En la presente década, durante los primeros años posteriores a la crisis de 2001-2002, el sistema bancario interno estuvo de diversas maneras recomponiéndose del impacto de la crisis financiera de esos años, restableciendo sus relaciones de solvencia y su posición de liquidez. Comenzó luego un aumento de los depósitos y de los créditos a buen ritmo, pero a partir de niveles de intermediación tan reducidos que el sistema en su conjunto es aún muy pequeño en cualquier comparación internacional. Como puede verse en el cuadro 3, en 2008, luego de varios años de expansión, el crédito total en pesos al sector privado apenas alcanzaba valores equivalentes a 10,5% del PIB, semejantes a los de la base monetaria, mientras que el crédito total llegaba a tan sólo 12,5% del PIB.

Cuadro 3  
Base monetaria y préstamos bancarios  
al sector privado, como porcentaje del PIB

| Año  | Base Monetaria | Préstamos al S. Privado |         |
|------|----------------|-------------------------|---------|
|      |                | En pesos                | Totales |
| 2002 | 9,3            | 9,7                     | 11,2    |
| 2003 | 12,3           | 7,2                     | 8,1     |
| 2004 | 11,7           | 7,6                     | 8,6     |
| 2005 | 10,3           | 8,7                     | 10,0    |
| 2006 | 12,2           | 9,6                     | 11,4    |
| 2007 | 12,2           | 11,1                    | 13,1    |
| 2008 | 10,5           | 10,5                    | 12,5    |

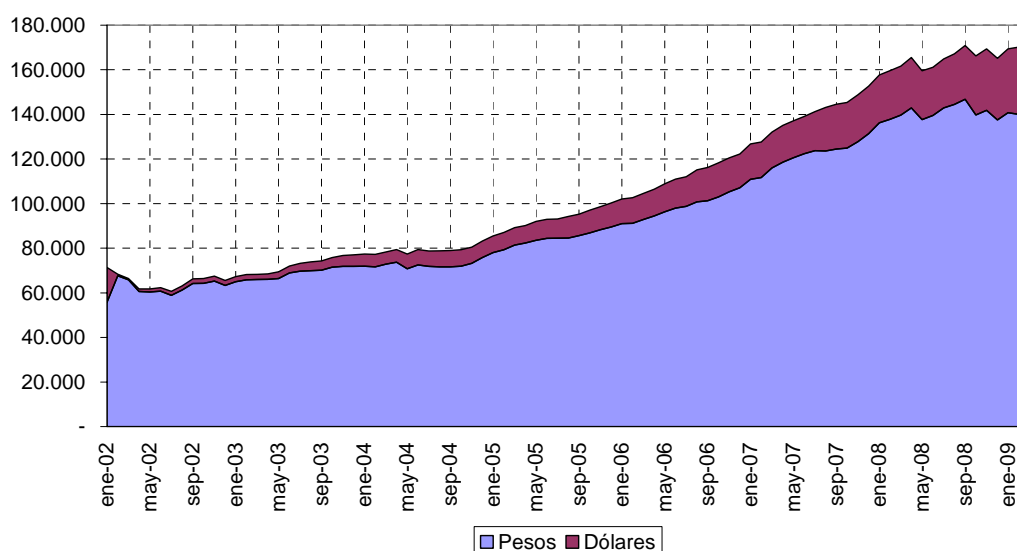
Fuente: Econométrica.

La propia estrechez de la intermediación financiera interna contribuye a que el sistema bancario sea, por ejemplo, menos vulnerable ante una eventual pérdida de depósitos, en cuyo caso las magnitudes involucradas harían más viable la intervención del Banco Central para apoyar a las entidades de intermediación ante situaciones de iliquidez. La reducida dimensión de la intermediación financiera interna también explica la relevancia secundaria de la política monetaria en la determinación de la demanda agregada y, en consecuencia, la menor potencialidad de la misma para ser utilizada como freno, en caso de que se requiera moderar el aumento del gasto de origen privado, como era la situación durante la aceleración inflacionaria posterior a 2004 y analizáramos más arriba.

Otro aspecto en el que se evidencia una menor vulnerabilidad financiera reside en que el grado de dolarización del sistema bancario es actualmente muy bajo en comparación con lo experimentado en los años noventa, en buena medida como efecto de las regulaciones introducidas por el Banco Central después de la crisis de 2001- 2002 (Cf. Gráfico 16). Las operaciones de crédito en moneda extranjera de los bancos están restringidas a agentes que generan divisas en su actividad normal, lo que protege del riesgo cambiario sistémico<sup>25</sup>.

Gráfico 16

**Evolución de los depósitos en pesos y en dólares del SPNF  
(en millones de pesos)**



Fuente: BCRA.

<sup>25</sup> Además de que depósitos y créditos en moneda extranjera están calzados, como también sucedía en los años noventa, y son, actualmente, de un tamaño considerablemente menor.

De hecho, a pesar de las salidas de capitales experimentadas, a mediados de 2009 el sistema bancario está, en conjunto, en una holgada posición de liquidez, y si bien ha perdido depósitos en términos reales (volveremos sobre este punto enseguida), y también en términos nominales a partir de setiembre de 2008, esa declinación no ha tenido la magnitud de las salidas de fondos observadas a lo largo de todos los otros episodios de fugas masivas de capitales que hemos mencionado.

La fortaleza del sector externo de la economía, que mantiene un elevado superávit comercial y una cuenta corriente con saldo positivo, y los rasgos financieros que acaban de señalarse, contribuyen a explicar que el impacto interno de las salidas de fondos experimentadas desde 2007 haya sido muy limitado, en contraste con la gran magnitud de dichas fugas.

De manera algo paradójica, en una economía financieramente aislada de los mercados internacionales y con una muy escasa intermediación financiera interna, esas carencias resultaron, a la hora de la crisis financiera internacional, en la ausencia de ciertos eslabones en la cadena de transmisión de los impulsos externos negativos, lo que limitó su gravitación sobre las variables macroeconómicas internas.

#### Dos etapas de la política monetaria

No obstante el impacto limitado que se ha señalado, la evolución monetaria observada desde mediados de 2007, cuando comenzara a evidenciarse esa salida masiva de fondos, ha sido muy diferente a la precedente.

Hasta mediados de 2007, y desde el segundo semestre de 2002, el Banco Central había intervenido en el mercado cambiario para limitar la apreciación del peso, en un mercado de divisas con permanente exceso de oferta. Al tiempo que, mediante esa intervención, acumulaba reservas de divisas de manera sostenida, colocaba letras de corto plazo (Lebac y Nobac) con el propósito de esterilizar el efecto monetario expansivo de la intervención cambiaria.

En el Gráfico 17 puede constatararse la tendencia creciente de la base monetaria hasta mediados de 2007, así como el sendero creciente del stock de Lebac y Nobac colocadas por el BCRA, cuyo incremento se hizo más empinado en 2006 y hasta mediados de 2007.

Desde ese momento las cosas fueron muy diferentes. Las salidas de fondos comenzaron a afectar la liquidez interna y el Banco Central pasó, de esterilizar parte de

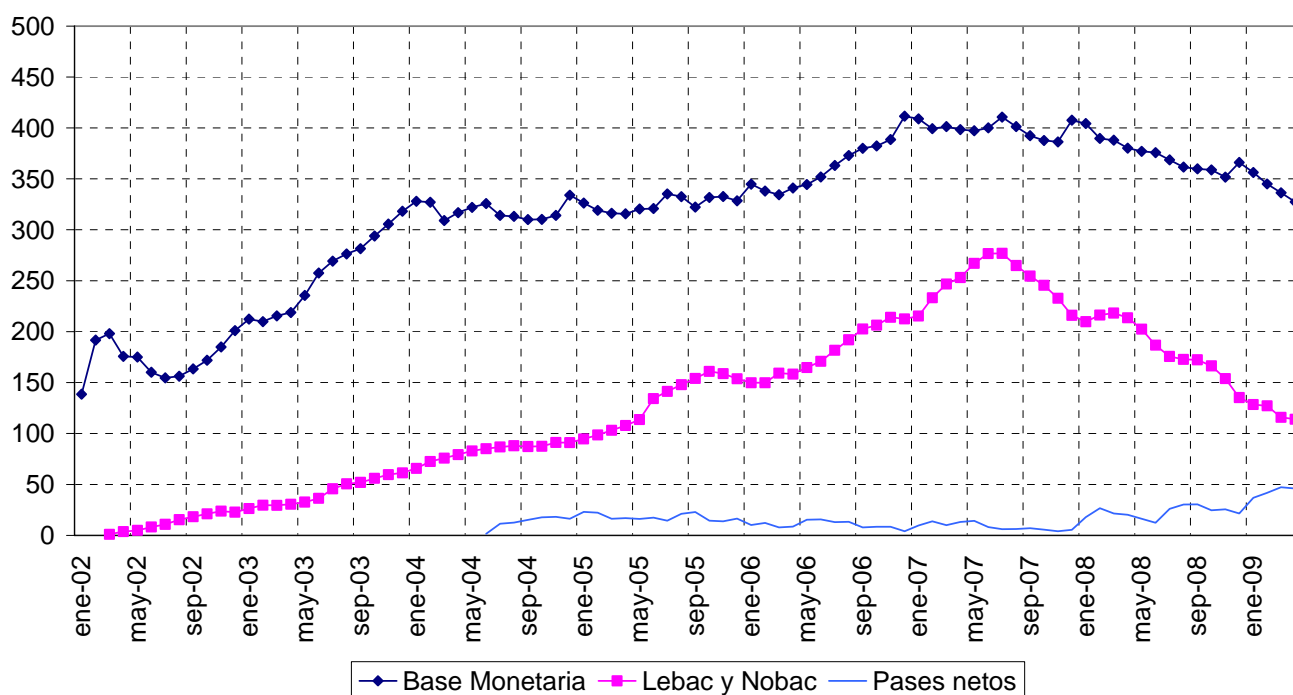


la emisión que hasta entonces se originaba en el sector externo, a recomprar Lebac y Nobacs, justamente con el propósito de sostener los niveles de liquidez. Ese cuadro se mantuvo en líneas generales en el resto del período. Sin embargo, luego del tercer trimestre de 2008 se observó un considerable debilitamiento de la demanda de crédito, aunque eso parece coincidir con una actitud cautelosa de los bancos en materia de concesión de crédito, característica de un escenario percibido como más riesgoso. Con ello, los bancos pasaron a encontrarse crecientemente líquidos, y colocaron excedentes de liquidez en el Banco Central, en la forma de pases pasivos, que crecieron de manera apreciable, según se observa en el Gráfico 17.

En la etapa iniciada a mediados de 2007 se detuvo entonces el rápido incremento de la monetización de la economía que se había observado en el período precedente. Se pasó, por el contrario, a una fase de significativo retroceso de la monetización en términos reales. Así, por ejemplo, como puede verse en el Gráfico 17, la base monetaria real comenzó a declinar desde fines de 2007, y en abril de 2009 resultaba un 20% menor a la registrada en julio de 2007.

Gráfico 17

**Evolución de indicadores monetarios reales  
(en millones de pesos de 1999)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y del centro Buenos Aires City, de la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA.

El examen de los factores de expansión de la base monetaria que puede hacerse a partir de los datos del cuadro 4 agrega evidencia a favor de lo que se acaba de argumentar.

**Cuadro 4**  
Tasa de crecimiento de la base monetaria  
y contribución de factores de expansión y de absorción

| Periodo | Total  | Compra de Divisas | Sector Público | Pases | Redescuentos | Intereses y Primas | Remun. Ctes. y Reintegro | Títulos del BCRA en pesos | Títulos del BCRA en US\$ | Rescate de cuasimonedas | Otros |
|---------|--------|-------------------|----------------|-------|--------------|--------------------|--------------------------|---------------------------|--------------------------|-------------------------|-------|
| 2003    | 59,1%  | 57%               | -3%            | 0%    | -2%          | -3%                | 1%                       | -18%                      | 1%                       | 24%                     | 4%    |
| 2004    | 13,1%  | 50%               | -14%           | -12%  | -3%          | -2%                | 1%                       | -9%                       | 0%                       | 0%                      | 1%    |
| 2005    | 4,3%   | 54%               | -10%           | -4%   | -18%         | -1%                | 0%                       | -19%                      | 0%                       | 0%                      | 1%    |
| 2006    | 46,3%  | 79%               | -10%           | 11%   | -15%         | 0%                 | 0%                       | -18%                      | 0%                       | 0%                      | 0%    |
| 2007-1  | -1,6%  | 14%               | 1%             | -4%   | -2%          | 0%                 | 0%                       | -11%                      | 0%                       | 0%                      | 0%    |
| 2007-2  | 6,2%   | 21%               | -3%            | -1%   | -1%          | 0%                 | 0%                       | -10%                      | 0%                       | 0%                      | 0%    |
| 2007-3  | 3,0%   | -1%               | -1%            | 1%    | -1%          | 0%                 | 0%                       | 4%                        | 0%                       | 0%                      | 0%    |
| 2007-4  | 14,8%  | 6%                | -3%            | 2%    | 0%           | 0%                 | 0%                       | 10%                       | 0%                       | 0%                      | 1%    |
| 2008-1  | -0,5%  | 8%                | 0%             | -5%   | 0%           | 0%                 | 0%                       | -4%                       | 0%                       | 0%                      | 0%    |
| 2008-2  | 3,8%   | -9%               | -1%            | 3%    | 0%           | 0%                 | 0%                       | 8%                        | 0%                       | 0%                      | 2%    |
| 2008-3  | -0,9%  | 4%                | -2%            | -7%   | 0%           | 0%                 | 0%                       | 1%                        | 0%                       | 0%                      | 3%    |
| 2008-4  | 8,0%   | -7%               | -6%            | 3%    | 0%           | 0%                 | 0%                       | 14%                       | 0%                       | 0%                      | 3%    |
| 2009-1  | -10,8% | -5%               | -3%            | -9%   | 0%           | 0%                 | 0%                       | 4%                        | 0%                       | 0%                      | 2%    |
| 2009-2  | 3,4%   | 0%                | -3%            | 3%    | 0%           | 0%                 | 0%                       | 2%                        | 0%                       | 0%                      | 1%    |

Nota: primera columna de la izquierda muestra la tasa de crecimiento de la base monetaria entre períodos. Las restantes, descomponen ese crecimiento presentando la contribución de cada rubro.  
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BCRA.

El cuadro 4 muestra, en primer lugar, que hasta mediados de 2007 la intervención compradora en el mercado de divisas fue el único factor de expansión permanente. Eso explica la expansión de la base monetaria hasta ese momento, cuando las intervenciones pasan a tener signo negativo.

Los redescuentos al sistema bancario operaron contractivamente, en especial en 2005 y 2006, cuando las entidades repagaron gran parte de los fondos que habían recibido del Banco Central para hacer frente a los problemas de liquidez enfrentados en el período más agudo de la crisis de 2001-2002.

También operó contractivamente el sector público, merced a la preservación del superávit fiscal. Pero el principal factor de absorción fue la colocación de títulos del Banco Central por parte de la autoridad monetaria con fines de esterilización, como ya se indicó. El cuadro también muestra que estas operaciones con títulos pasaron a tener signo positivo en los últimos trimestres, como forma de paliar los efectos negativos de la intervención cambiaria vendedora sobre la liquidez interna.

Los gráficos 18 a 21 presentan información sobre tasas de interés y las condiciones de arbitraje entre pesos y dólares y entre pesos y bienes.

En el gráfico 18 se observan los datos de las tasas de política, determinadas por el Banco Central. En 2003 las tasas de los títulos del BCRA se mantuvieron elevadas, en un período en que aún debía consolidarse la contención de la burbuja cambiaria que se había desencadenado en 2002 con el ingreso a un régimen de flotación. Pero rápidamente esas tasas bajaron, hasta 2004. Se observa luego que las tasas de las LEBACs siguen un curso ascendente, con tres momentos de suba en escalón. Uno de esos escalones se verifica a lo largo de 2005, posiblemente acompañando la aceleración inflacionaria que era perceptible por entonces. El segundo salto se produce a mediados de 2007, como respuesta al cambio de situación, en especial al cambio de signo de los movimientos de capitales ya comentado. Luego, esos rendimientos vuelven a subir en el período posterior a la crisis del banco Lehman Brothers.

En el gráfico 19 puede observarse que las tasas de los depósitos de gran monto, a plazo fijo (la tasa BADLAR) en los bancos, tendieron a acompañar el rendimiento de las LEBACs, aunque en general resultaron inferiores a las mismas. Por ejemplo, la suba de las tasas de los títulos del Banco Central en 2005 fue seguida con mucho rezago por las tasas de mercado, en un contexto de marcado exceso de oferta de divisas en el mercado cambiario.

El gráfico 20 presenta la tasa Badlar como representativa de las tasas pasivas, y la tasa activa para préstamos a empresas de primera línea (prime). Merecen destacarse las fuertes oscilaciones de los rendimientos en la etapa iniciada a mediados de 2007, en la que además se observa un aumento importante del spread entre las tasas activas y pasivas, reflejo probablemente del aumento del riesgo de crédito percibido por las entidades de intermediación financiera.

Luego, el gráfico 21 muestra las condiciones de arbitraje. Allí puede constatar, en primer lugar, que las tasas pasivas han sido sistemáticamente negativas en términos reales, desde fines de 2003, aunque han tendido a aproximarse a la inflación desde fines de 2008.

El gráfico 21 también presenta la suma de la tasa de devaluación y la tasa Libor, como aproximación del costo de oportunidad de las colocaciones en pesos, considerando el arbitraje entre pesos y activos en dólares. La serie correspondiente a la tasa de los depósitos a plazo fijo (Badlar) es mucho más estable que el rendimiento *ex post* de las colocaciones en dólares. La volatilidad de los rendimientos en pesos de las colocaciones en dólares (o de los rendimientos en dólares de las colocaciones en pesos) fue principalmente resultado de la volatilidad del precio del dólar, determinada su vez

por la política de flotación administrada practicada por el Banco Central. Dicha volatilidad contribuye a reducir los ingresos de capital de corto plazo por la vía de elevar el riesgo cambiario, cuando las expectativas cambiarias, las tasas nominales de interés y la evaluación de otros riesgos atraen flujos, como ocurrió entre 2003 y mediados de 2007.

En 2003, al comienzo del período, con el tipo de cambio nominal apreciándose, las tasas internas resultaban muy superiores al rendimiento *ex post* de las colocaciones en dólares. Luego, entre mediados de 2003 y mayo de 2008, este diferencial de rendimientos domésticos e internacionales de corto plazo oscila en torno a cero y se hace positivo con a la apreciación nominal y posterior estabilización entre mayo y setiembre de 2008. Estos cálculos subrayan que la motivación de la fuga de capitales iniciada a mediados de 2007 no se encuentra en cambios en los incentivos provistos por la tendencia del tipo de cambio y la tasa de interés doméstica.

Gráfico 18

**Tasa de interés de LEBACs (3 meses) y de pases activos y pasivos (7 días), en porcentaje nominal anual**

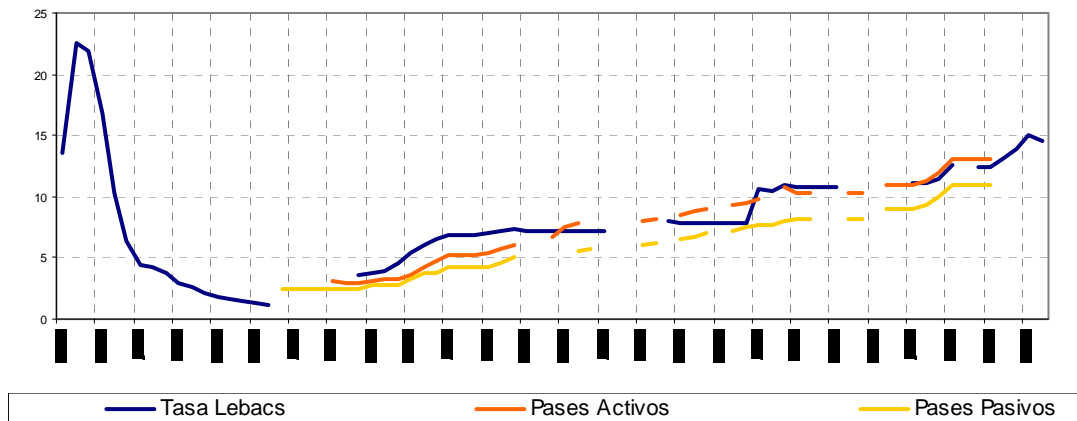


Gráfico 19

**Tasa de interés de LEBACs (3 meses) y BADLAR, en porcentaje nominal anual**

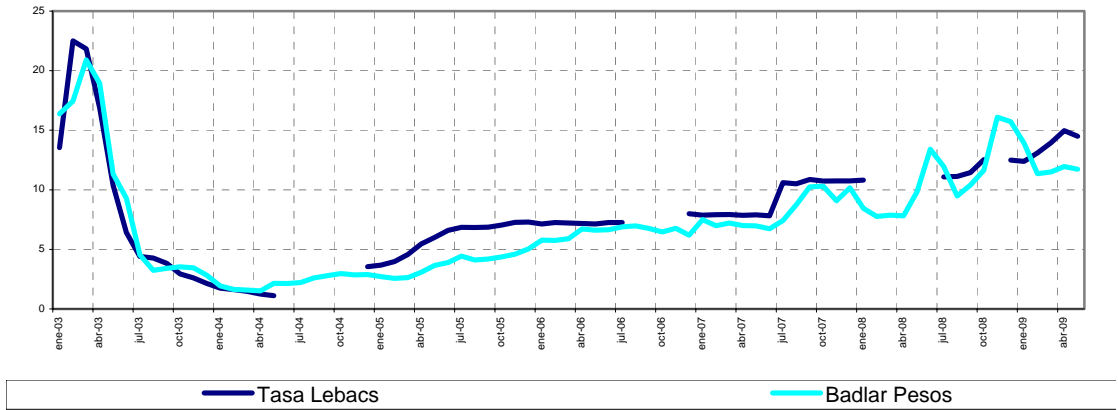


Gráfico 20

**Tasa BADLAR y tasa de interés de préstamos de primera línea, en porcentaje nominal anual**

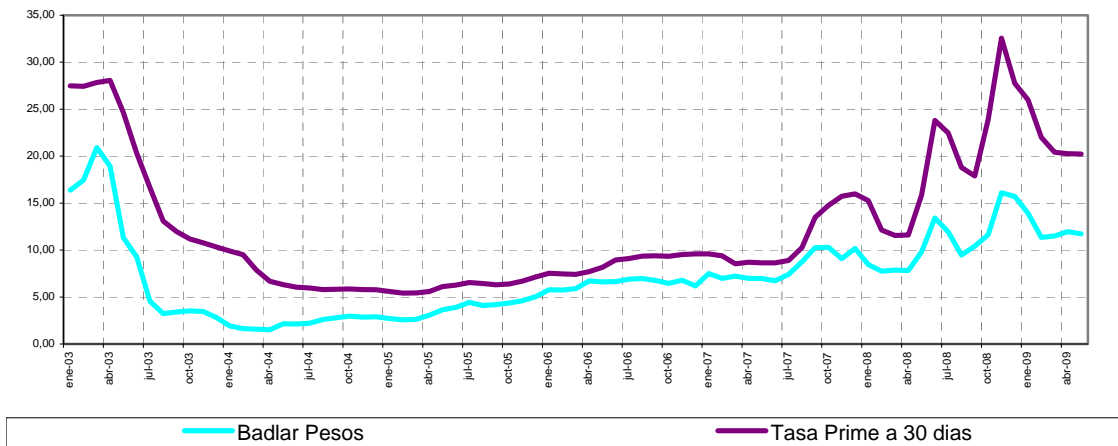
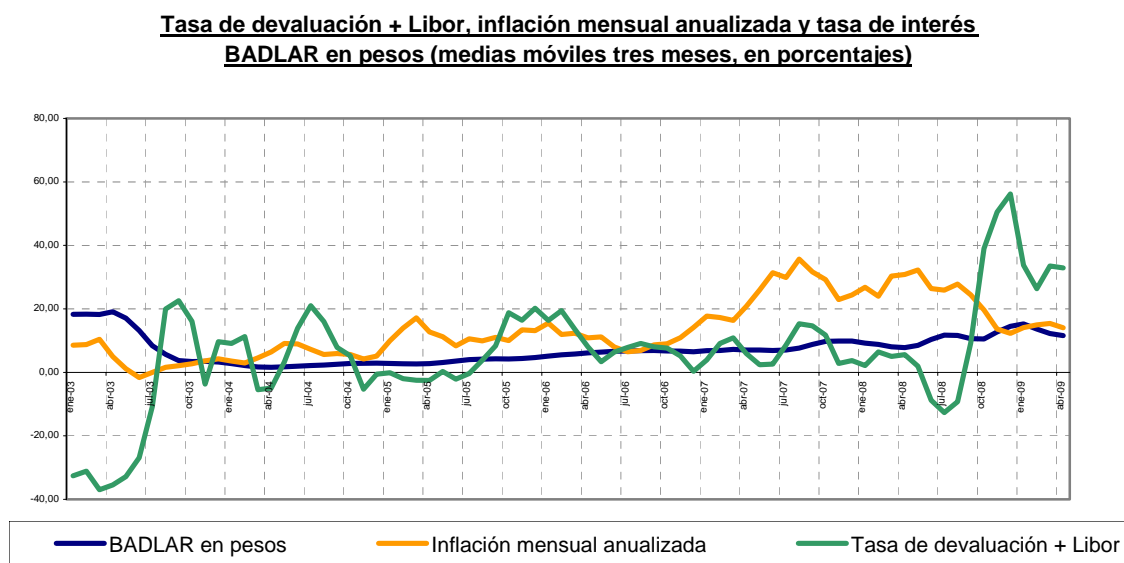


Gráfico 21



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central.  
La tasa de inflación considerada en el gráfico 21 es la medida por el INDEC hasta fines de 2006, y la estimada por Buenos Aires City, desde allí en adelante.

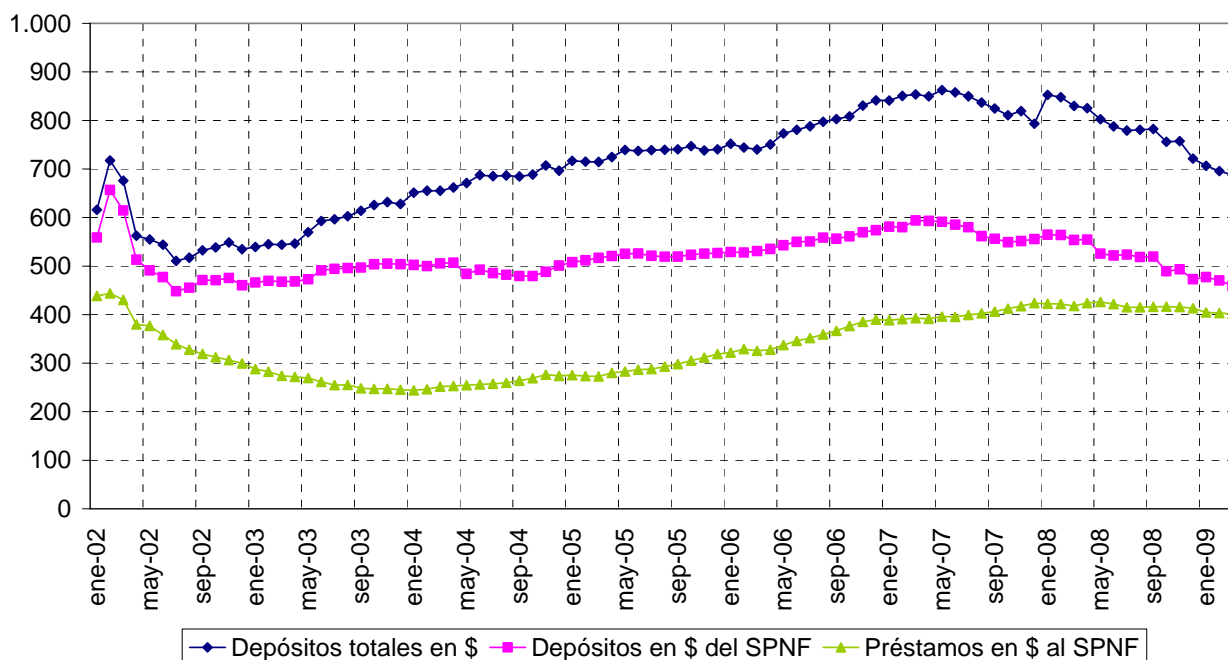
Al final del período considerado, desde octubre de 2008, como resultado de la aceleración del ritmo de incremento del precio del dólar comentado arriba, las tasas internas sobre depósitos a plazo fijo resultan muy inferiores a la suma de la tasa de devaluación y las tasas internacionales. Así, desde el momento de contagio de la crisis internacional, el diferencial de rentabilidad que resulta de las políticas cambiaria y de tasas de interés favorece el movimiento de recomposición de las carteras privadas hacia activos externos que se viene observando desde 2007.

La evolución de agregados monetarios y financieros más amplios.

Hemos señalado arriba la tendencia contractiva de la base monetaria en el período reciente. También los depósitos bancarios pasaron de crecer a contraerse, como puede verse en el Gráfico 22. Entre el máximo registrado en mayo 2007 y abril de 2009, los depósitos totales en pesos se redujeron, también medidos a precios constantes, en alrededor de 20%. Los préstamos totales al sector privado recién comenzaron a declinar en el segundo trimestre de 2008, acumulando una reducción real de alrededor de 6% hasta abril de 2009.

Gráfico 22

**Evolución de depósitos y créditos  
en millones de pesos de 1999**



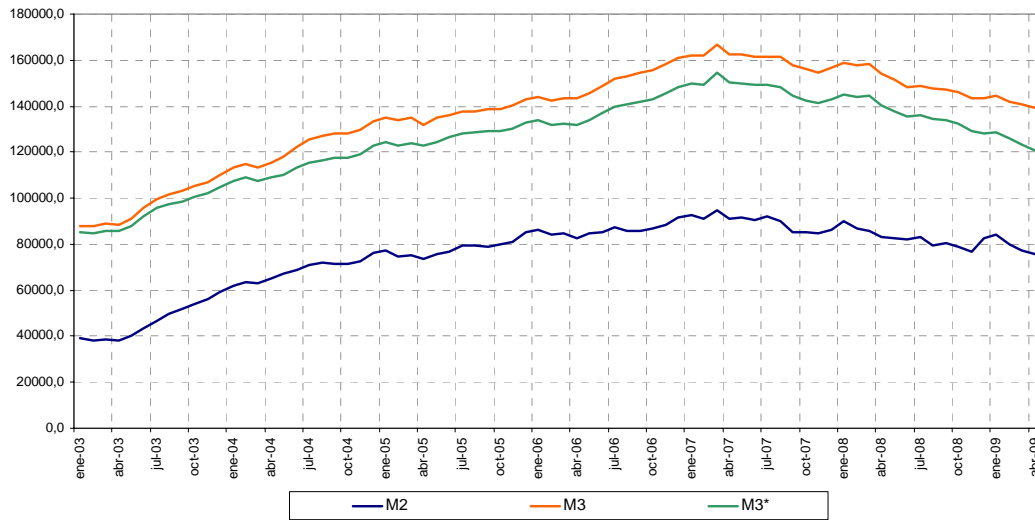
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central.

Si bien el papel del crédito interno no fue especialmente importante en la reactivación que siguió a la crisis de 2001-2002 y en el crecimiento posterior, este freno de los préstamos al sector privado debe haber hecho alguna contribución al debilitamiento de la demanda agregada que llevaría a la economía a un cuadro recesivo desde fines de 2008.

También agregados monetarios como M2 y M3 han venido declinando. Como muestra el gráfico 23, esos indicadores alcanzaron un máximo en el mes de marzo de 2007, y desde entonces se han contraído. En el caso de M2, la caída entre ese momento y abril de 2009 fue de 20%, y la contracción de M3 en el mismo período alcanzó a 22%, siempre en términos reales.

Gráfico 23

**Evolución de los agregados monetarios M2 y M3 (en millones de pesos de enero de 2003)**



M2: circulante en manos del público más depósitos en pesos en caja de ahorro más depósitos en pesos en cuenta corriente.

M3\*: circulante en manos del público más depósitos totales en pesos del sector privado y del sector público.

M3: circulante en manos del público más depósitos totales en pesos y en dólares del sector privado y del sector público.

Fuente: elaboración propia a partir de datos del BCRA, del INDEC y del centro Buenos Aires City (para el IPC desde enero de 2007 en adelante).

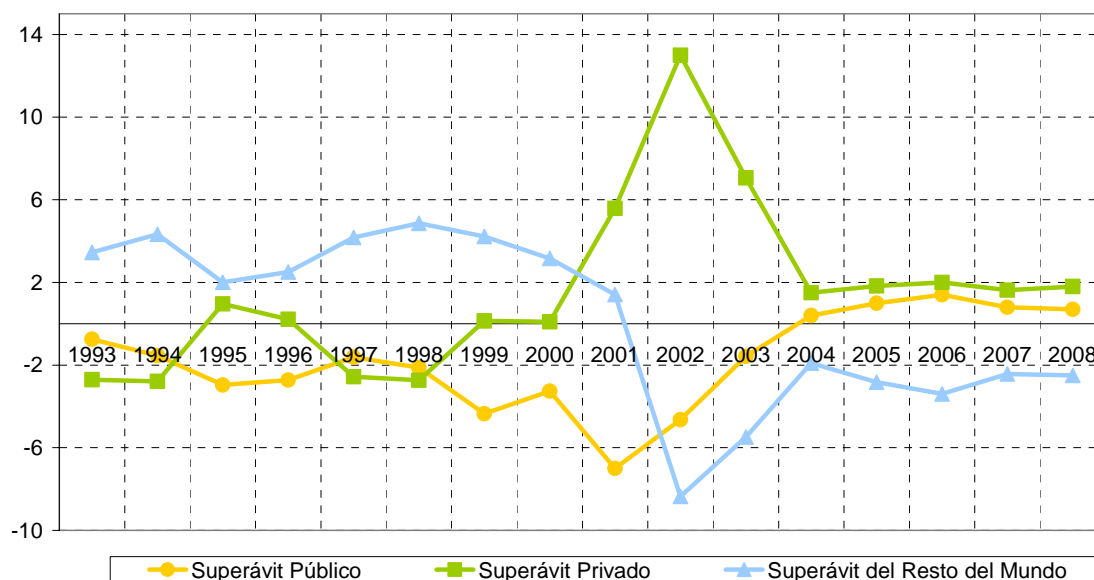
## La evolución fiscal

En el Gráfico 24 se presentan los superávits de los tres sectores en que se desagrega allí la economía: sector privado, sector público, y resto del mundo. La sumatoria de los superávits sectoriales es necesariamente nula.



Gráfico 24

**Evolución de los superávits sectoriales**  
(en % del PIB)



Nota: 2008, estimado. En el cálculo del superávit fiscal entre 2001 y la reestructuración de la deuda de 2005 se incluyen como gasto los intereses no pagados devengados por las obligaciones en situación de incumplimiento.  
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Cuentas Nacionales (Indec), del Ministerio de Economía, y estimaciones propias.

Los rasgos característicos de los años noventa fueron un permanente superávit del resto del mundo en relación con el país, y una situación fiscal crecientemente deficitaria, mientras que el superávit privado presentaba un comportamiento contracíclico, incrementándose en la recesión<sup>26</sup>.

Luego de la crisis de 2001-2002 esos rasgos se modificaron drásticamente. Por una parte, la cuenta corriente del balance de pagos se hizo superavitaria, lo que en el gráfico se refleja en un déficit (es decir, un “superávit negativo”) del resto del mundo para todo el período posterior a 2001. Como contrapartida de ello, el sector público pasó a ubicarse en zona de superávit, y lo mismo sucedió con el sector privado. La existencia simultánea de superávit en la cuenta corriente y de superávit fiscal configura lo que suele denominarse “superávits gemelos”. Estos resultados indican que el endeudamiento neto (del país, y del sector público, respectivamente) ha tendido a reducirse.

<sup>26</sup> El superávit del resto del mundo es el resultado de la cuenta corriente del balance de pagos cambiado de signo.

Es notable, por una parte, el hecho de que pese a la rápida expansión en todo el período post crisis, hasta 2008, el superávit en cuenta corriente se haya mantenido. También lo es que la situación del primer semestre de 2009 permita proyectar también un superávit en dicha cuenta para 2009, a pesar del violento cambio desfavorable en los mercados internacionales de bienes, aunque en este caso el superávit es resultado de la drástica contracción de las importaciones ya referida.

En el plano fiscal, entre tanto, se observa una tendencia al deterioro del superávit, el que posiblemente desaparezca en 2009. El deterioro del resultado fiscal se hizo muy evidente en 2007, continuó en 2008 y se prolonga hasta mediados de 2009. En lo que sigue examinamos el comportamiento de las cuentas públicas en todo el período con mayor detenimiento.

#### La política fiscal y la demanda agregada

En materia de política fiscal, los principales puntos de inflexión observados en el período posterior a la crisis de 2002 se dieron en 2005 y en 2008. En efecto, si se atiende al impacto agregado de la política fiscal sobre la demanda, esos son los momentos en que se observan cambios de orientación.

El primer punto de inflexión se verifica poco tiempo después de la operación de reestructuración de la deuda pública concretada en febrero de 2005 bajo la administración de Néstor Kirchner. El sector público había jugado un papel contractivo desde la crisis hasta ese momento, como ya se señaló, pero pasaría enseguida a alimentar el crecimiento de la demanda agregada, en el período 2005-2008<sup>27</sup>. En el otro punto de inflexión, a fines de 2008, las variables fiscales volverían a tener un impacto negativo sobre el gasto total.

Esos cambios de orientación pueden constatarse en el gráfico 25 que se incluye a continuación. Se representa allí el “impulso fiscal” sobre la demanda agregada. Las barras graficadas cuantifican la contribución adicional del sector público a la demanda. El gráfico tiene periodicidad mensual pero las cifras reflejan la variación de la presión fiscal sobre el gasto agregado producida en el período *anual* que concluye en cada mes.

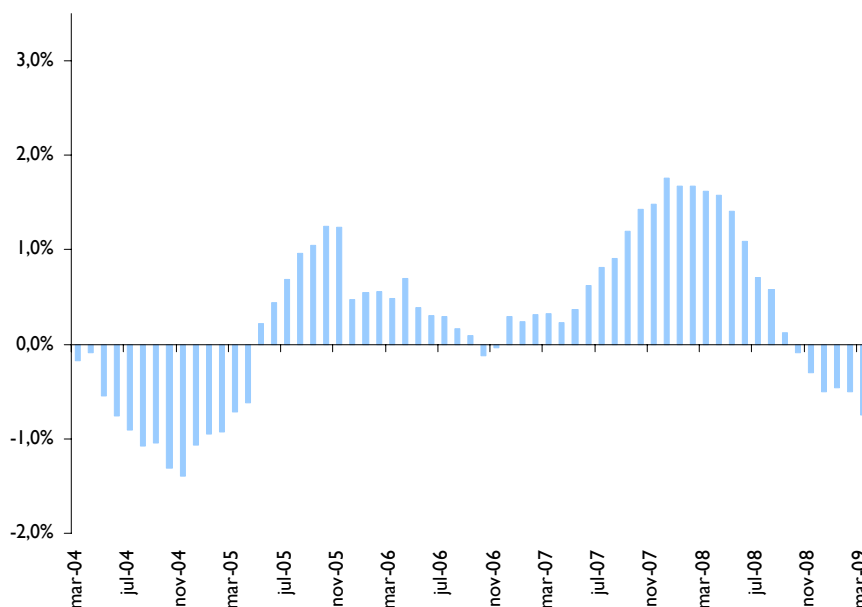
---

<sup>27</sup> La economía comenzó a expandirse rápidamente en 2002; el sesgo contractivo de la política fiscal en los primeros años de la etapa que estaba comenzando apenas atenuó el fuerte crecimiento de la demanda originado en un comportamiento muy dinámico del gasto privado.

Una aproximación gruesa a esa contribución a la demanda resulta de observar la evolución del resultado fiscal primario. Más arriba indicamos que, entre 2004 y 2007, esas variaciones fueron negativas (es decir, el resultado primario se redujo, como indicador de una contribución fiscal positiva al gasto total), y resultaron del orden de 1 punto del PIB al año, en promedio, aproximadamente. En el gráfico 25 se observa que una medida más sofisticada del impulso fiscal arroja resultados de un orden de magnitud semejante a éste. La medida de impulso fiscal del gráfico 25 refleja las variaciones de gastos primarios y recaudación, pero corregidas de modo de dejar de lado los cambios que son de naturaleza endógena (por ejemplo, los aumentos de la recaudación asociados al incremento del producto entre los distintos momentos considerados), o bien aquellos que, siendo exógenos, tampoco reflejan variaciones discrecionales de la política fiscal (por ejemplo, una suba de los precios de bienes exportables por encima de sus valores de tendencia, genera ingresos fiscales adicionales, pero este aumento de la recaudación no constituye naturalmente señal de una política contractiva y debe dejarse de lado en el cálculo del “impulso fiscal”)<sup>28</sup>.

Gráfico 25.

Impulso fiscal como porcentaje del PIB



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía y el Banco Central.

<sup>28</sup> Para una presentación de distintas medidas de desequilibrio fiscal e indicadores de política, incluyendo el de impulso fiscal, cf. Blanchard, O. (1990).

En el gráfico puede observarse que el sesgo expansivo de la política fiscal comenzó en el segundo trimestre 2005, y se extendió hasta el último trimestre de 2008, aunque tendió a aminorar en 2006. Cabe mencionar que tanto 2005 como 2007 fueron años de importantes contiendas electorales. En 2005 se realizaron las elecciones legislativas de mitad del período de la administración de Néstor Kirchner, y en 2007 tuvieron lugar los comicios por la presidencia en los que resultaría electa Cristina Fernández de Kirchner. El comportamiento crecientemente expansivo de la política fiscal en los meses previos a las elecciones tuvo indudablemente un componente de ciclo político. Se observa, además, que las medidas de impulso fiscal comienzan a declinar poco después de esas elecciones, que tuvieron lugar en octubre de 2005 y en el mismo mes de 2007.

En setiembre de 2008, como fue comentado, la crisis global comienza a repercutir de modo más violento sobre las economías emergentes. En los últimos meses de ese año se produce una caída sustancial de los precios de *commodities* que la Argentina exporta, lo que necesariamente impactó sobre la recaudación de tributos a la exportación. Además, comenzó a declinar el nivel de actividad, como consecuencia del fuerte impacto de la contracción de las exportaciones y también de la inversión, en este caso tanto por el cambio desfavorable del contexto externo cuanto por la mayor incertidumbre, abonada por las malas noticias del exterior y por problemas internos ya examinados.

A partir de ese momento, el cambio de contexto fuerza un giro contractivo de la política fiscal. A diferencia del período 2002-2005, cuando la política fiscal contractiva actuaba contracíclicamente, esta fase reciente de impulso fiscal negativo se da justamente cuando la economía ingresa, como hemos mencionado, en un lapso de declinación del nivel de actividad, es decir, actúa procíclicamente.

También puede decirse, considerando la relación entre la política fiscal y el ciclo, que en el período posterior a la crisis hay una etapa de política fiscal contracíclica, que es la que va desde 2002 hasta el primer trimestre de 2005 (en el gráfico no se incluye estimación del impulso fiscal para 2002 y 2003), y una fase de política fiscal procíclica, que se extiende a lo largo del resto del lapso examinado.

En el período de política fiscal expansiva, 2005-2008, los rubros que más contribuyeron al aumento del gasto público, superior al incremento de los recursos,

fueron las erogaciones vinculadas a subsidios al sector privado, y las originadas en sucesivos cambios en el régimen previsional.

Los subsidios al sector privado fueron empleados intensamente con el principal propósito de limitar los ajustes de precios, en un contexto en que la inflación se estaba constituyendo en un problema de importancia creciente. Se lograba así atenuar el impacto inflacionario sobre el gasto de bolsillo de la población, al costo de una presión creciente sobre las cuentas públicas y de una también creciente distorsión de precios relativos. Más adelante, en esta sección, examinamos en mayor detalle la evolución de los subsidios al sector privado y de las medidas relativas al sistema previsional que fueron alterando la composición y el nivel del gasto estatal en los últimos años.

Cabe señalar que, a pesar de que desde 2005 se ingresa en una etapa de impulso fiscal positivo sobre la demanda, las cuentas públicas siguieron arrojando superávits para el sector público consolidado, de modo que continuó el proceso de “desendeudamiento”, reflejado por ejemplo en una sostenida declinación de la deuda pública como porcentaje del PIB.

En lo que sigue de esta sección examinamos en mayor detalle la evolución de las cuentas públicas entre 2004 y 2009, a fin de señalar los rasgos más destacados del comportamiento de los gastos y de los ingresos, así como las cuestiones relativas al financiamiento y la evolución de la deuda.

#### La etapa 2002-2005

En esta fase, el rápido crecimiento económico alcanzado se reflejó también en la dinámica de los ingresos tributarios del sector público nacional y de las provincias. Además del impacto del ciclo sobre la recaudación, debe considerarse que en 2001 se había incorporado el impuesto a las transacciones financieras (a los débitos y créditos bancarios) y en 2002 se realizaron cambios sobre los derechos de exportación<sup>29</sup>. Estos tributos harían contribuciones importantes a los ingresos fiscales luego de la crisis y de la devaluación.

Las retenciones a las exportaciones tuvieron propósito fiscal, pero apuntaron también, en parte, a limitar el impacto de la devaluación sobre los precios internos de

---

<sup>29</sup> Hasta febrero de 2002 las semillas de soja y girasol eran gravadas con una alícuota del 3,5%, y algunos cueros, con un 5%. En marzo estas alícuotas se generalizaron ubicándose entre un 5% y un 20%, según se tratase de productos manufacturados o de productos primarios y sus derivados, respectivamente.

los bienes exportables. Posteriormente, las alícuotas se modificaron varias veces, respondiendo en general, a una mayor necesidad de recursos fiscales.

Durante 2002 la recaudación por derechos de exportación alcanzaría cifras equivalentes a 8% de los ingresos tributarios nacionales (netos de coparticipación); para 2005 esos ingresos se habían elevado a 10% de los ingresos tributarios nacionales.

Al tiempo que la recaudación aumentaba en términos reales, se producía también un cambio en su composición, a favor de los impuestos a la exportación y a las transacciones financieras. En el período 2002-2005 la recaudación tributaria se incrementó a tasas promedio del 32% anual, y se observó una constante mejora en la presión tributaria total que pasó del 19,5% en 2002 al 26,4% en 2005<sup>30</sup>. En forma conjunta, los derechos de exportación y el impuesto a los débitos y créditos bancarios representaron el 15% de la recaudación total y aportaron casi cuatro puntos de la presión tributaria. También los ingresos tradicionales, asociados a la evolución de las variables reales y a mejoras en la eficiencia recaudatoria, aumentaron a lo largo de todo el período.

Por su parte, los gastos primarios mostraron en esa etapa inicial un ritmo de incremento de poco más de 25% i.a. en promedio, inferior al alcanzado por la recaudación. Dado que ésta última aumentaba fuertemente en términos reales, el comportamiento algo menos dinámico del gasto permitió simultáneamente mejorar la situación fiscal y atender diversas demandas sociales.

Por una parte, se produjeron mejoras en los salarios del sector público. Asimismo, se desarrollaron planes sociales que limitaron el efecto de la crisis sobre los sectores más vulnerables de la población (en especial el Plan Jefes y Jefas de Hogar Desocupados); se produjeron incrementos en las asignaciones familiares y también en los haberes provisionales (por ejemplo, el haber mínimo jubilatorio aumentó un 160% a lo largo del período).

El resultado primario promedio del lapso 2002-2005 alcanzó al 3,6% del PIB. Por su parte, el resultado financiero se ubicó en torno al 1,3% del producto. En esa cifra no se consideran los intereses devengados por la deuda en situación de incumplimiento. En 2001 los intereses representaron el 3,8% del producto mientras que entre 2002 y 2005 se ubicarían en promedio en un 1,8% del PIB.

---

<sup>30</sup> Estos porcentajes corresponden a la suma de los ingresos tributarios, más las contribuciones a la seguridad social y los recursos tributarios de provincias.

## Cuadro 5

### Evolución de la Cuenta Ahorro Inversión del Sector Público

(base devengado, en porcentaje del PIB)<sup>31</sup>

|                                  | 2001                             | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007E | 2008E |       |
|----------------------------------|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Sector Público Nacional          | Ingresos Totales                 | 18,5% | 18,9% | 21,3% | 21,1% | 21,4% | 22,7% | 24,5% | 25,9% |
|                                  | Ingresos Tributarios             | 9,3%  | 9,4%  | 11,8% | 13,5% | 13,9% | 13,7% | 13,5% | 14,3% |
|                                  | IVA                              | 2,8%  | 2,1%  | 2,6%  | 3,3%  | 3,4%  | 3,6%  | 3,8%  | 4,0%  |
|                                  | Ganancias                        | 2,3%  | 1,8%  | 2,6%  | 3,3%  | 3,5%  | 3,4%  | 2,7%  | 2,9%  |
|                                  | Débitos y Créditos               | 1,1%  | 1,4%  | 1,3%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,6%  | 1,7%  |
|                                  | Derechos de Exportación          |       | 1,5%  | 2,2%  | 2,2%  | 2,2%  | 2,0%  | 2,3%  | 3,5%  |
|                                  | Soja                             |       |       |       | 0,7%  | 0,6%  | 0,5%  | 0,7%  | 1,0%  |
|                                  | Trigo                            |       |       |       | 0,4%  | 0,4%  | 0,3%  | 0,4%  | 0,6%  |
|                                  | Combustibles                     |       |       |       | 0,7%  | 0,7%  | 0,5%  | 0,4%  | 1,0%  |
|                                  | Otros Ingresos Tributarios       | 3,2%  | 2,7%  | 3,1%  | 3,2%  | 3,2%  | 3,2%  | 3,1%  | 2,2%  |
|                                  | Seguridad Social                 | 3,2%  | 2,8%  | 2,8%  | 3,0%  | 3,2%  | 3,7%  | 5,5%  | 5,3%  |
|                                  | Otros Ingresos                   | 6,0%  | 6,7%  | 6,7%  | 4,6%  | 4,4%  | 5,2%  | 5,6%  | 6,3%  |
|                                  | Gastos Totales                   | 23,1% | 19,2% | 20,2% | 18,5% | 20,7% | 21,3% | 23,6% | 23,1% |
|                                  | Gastos Primarios                 | 19,0% | 17,0% | 18,3% | 17,2% | 18,8% | 19,6% | 21,5% | 23,1% |
|                                  | Remuneraciones                   | 2,5%  | 2,3%  | 2,4%  | 2,1%  | 2,2%  | 2,2%  | 2,3%  | 2,4%  |
|                                  | Prest. Seguridad Social          | 6,3%  | 5,3%  | 5,0%  | 4,8%  | 4,6%  | 4,8%  | 6,2%  | 6,2%  |
|                                  | Transferencias al Sector Privado | 1,7%  | 2,2%  | 2,6%  | 2,5%  | 3,1%  | 2,7%  | 3,5%  | 4,4%  |
|                                  | Transferencias al Sector Público | 1,7%  | 0,5%  | 2,8%  | 0,6%  | 0,7%  | 0,7%  | 1,6%  | 1,5%  |
|                                  | Otros Gastos Primarios           | 6,6%  | 6,5%  | 5,1%  | 6,2%  | 7,0%  | 7,3%  | 5,5%  | 6,4%  |
|                                  | Gastos de Capital                | 0,2%  | 0,2%  | 0,3%  | 0,9%  | 1,3%  | 1,9%  | 2,4%  | 2,3%  |
| Intereses                        | 4,2%                             | 2,2%  | 1,9%  | 1,3%  | 1,9%  | 1,7%  | 2,1%  | 1,7%  |       |
| Superávit Primario               | -0,5%                            | 1,9%  | 3,0%  | 3,9%  | 2,6%  | 3,1%  | 3,1%  | 2,8%  |       |
| Resultado Financiero             | -4,7%                            | -0,3% | 1,2%  | 2,6%  | 0,7%  | 1,3%  | 0,9%  | 1,1%  |       |
| Sector Público Provincial        | Ingresos Totales                 | 11,2% | 10,4% | 11,3% | 12,9% | 13,5% | 13,5% | 13,9% | 13,7% |
|                                  | Ingresos Tributarios             | 8,0%  | 7,3%  | 8,1%  | 9,2%  | 9,4%  | 9,4%  | 11,0% | 11,7% |
|                                  | Otros Ingresos                   | 3,1%  | 3,1%  | 3,3%  | 3,8%  | 4,1%  | 4,1%  | 2,9%  | 2,0%  |
|                                  | Gastos Totales                   | 13,5% | 10,9% | 10,9% | 12,0% | 13,1% | 13,4% | 14,0% | 14,1% |
|                                  | Gastos Primarios                 | 12,6% | 10,4% | 10,4% | 11,6% | 12,8% | 13,1% | 13,7% | 13,8% |
|                                  | Remuneraciones                   | 7,0%  | 5,8%  | 5,1%  | 5,2%  | 5,8%  | 6,1%  | 6,5%  | 6,8%  |
|                                  | Transferencias Corrientes        | 2,9%  | 2,8%  | 2,8%  | 3,1%  | 3,3%  | 3,1%  | 3,3%  | 3,2%  |
|                                  | Gastos de Capital                | 1,2%  | 0,8%  | 1,2%  | 1,8%  | 2,2%  | 2,4%  | 2,5%  | 2,3%  |
|                                  | Intereses                        | 0,9%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,4%  | 0,4%  | 0,4%  | 0,3%  | 0,3%  |
|                                  | Superávit Primario               | -1,5% | 0,0%  | 0,9%  | 1,3%  | 0,7%  | 0,5%  | 0,2%  | -0,1% |
| Resultado Financiero             | -2,4%                            | -0,5% | 0,4%  | 0,9%  | 0,3%  | 0,1%  | -0,1% | -0,4% |       |
| Superávit Primario Consolidado   | -2,0%                            | 1,8%  | 4,0%  | 5,2%  | 3,3%  | 3,5%  | 3,3%  | 2,7%  |       |
| Resultado Financiero Consolidado | -7,0%                            | -0,8% | 1,6%  | 3,5%  | 1,0%  | 1,4%  | 0,8%  | 0,7%  |       |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía y Finanzas.

<sup>31</sup> Debido a que no se cuenta aún con datos completos del Sector Público Consolidado, se realizaron estimaciones para 2007 y 2008. El año 2007 fue estimado utilizando datos devengados del sector público nacional, los que se complementaron con ingresos y gastos figurativos que provienen de las cifras base caja del Sector Público Nacional. Para 2008 se utilizaron los datos devengados de la Administración Nacional a los que se adicionó una estimación para el resto de los organismos pertenecientes al Sector Público Nacional, y al igual que para 2007, esas cifras se complementaron con ingresos y gastos figurativos del Sector Público Nacional base caja. Hay que considerar con cierto cuidado los resultados del sector público en 2007, en particular, porque las reformas al régimen previsional implicaron un ingreso levemente superior a los \$7.800 millones. Dicho ingreso provino básicamente de los saldos acumulados por los regímenes especiales y los titulares de cuentas con menos de \$20.000 acumulados en las AFJPs. Esto es, se computó el traspaso de un stock como un ingreso corriente a las cuentas del sector público. Estrictamente, si se quiere analizar el desempeño puro del Sector Público Nacional correspondería restar estos ingresos, que equivalen a aproximadamente a 1 punto del producto. Esto implicaría un resultado primario de 2,2% del PIB, mientras que el resultado financiero hubiese sido levemente positivo (0,2 % del PIB). El cuadro está elaborado según la Metodología Internacional y en las cifras del Sector Público Nacional no se incluyen los ingresos de tributos que por coparticipación corresponden a las provincias.

## La fase de política fiscal expansiva

En el segundo trimestre de 2005, poco después de la reestructuración de la deuda, el gasto público comienza a mostrar una tendencia a la aceleración. En promedio, el gasto primario nacional y provincial se incrementó a un ritmo anual levemente superior al 33% entre 2006 y 2008.

Si bien se continuó con una política salarial tendiente a recuperar el poder de compra de los salarios empleados públicos y también ciertos componentes de la inversión, los rubros más expansivos fueron los subsidios al sector privado y el gasto de la seguridad social, como se señalara más arriba.

## Los subsidios destinados a limitar los aumentos de tarifas y precios de servicios

Las transferencias al sector privado y público pueden separarse en subsidios y préstamos<sup>32</sup>. Los subsidios comprenden las transferencias de la Administración Pública Nacional para financiar gastos corrientes y/o de capital con el objeto de mantener fijo el precio de determinados bienes y servicios. Por su parte, los préstamos a corto y largo plazo de carácter reintegrable incluyen los aportes de capital y la compra de títulos de empresas públicas.

Desde 2005 se comenzó a observar una mayor participación de las transferencias al sector privado en el gasto primario. La aceleración inflacionaria que comienza a evidenciarse desde ese año llevó al gobierno a implementar estas medidas para limitar esa aceleración de los precios y su impacto sobre los ingresos reales de la población, a costa de recursos fiscales. Así, los subsidios a empresas proveedoras de servicios públicos alcanzaron un crecimiento promedio para el período 2006-2008 del 110% anual, como puede verse en el cuadro que se incluye a continuación.

En el año 2006 los subsidios aumentaron un 81%, alcanzando los \$6.286,3 millones. Los principales destinos de estos fondos fueron los sectores de transporte y energía, que representan conjuntamente el 94% de los subsidios totales. En el caso de los subsidios al sector energético se destacan las transferencias a CAMMESA para financiar las compras de fueloil –principalmente a Venezuela- destinadas a las centrales

---

<sup>32</sup> Debido a la escasa información pública sobre los montos destinados a subsidios utilizaremos como fuente fundamental la publicación que realiza la Asociación Argentina de Presupuesto (ASAP).



térmicas, debido a la escasez de gas. El Fondo Fiduciario para el Transporte Eléctrico Federal se incrementó en 32%.

Cuadro 6

Evolución de los subsidios y préstamos a distintos sectores económicos.

|   | En millones de pesos |               |                |              | Var. i.a    |              |              |
|---|----------------------|---------------|----------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
|   | 2005                 | 2006          | 2007           | 2008         | 2006        | 2007         | 2008         |
| <b>Subsidios</b>                        | <b>3478,8</b>        | <b>6286,3</b> | <b>14626,2</b> | <b>30908</b> | <b>81%</b>  | <b>133%</b>  | <b>111%</b>  |
| <b>Sector Energético</b>                | <b>1758,9</b>        | <b>4031,7</b> | <b>8330,9</b>  | <b>16208</b> | <b>129%</b> | <b>107%</b>  | <b>95%</b>   |
| CAMMESA                                 | 871                  | 1452,8        | 4428           | 8472         | 67%         | 205%         | 91%          |
| Fondo Fid. del T. Eléctrico Federal     | 445                  | 589           | 1145,8         | 166          | 32%         | 95%          | -86%         |
| Provincias                              | 318,4                | 612           | 497,4          | 791          | 92%         | -19%         | 59%          |
| ENARSA                                  |                      | 307,3         | 680,1          | 2766         |             | 121%         | 307%         |
| Resto Subsidios S. Energético           | 124,5                | 1070,6        | 1579,6         | 4013         | 760%        | 48%          | 154%         |
| <b>Sector Transporte</b>                | <b>875,9</b>         | <b>1876</b>   | <b>4218,8</b>  | <b>8746</b>  | <b>114%</b> | <b>125%</b>  | <b>107%</b>  |
| Fondo Fid. Del Sist. De Inf. Transporte |                      | 464           | 1864           | 2724         |             | 302%         | 46%          |
| Concesiones Trenes y Subtes             |                      | 1374,5        | 2307,2         | 2808         |             | 68%          | 22%          |
| Productores de Petróleo Crudo           |                      |               |                | 1922         |             |              |              |
| Aerolíneas Argentinas                   |                      |               |                | 1064         |             |              |              |
| FF.CC Gral. Belgrano                    |                      | 16,8          | 32             | 34           |             | 90%          | 6%           |
| Otros                                   |                      | 20,7          | 15,6           | 194          |             | -25%         | 1144%        |
| <b>Otras Empresas Públicas</b>          | <b>460,9</b>         | <b>232,4</b>  | <b>521,8</b>   | <b>1413</b>  | <b>-50%</b> | <b>125%</b>  | <b>171%</b>  |
| <b>Sector Agroalimentario</b>           |                      |               | <b>1181</b>    | <b>3799</b>  |             |              | <b>222%</b>  |
| <b>Sector Rural y Forestal</b>          | <b>135,8</b>         | <b>22,7</b>   | <b>328,9</b>   | <b>680</b>   | <b>-83%</b> | <b>1349%</b> | <b>107%</b>  |
| <b>Sector Industrial</b>                | <b>247,3</b>         | <b>123,5</b>  | <b>44,8</b>    | <b>62</b>    | <b>-50%</b> | <b>-64%</b>  | <b>38%</b>   |
| <b>Préstamos</b>                        | <b>1209,9</b>        | <b>2312,8</b> | <b>1497,2</b>  | <b>78</b>    | <b>91%</b>  | <b>-35%</b>  | <b>-95%</b>  |
| <b>Sector Energético</b>                | <b>608,9</b>         | <b>1087,4</b> | <b>961,8</b>   | <b>78</b>    | <b>79%</b>  | <b>-12%</b>  | <b>-92%</b>  |
| CAMMESA                                 | 600                  | 500           | 700            | 0            | -17%        | 40%          | -100%        |
| ENARSA                                  |                      | 79,3          | 53,8           | 0            |             | -32%         | -100%        |
| <b>Otros</b>                            | <b>601</b>           | <b>1225,4</b> | <b>535,4</b>   | <b>0</b>     | <b>104%</b> | <b>-56%</b>  | <b>-100%</b> |

Fuente: ASAP.

Los subsidios al transporte pasaron de \$875.9 millones a \$1876 millones, una variación interanual del 114%. Las empresas concesionarias de trenes y subtes fueron las principales beneficiarias, percibiendo casi el 74% de los recursos destinados al sector transporte. En su mayoría, los subsidios fueron destinados a evitar los incrementos en los precios de transporte urbano e interurbano. Durante 2007 se observó una aceleración en el ritmo de crecimiento de los subsidios, que pasaron del 81% i.a. al 133% i.a., alcanzando los \$ 14.626.2 millones. Esto explica aproximadamente el 12% del incremento del gasto primario. Al igual que en el año anterior los sectores más beneficiados con estos subsidios fueron energía y transporte.

El año 2007 se caracterizó por temperaturas invernales más bajas que el promedio, lo que incidió en las compras de combustibles. Cammesa, percibió \$ 4.428 millones para financiar la compra de fueloil, proveniente en su mayor parte de Venezuela, para enfrentar la escasez de gas y asegurar el abastecimiento residencial. Este rubro fue un 205% superior al valor registrado en 2006. Enarsa percibió \$ 680 millones en 2007,

121% más que en 2006. Estas transferencias estuvieron destinadas a las compras de gas a Bolivia.

Por su parte, el sector transporte recibió subsidios por más de \$4.200 millones, los que se destinaron principalmente a los concesionarios de subtes y trenes del área metropolitana y al Fondo Fiduciario del Sistema de Infraestructura del Transporte, para compensar el incremento en el costo de los servicios brindados por las empresas de colectivos. En el primer caso las transferencias son destinadas a subsidiar costos de explotación del servicio debido a la imposibilidad de reajustar las tarifas. En el segundo caso, las transferencias se destinan al Régimen de Compensación Complementaria, destinado a compensar incrementos de costos de las empresas de transporte público de pasajeros automotor urbano y suburbano.

Asimismo, durante 2007 el gobierno nacional decidió otorgar subsidios al consumo interno a través de los industriales y operadores que vendan en el mercado interno productos derivados del trigo, maíz, girasol y soja, con el fin de propiciar la estabilidad de precios. Así, el sector agroalimentario percibió \$ 1.181 millones, representando el 8% del total de subsidios otorgados.

El año 2008 mostró una tasa de variación interanual elevada aunque algo menor. Los subsidios a empresas públicas y privadas se aproximaron a los \$31.000 millones, más que duplicando el valor de 2007. Energía y Transporte fueron nuevamente los mayores receptores de subsidios, percibiendo el 81% del total destinado a ese fin, aproximadamente. Dentro de energía siguieron sobresaliendo los aportes a CAMMESA y a ENARSA, aunque cobraron peso las compensaciones otorgadas a proveedores de combustibles líquidos. Por su parte, dentro de las transferencias con destino al sector transporte, siguieron siendo importantes los gastos destinados a la explotación e inversión de los concesionarios de trenes y subtes y a compensar los mayores costos de las empresas de transporte público automotor, aunque esta erogación fue morigerada con la autorización a principios de 2008 para incrementar las tarifas. En el último año se estatizó Aerolíneas Argentinas y además se otorgaron créditos fiscales a favor de las petroleras, en compensación por el aporte de gasoil subsidiado para el transporte público de pasajeros.

## Las medidas en relación con el sistema de Seguridad Social

En lo que respecta al sistema de seguridad social, el gobierno terminó de instrumentar durante el primer semestre de 2007 lo que se conoció como plan de inclusión previsional. Este plan otorgó una prestación previsional anticipada (conocida como moratoria previsional), que permitió el acceso de aproximadamente 1,4 millones de personas que no cumplían los requisitos necesarios para percibir una prestación. En ese momento se estimó un costo anual adicional de más de \$7.000 millones. En consecuencia, y dado el evidente deterioro que esto traería sobre las cuentas públicas, el gobierno tomó medidas tendientes a incrementar los ingresos del sistema público de reparto. En primer lugar se dispuso el Traspaso de Regímenes Especiales. Una resolución de la Secretaría de Seguridad Social traspasó los regímenes para investigadores científicos, docentes, etc., desde el segmento privado de capitalización al estatal. Luego, se estableció el traspaso de todos aquellos aportantes al régimen de capitalización que hubiesen acumulado saldos en sus cuentas por menos de \$20.000. Finalmente, mediante la ley 26.222 se estableció la Libre Opción Jubilatoria. Esta permitía cambiar voluntariamente de régimen desde enero de 2008, lo que implicaba traspasar sólo los flujos provenientes de los aportes mientras los stocks acumulados en las cuentas de capitalización serían administrados por las AFJP. Esta opción estaría disponible por un plazo de 90 días y luego se reabría cada 5 años. Adicionalmente se modificó la forma de distribución de los indecisos. Inicialmente se repartían entre las AFJP, ahora pasarían automáticamente al régimen de reparto. En síntesis, este conjunto de modificaciones implicó egresos (correspondientes al pago de haberes a 1,4 millones de nuevos jubilados) estimados en aproximadamente \$7.500 a \$8.000 millones. Por el lado de los ingresos, los indecisos aportarían aproximadamente \$150 millones. En segundo lugar, las cuentas de menos de \$20.000 implicarían un ingreso de aproximadamente de \$7.000 millones entre stocks y flujos (traspaso del aporte mensual y además del stock acumulado). En tercer lugar, los regímenes especiales implicarían aproximadamente \$3.000 millones adicionales<sup>33</sup>. Si bien en conjunto estas modificaciones implicaron una suma importante de ingresos que logró compensar en 2007 los gastos adicionales originados en el mayor número de jubilados y en las

---

<sup>33</sup> Parte de los cuáles están contemplados dentro de los \$7.000 millones ya mencionados, por lo que no corresponde sumar ambos conceptos.

mejoras de los haberes previsionales, no debe perderse de vista que gran parte de estos ingresos son traspasos de stocks.

#### Cambios en las retenciones

Hacia fines de 2007 el gobierno introdujo nuevas medidas tributarias modificando las alícuotas de impuesto a las exportaciones<sup>34</sup>. Estas impactaron directamente en las exportaciones del complejo agroexportador y de hidrocarburos. Se incrementaron las alícuotas de los principales productos exportados, mientras que se estableció un sistema de retenciones móviles para las exportaciones de petróleo y naftas. El cuadro 6 especifica los principales cambios en las alícuotas registrados en noviembre de 2007, en lo que respecta a las exportaciones agropecuarias.

Cuadro 7

#### Alícuotas aplicadas al complejo agroexportador.

| Producto            | Alícuota previa<br>Res.368-369/2007 | Alícuota posterior<br>Res.368-369/2007 |
|---------------------|-------------------------------------|--|
| Semillas de Girasol | 23.5                                | 32                                     |
| Pellets de Girasol  | 20.0                                | 30                                     |
| Aceite de Girasol   | 20.0                                | 30                                     |
| Habas de Soja       | 27.5                                | 35                                     |
| Pellets de Soja     | 24.0                                | 32                                     |
| Aceite de Soja      | 24.0                                | 32                                     |
| Trigo               | 20.0                                | 28                                     |

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

Todas esas modificaciones se dieron en un contexto de continuo crecimiento de los precios internacionales de las materias primas y combustibles (ver Gráfico 26), pero respondieron fundamentalmente a la necesidad de mayores recursos que imponía el fuerte crecimiento del gasto estatal.

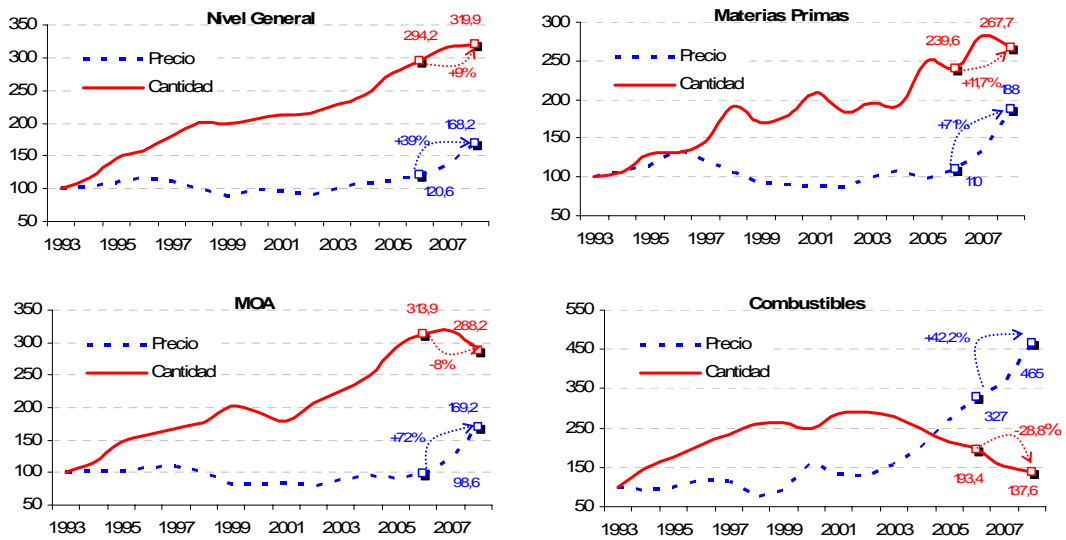
Si los precios internacionales de las commodities fueron elevados en 2007 y 2008, a fines de ese último año tendieron a derrumbarse. La evolución de los índices de

<sup>34</sup> A comienzos de 2007 ya se había modificado la alícuota de la soja llevándola del 23% al 27,5%.

cantidades y precios de productos exportados muestra que estos últimos fueron el motor del crecimiento de las exportaciones en los últimos años. Mientras las cantidades exportadas mostraron leves variaciones en los últimos dos años (menos de 10%), los precios variaron en promedio un 39%.

Gráfico 26

Evolución de los índices de precios y cantidades de las exportaciones por principales rubros



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

Cuadro 8

Evolución de los Principales Precios de Commodities

|                    | Precio Promedio |      | Variación | 2007       |
|--------------------|-----------------|------|-----------|------------|
|                    | 1980-2005       | 2006 | 2007-2008 | 08/1980-05 |
| Trigo              | 147             | 152  | 291       | 97,4%      |
| Maiz               | 110             | 122  | 193       | 76,3%      |
| Soja               | 228             | 217  | 385       | 68,9%      |
| Aceite de soja     | 487             | 551  | 967       | 98,5%      |
| Aceites de girasol | 594             | 713  | 1183      | 99,3%      |
| Petróleo WT1       | 26              | 66   | 86        | 232,1%     |

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

Dado el agotamiento de los ingresos adicionales de la seguridad social, que en 2007 alcanzaron los \$7.800 millones y representaron el 80% del resultado financiero del sector público nacional, el gobierno asumido a fines de 2007 intentó aprovechar el que por entonces era un buen momento de los precios de las *commodities* para subir las alícuotas y cambiar la estructura de retenciones fijas por una móvil. Esto derivó en un fuerte conflicto con el sector agropecuario que como medida de protesta llevó adelante un paro y cortes de ruta generando la necesidad de tratar el proyecto en el Congreso Nacional. En la cámara baja obtuvo media sanción, pero no corrió igual suerte en el Senado, que finalmente terminó no acompañando la voluntad del gobierno. A pesar de este conflicto que alteró la dinámica exportadora en 2008, los precios de las *commodities* alcanzaron picos históricos que permitieron obtener ingresos por derechos de exportación por \$36.055 millones, un 76% superiores a los obtenidos en 2007.

#### La evolución del endeudamiento público

Naturalmente, la dinámica de los flujos del sector público se reflejó también en la evolución de la deuda, según examinamos en este acápite.

Desde el *default*, la deuda del sector público se incrementó por diferentes motivos, aunque principalmente debido a la emisión de obligaciones destinadas a resolver los problemas generados por la pesificación de activos y pasivos bancarios anteriormente denominados en dólares.

En primer lugar, se emitieron bonos para compensar a los bancos por la llamada pesificación asimétrica. Esa emisión de bonos alcanzó U\$S 5.900 millones.

Luego, los sucesivos reclamos judiciales por parte de ahorristas que reclamaban la restitución de sus depósitos en la moneda de origen y que obtuvieron fallos favorables motivaron tres ofertas de canje voluntario de los depósitos reprogramados por títulos públicos. Las dos primeras implicaban un cambio en la responsabilidad de la deuda, que pasaba de los bancos al estado. La tercera implicaba liberar el total de depósitos reprogramados y que el sector público se hiciera cargo de la diferencia entre el valor del depósito en dólares y el monto liberado. Estas tres opciones implicaron un incremento de la deuda de aproximadamente U\$S 6.086 millones.

Los traspasos de pasivos bancarios provinciales al Estado Nacional supusieron un aumento de la deuda de éste último de U\$S 9679 millones.

El rescate de cuasi monedas incrementó la deuda por U\$S 2429 millones. Adicionalmente, entre 2002 y 2003 se reconocieron deudas a jubilados, empleados y proveedores por U\$S 2028 millones y se declaró inconstitucional el recorte del 13% de salarios y jubilaciones, lo que implicó una emisión de nuevos títulos por \$873 millones. Al mismo tiempo se reconoció deuda flotante con proveedores por U\$S 1155 millones.

En febrero de 2002 el gobierno dispuso la conversión a pesos ajustados por CER de toda la deuda emitida en moneda extranjera bajo legislación argentina. Esta medida afectaba básicamente a los préstamos garantizados emitidos en noviembre de 2001. Los préstamos garantizados se emitieron con la condición de reconvertir al bono original en caso de cambiar las condiciones de emisión. De este modo, la mayoría de las AFJP decidieron reconvertir acreencias por U\$S 17.800 millones por bonos originales. A pesar de esto la pesificación redujo la deuda emitida bajo legislación nacional en unos U\$S 22.086 millones. Sin embargo, los efectos de la inflación aumentaron el valor de la deuda indexada por CER. El conjunto de medidas recapituladas implicó aumentos de la deuda por U\$S 28.184 millones entre fines de 2001 y 2003.

A mediados de 2003, en el marco de la reunión anual del FMI y el Banco Mundial, Argentina presentó los lineamientos y la agenda de reestructuración de la deuda en Dubai, propuesta que sería modificada posteriormente. La operación de canje de la deuda en condición de cesación de pago culminó en marzo de 2005<sup>35</sup>.

El resultado del canje evidenció una aceptación del 76%, aproximadamente. De esta manera, el stock de deuda bruta, que había alcanzado los U\$S 191.242 millones en diciembre de 2004, se redujo a U\$S 126.567 millones.

Este proceso implicó la conversión de 152 bonos elegibles, 8 legislaciones y 6 monedas por 11 nuevos bonos, en solo 4 legislaciones y 4 monedas. El canje implicó

---

<sup>35</sup> Del total de deuda, sólo U\$S 87.050 millones eran elegibles según la oferta del gobierno argentino. La oferta de canje implicaba la emisión de deuda nueva con fecha del 31 de diciembre de 2003. El monto máximo a emitir alcanzaría los U\$S 38.500 millones en el caso de que la aceptación fuera inferior o igual al 70%, y U\$S 41.800 millones en el caso que la aceptación fuera superior a ese porcentaje. Los 152 bonos implicados serían canjeados por 3 nuevos instrumentos: Bonos Par, Bonos Cuasipar y Discount. Los montos a emitir de cada uno de estos instrumentos variaban según el escenario, con excepción de los bonos cuasipar que tenían como destino a las AFJP. Todos los bonos a emitirse, en ambos escenarios, incorporaban adicionalmente Unidades Ligadas al Crecimiento del PIB por el monto total de capital efectivamente canjeado. Estas unidades podrían cotizar separadamente una vez transcurridos 6 meses desde la finalización del canje. La posesión de cada unidad brindaría el derecho a recibir una renta proporcional del 5% del excedente del PIB observado respecto del PIB base siempre y cuando el primero hubiera crecido más de 3% durante el último año. El PIB base se definió como aquel que incorpora un ritmo de crecimiento anual promedio de alrededor de 3%, usando como punto de partida el PIB de 2004. Para un análisis de la evolución de la deuda, el *default* y la reestructuración de 2005, ver Damill, Frenkel y Rapetti (2005).

una reducción del valor nominal de la deuda, extensión de los plazos de vencimientos, reducción de los servicios de deuda de los próximos años, y simplificación en la estructura de los pasivos del gobierno, limitando la vulnerabilidad frente a shocks externos y permitiendo elevar la calificación de la deuda.

Luego del canje, el gobierno buscó financiamiento para hacer frente a los vencimientos de la deuda a través de emisiones que se colocaron en el mercado voluntario de crédito, además de contar con las colocaciones directas que se realizaron a Venezuela por U\$S 1512 millones (Boden 2012, tasa Libor).

Hacia fines de 2005 se anunció la cancelación del saldo de la deuda contraída con el Fondo Monetario Internacional. El 3 de enero de 2006, conforme lo dispuesto por el Decreto N° 1601/05, la República canceló por un total de US\$ 9.530 millones la deuda con el FMI. Para esto se utilizaron reservas internacionales del BCRA, lo cual generó una obligación con esta institución que se instrumentó mediante una Letra en dólares, con vencimiento íntegro en el año 2016 (Letra Intransferible 2016).

La tendencia a una mejora en la calificación de la deuda argentina luego del canje se acentuó en 2006 y se reflejó en la continua disminución de la prima de riesgo país y en mejoras en la calificación de la deuda soberana otorgadas por las agencias calificadoras de riesgo.

Como consecuencia de cierta caída nominal de la deuda y del fuerte crecimiento del PIB en el período se redujo la relación deuda/producto, como se muestra en el cuadro 9.

Cuadro 9

Relación Deuda Pública/PIB

| Año  | Deuda pública<br>mill. USD | PIB mill. USD | Ratio Deuda<br>Producto |
|------|----------------------------|---------------|-------------------------|
| 2001 | 144266                     | 268779        | 53,7%                   |
| 2002 | 152980                     | 91939         | 166,4%                  |
| 2003 | 178821                     | 128885        | 138,7%                  |
| 2004 | 191295                     | 150266        | 127,3%                  |
| 2005 | 128629                     | 174170        | 73,9%                   |
| 2006 | 136725                     | 213729        | 64,0%                   |
| 2007 | 144728                     | 258003        | 56,1%                   |
| 2008 | 145975                     | 300749        | 48,5%                   |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía y Finanzas



La deuda nominal pasó de U\$S 189.753 millones a fines del segundo semestre de 2005 a U\$S 149.847 millones en el tercer trimestre, evidenciando una caída de aproximadamente 21% (U\$S 39.905 millones). A fines de 2008 la deuda había aumentado en U\$S 25.943 millones, revirtiendo parcialmente la caída que se había producido con el canje. La mayor parte de esta reversión se debió a factores de valuación, que en conjunto explican el 53% de la variación. Sin embargo, este 53% es el resultado de la interacción de diversos factores que actuaron en diferentes sentidos. En sentido positivo o incidiendo para reducir la deuda está la variación del tipo de cambio ( – U\$S 8505). El principal factor de expansión de la deuda fue el CER, que aportó U\$S 18.240 millones. Por su parte, las operaciones del período (Amortizaciones – Nuevas Deudas) operaron en el mismo sentido que el CER aunque con un aporte aproximadamente 50% menor.

## Cuadro 10

## Factores de variación de la Deuda Pública con posterioridad al canje

|  | Millones de u\$s |
|--|------------------|
| <b>STOCK AL 30-09-2005 (*)</b>   | <b>149847,49</b> |
| <b>Ajustes al inicio del período</b>   | <b>-830,689</b>  |
| <b>INCREMENTOS (1)</b>   | <b>88.042</b>    |
| Adelantos Transitorios del BCRA  | 20.756           |
| Boden  | 13.151           |
| Bogar  | 463              |
| Bonar  | 6.376            |
| Bonos de consolidación   | 3.083            |
| Letra Intransferible 2016  | 9.530            |
| Letras del Tesoro  | 14.256           |
| Multilaterales   | 6.427            |
| Pagaré M. Interior   | 6.114            |
| Otros  | 7.887            |
| <b>DISMINUCIONES (2)</b>   | <b>79.222</b>    |
| Adelantos Transitorios del BCRA  | 20.355           |
| Boden - Amortizaciones   | 12.600           |
| Bogar - Amortizaciones   | 1.949            |
| Bonos de consolidación - Amortizaciones  | 1.969            |
| Bonos y Letes - Medidas cautelares, excepciones y ajustes                                | 229              |
| Recompra Bonos del Canje -Dto. 1735/04 (**)  | 2.121            |
| Letras del Tesoro  | 9.632            |
| Multilaterales   | 18.719           |
| Préstamos Garantizados - Amortizaciones  | 4.410            |
| Pagaré M. Interior   | 2.731            |
| Otros préstamos - Amortizaciones, cesiones y ajustes                                     | 4.507            |
| <b>a) VARIACIONES DEL PERIODO (1)-(2)</b>  | <b>8.820</b>     |
| <b>b) AJUSTES DE VALUACION</b>   | <b>13.635</b>    |
| Tipo de Cambio   | (8.505)          |
| Incremento de la deuda por el CER  | 18.240           |
| Capitalización de Bonos del Canje, Préstamos Garantizados, Pagaré Banco Nación y Bocones | 3.900            |
| <b>A) SUB-TOTAL VARIACIONES (a+b)</b>  | <b>22.455</b>    |
| <b>B) Atrasos de interés del período</b>   | <b>3.488</b>     |
| <b>II- TOTAL VARIACIONES DEL PERIODO (A+B)</b>   | <b>25.943</b>    |
| <b>STOCK AL 31-12-2008 ( I + II ) (*)</b>  | <b>174.959</b>   |
| <b>Ajustes por deuda no presentada al canje (**)</b>                                     | <b>(28.984)</b>  |
| <b>STOCK FINAL AL 31-12-2008</b>   | <b>145.707</b>   |
| <b>Activos financieros</b>   | <b>(17.290)</b>  |
| <b>STOCK NETO AL 31-12-2008</b>  | <b>128.416</b>   |

(\*) Incluye deuda no presentada al canje.

(\*\*\*) En el Prospecto presentado para el canje, en el apartado denominado "Risk Factors" o factores de riesgo, se pone de manifiesto como primer factor de riesgo que aquellos títulos elegibles para el canje que no se presenten, podrán permanecer impagos indefinidamente. Además se promulgó la Ley 26.017, que en su artículo 2° manifiesta que "El Poder Ejecutivo Nacional no podrá, respecto de los bonos a que se refiere el artículo 1° de la presente, reabrir el proceso de canje establecido en el Decreto N° 1735/04 mencionado".

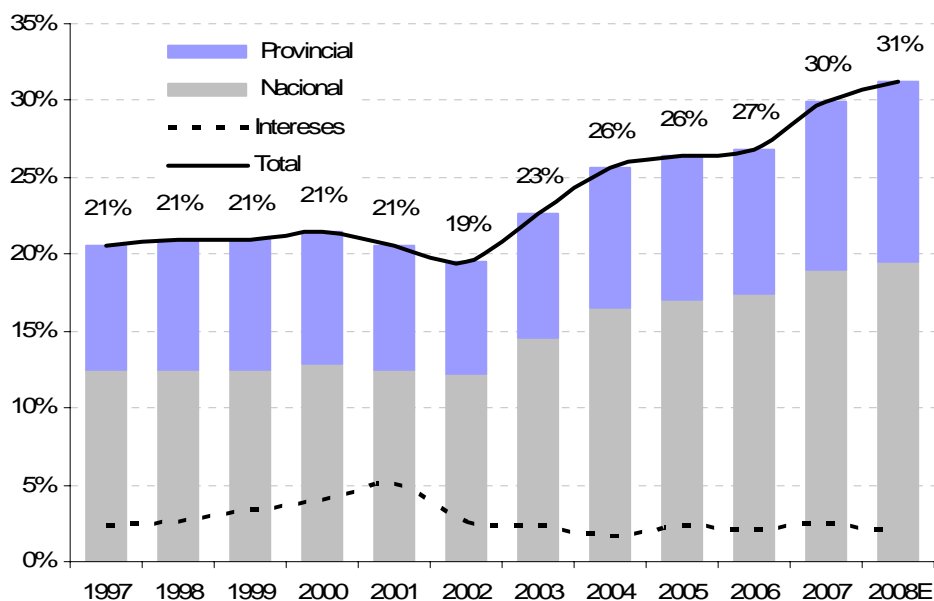
Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

Durante todo este período la operatoria corriente del sector público permitió obtener los recursos necesarios para hacer frente a los pagos de intereses y parte de los pagos de capital.

Como se aprecia en el Gráfico 27 los recursos tributarios crecieron desde 2002 en forma sostenida, alcanzando una presión tributaria récord, en 2008, en torno a 31% del PIB. Por su parte, los intereses de la deuda medidos en términos del producto no presentaron fuertes variaciones a lo largo del mismo período. Esto se debió a que hasta la renegociación de la deuda en 2005 se dejaron de computar los intereses devengados y no pagados y posteriormente, el canje implicó un alivio en la carga de intereses. Además, el canje implicó no sólo un alargamiento de la vida promedio de la deuda sino que reflejó una menor exposición al riesgo cambiario al tiempo que se observó una reducción del endeudamiento con acreedores externos.

Gráfico 27

Presión Tributaria e Intereses como % del PIB.



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

La porción de pagos que no se logró cubrir con los ingresos de la operatoria corriente del sector público fue financiada mediante la intervención en los mercados domésticos de deuda y a través de emisiones directas a Venezuela. Durante 2006 una de las mayores operaciones de crédito público fue la emisión de una letra al Banco Central

debido a la utilización de reservas de libre disponibilidad con motivo de la cancelación de la deuda con el FMI. Esta operación implicó que durante 2006 se observara una reducción de la deuda con los Organismos Internacionales pasando de representar el 20% del total de deuda en 2005 al 11% en 2006. En este sentido también colaboraron las cancelaciones con el resto de los Organismos (BID y BIRF). El financiamiento mediante adelantos transitorios alcanzó a los U\$S 1.252 millones mientras que los títulos y letras del sector público aumentaron U\$S 16.300 millones. En este contexto las calificadoras de riesgo elevaron la nota de la deuda llevándola en el caso de Standard & Poor's de B a B+ debido a la mejora en la liquidez del país junto con niveles de deuda en descenso.

Durante 2007 y 2008 la estructura de deuda se mantuvo relativamente constante debido a que si bien primaron las emisiones en dólares – durante 2007 - y se observó un incremento del tipo de cambio, la parte en pesos también se incrementó por el ajuste de la deuda por el CER.

A lo largo del período se verificó un incremento de las tasas de interés pagadas por la deuda. Esto respondió en primer lugar a las mayores tasas por colocaciones con Venezuela, a la renovación del financiamiento intra sector público (letras) a tasas que tendieron a acercarse más a las de mercado y fundamentalmente a la mayor tasa que debió pagarse en el mercado local debido a la manipulación del índice de precios del INDEC que afectó a la evolución del CER. Desde mediados de 2007, como fue mencionado arriba, junto a los incrementos de la prima de riesgo soberano y del precio del seguro contra *default* sobre los bonos argentinos, aumentó también el rendimiento promedio de las licitaciones de deuda. En este contexto el sector público tendió a intensificar el uso del financiamiento intra- sector público. Se observó particularmente una mayor colocación de letras y mayor toma de adelantos transitorios (AT) del Banco Central. Con respecto a los AT, la ley 26422 de 2008 introdujo una modificación que permitió expandir el monto tomado por el sector público. Previo al cambio de 2008, el sector público estaba habilitado a tomar AT sólo para el pago a Organismos Internacionales de crédito. Luego del cambio se amplió el destino de los AT al pago de cualquier obligación en moneda extranjera. A lo largo de todo este tercer período el sector público fue un demandante neto de divisas para hacer frente al pago de servicios de la deuda en moneda extranjera. De este modo se convirtió en un factor de contracción de la base monetaria.

## Efectos de la crisis *subprime*

A partir de setiembre de 2008 la recaudación tributaria viene sufriendo los impactos del cambio del marco internacional y del freno al nivel de actividad interna. El primero factor es el más importante. La recaudación de impuestos al comercio exterior ha caído abruptamente a fines de 2008 y comienzos de 2009. Eso se debe, por un lado, a la declinación de los precios de exportación de bienes como la soja y otros, que afectó los ingresos por retenciones. En el futuro inmediato, pesará también la declinación de las cantidades exportadas de productos agropecuarios afectados por la grave sequía que dañó la producción de la campaña 2008-2009 y también la siembra de algunos cultivos. La abrupta declinación de las importaciones tiene también impacto en los ingresos fiscales.

Otros impuestos, como el IVA-DGI y ganancias, que se vinculan con el nivel de actividad, están siendo alcanzados por el efecto de la recesión.

Mientras tanto, el gasto público agregado ha venido creciendo, a inicios de 2009, a un ritmo muy superior al de la recaudación. Eso resulta en un progresivo deterioro de las cuentas públicas y una declinación sostenida del resultado primario que se ha reflejado asimismo en expectativas, en los mercados financieros, de posibles dificultades para el servicio de la deuda pública.

Frente a esta situación se han venido tomando algunas medidas que, como se señalara más arriba, hacen negativo el signo del impulso fiscal desde el último trimestre de 2008. Así, se han venido produciendo incrementos de tarifas públicas para contener la evolución de los subsidios.

Aunque la acción de mayor envergadura destinada a fortalecer las finanzas del sector público ha sido la operación extraordinaria de estatización del sistema privado de jubilaciones y pensiones, mencionada más arriba.

Con esta operación, a falta de un fondo anticíclico, que pese a lo manifestado en 2005 por el gobierno como propósito, no llegó a constituirse, éste obtuvo recursos excepcionales, que le permiten hacer frente en mejores condiciones a las derivaciones negativas de la crisis global. La operación de estatización de los fondos del sistema previsional privado basado en las AFJPs, a fines de 2008, más allá de su efecto indudablemente negativo sobre las expectativas privadas y sobre la credibilidad gubernamental, cambió decisivamente el panorama financiero fiscal.

Por un lado, permite al sector público contar con un flujo anual de ingresos anuales muy significativo, del orden de los 11.000 millones de pesos. Adicionalmente, el sector público posiblemente acabe utilizando también, para financiarse, los activos que la ANSES mantiene contra otros agentes, como plazos fijos en bancos y activos externos, los que también actuarían como un “colchón” que permitiría hacer frente a la necesidad de fondos de 2009 y posiblemente también de 2010.

Otra consecuencia muy relevante de la operación de estatización de los fondos previsionales privados es que la misma permitió al sector estatal hacerse de un volumen no menor de títulos de la deuda pública que estaban en poder de las AFJPs, el que fue de hecho “internalizado” por esta vía, reduciendo el tamaño de los compromisos netos con otros acreedores. Se estima que actualmente alrededor de 29% de la deuda pública está en manos de organismos estatales, de la ANSES en primer lugar, y del BCRA en segundo término.

En materia de servicios de la deuda, esta operación en la esfera previsional fue complementada con otras destinadas también a reducir el tamaño de esos compromisos en lo inmediato. Por un lado, se concretaron operaciones de refinanciación, en especial de los llamados “préstamos garantizados”, que redujeron los vencimientos a enfrentar en 2009 y años subsiguientes.

Por otro lado, se han venido realizando recompras de deudas (por parte de la ANSES, pero también del Banco Central y del Banco Nación), aprovechando las cotizaciones “de *default*” que venían presentando los títulos públicos.

Mediante las acciones mencionadas, el perfil de la deuda ha ido cambiando recientemente de manera significativa y favorable.

Así, un porcentaje elevado de los vencimientos de intereses y capital de 2009 y 2010 corresponde a pagos dentro del propio sector público, lo que facilita la realización de operaciones de refinanciamiento mediante la colocación de nueva deuda a esos organismos.

De todos modos, subsiste el problema de hacer frente a los compromisos remanentes en un contexto en el que, hasta el momento, el sector público argentino no tiene ningún acceso al financiamiento de fuentes privadas, en particular al de fuentes externas. Esto obliga a hacer frente a los vencimientos con superávit fiscal o, cuando se trata de vencimientos de deudas en dólares, recurriendo a la disponibilidad de crédito del Banco Central al sector público, lo que implica la utilización de reservas de divisas de la autoridad monetaria para efectuar esos pagos.

Lo que se ha señalado indica también que no quedará margen para una política fiscal contracíclica, de no mediar alguna forma de reapertura del acceso al crédito externo. En realidad, una cuestión decisiva en el segundo semestre de 2009 es la de recomponer la confiabilidad en la acción gubernamental, afectada negativamente por acciones como, en especial, la distorsión de las estadísticas públicas, y recomponer la coherencia del esquema de política macroeconómica que se ha ido desgajando. Solo de ese modo podrá detenerse la salida de capitales y eventualmente evitar una mayor profundización de la recesión, que además de sus efectos sobre el crecimiento y el empleo, tendería a comprometer aún más el panorama fiscal.

## **5. Resumen y conclusiones**

Cuando el impacto de la crisis internacional sobre los países en desarrollo se hizo sentir plenamente, desde setiembre de 2008, el funcionamiento de la economía argentina ya estaba negativamente afectado por problemas irresueltos acumulados en el período 2003-2006, por errores de política económica cometidos en ese período y por el desgajamiento, durante 2007 y 2008, del esquema de política macroeconómica puesto en práctica entre 2003 y 2006.

La inflación y su tratamiento por parte de las autoridades ocupan un lugar de gran importancia en nuestro diagnóstico. Entre los años 2003 y 2006 el gobierno argentino instrumentó una configuración de políticas macroeconómicas que denominaba “el modelo”. “El modelo” tenía al tipo de cambio real competitivo como su rasgo más definitorio. Un aspecto negativo de la preservación de un tipo de cambio competitivo es que en economías con determinadas características estructurales – entre las que se encuentra la economía argentina – esa componente del esquema macroeconómico puede generar presión inflacionaria. La política cambiaria de preservación de un tipo de cambio real competitivo fomenta el crecimiento y el empleo, pero el TCRCE es en cierta forma un instrumento rústico, que no debe utilizarse en forma aislada. Para mantener la inflación controlada cuando se preserva un tipo de cambio real competitivo, la política cambiaria debe ser parte de un esquema que incluya las políticas fiscales y monetarias consistentes con ella y con el control de la inflación.

Nuestra hipótesis es que la inflación se aceleró después de 2003 porque la presión sobre el acelerador resultante de la preservación de un tipo de cambio competitivo no fue contenida y regulada por otras políticas económicas. Por el

contrario, cuando hubiera sido necesario utilizar la política fiscal como freno, esta política adoptó un sesgo expansivo, adicionando un impulso fiscal positivo al rápido crecimiento de la demanda agregada que venía impulsando el gasto privado.

A partir de los niveles mínimos alcanzados en 2003, inferiores al 4% anual, la inflación medida por el IPC se duplicó en 2004 y volvió a duplicarse en 2005, superando el 12%. En 2006 el gobierno consiguió detener la aceleración mediante algunas acciones puntuales, que afectaron a mercados específicos, principalmente los de lácteos y carne. A fin de 2006 la tasa anual del IPC se había reducido a 10%. Pero los precios de bienes no regulados ni sujetos a acuerdo estaban aumentando a un ritmo anual de 13%.

Hasta fines de 2006 el objetivo de las autoridades era mantener la tasa de inflación en un dígito. El principal instrumento para esto, además del práctico congelamiento de las tarifas y precios de servicios públicos, era la política de controles, bajo la forma de acuerdos sectoriales. Pero la persistencia de la presión inflacionaria hacía crecientemente inefectivo ese instrumento. A la presión de demanda del gasto privado y algún impacto interno de los aumentos de los precios internacionales (no neutralizados completamente por la regulación de los precios de combustibles y energía y los acuerdos sectoriales) se había sumado el sesgo expansivo que había adoptado la política fiscal en 2005, que se acentuaría en 2007. La persistencia de las presiones inflacionarias no llevó a las autoridades a encarar un programa integral de estabilización. Frente a la aceleración inflacionaria que se hacía difícil contener mediante las regulaciones y controles, las autoridades no adoptaron un programa antiinflacionario integral ni tampoco endurecieron los controles para intentar aumentar su efectividad. En lugar de instrumentar medidas para contener efectivamente la inflación, se decidió aparentemente mantener el objetivo de inflación de un dígito, pero para las cifras de inflación publicadas por el INDEC, controlando el indicador en lugar de controlar la inflación. La inflación se aceleró fuertemente en 2007, alcanzó una tasa máxima de aproximadamente 29% en abril-mayo de 2008, para reducirse gradualmente posteriormente y ubicarse en el orden de 15% a mediados de 2009.

Las cuentas fiscales jugaron un rol contractivo al comienzo de la fase de fuerte crecimiento. El giro expansivo de la política fiscal comenzó en 2005 y se acentuó posteriormente, en 2007, lo que puede atribuirse en parte a que ese fue un año electoral, en el que el gobierno pretendía y lograría imponer su propia sucesión. Abandonando la idea, planteada hasta 2005, de conformar un fondo fiscal anticíclico, entre 2004 y 2007



la política fiscal adicionó un impulso positivo a la demanda agregada del orden de un punto del PIB por año, por la paulatina reducción del superávit primario. En 2005 la economía estaba creciendo a una tasa algo mayor al 9% y venía manteniendo un ritmo de crecimiento similar por tres años consecutivos. Por otro lado, la tasa de inflación venía acelerándose sistemáticamente y alcanzó un 12,3% a fin de ese año. Había presiones inflacionarias evidentes operando en la economía argentina. Pocas dudas caben que la situación requería la aplicación de algún freno al ritmo de expansión de la demanda agregada. Por la debilidad de los mecanismos de transmisión de la política monetaria que caracteriza el funcionamiento de la economía en todo el período, la política de tasas de interés no hubiera constituido un freno eficaz. El principal instrumento de freno disponible era la política fiscal. Pero el gobierno tomó el camino inverso, agregando impulso fiscal expansivo al rápido aumento del gasto privado.

La manipulación del IPC comenzó en enero de 2007. Poco tiempo después el INDEC cerró el acceso del público a las bases de la Encuesta Permanente de Hogares, que eran accesibles a los analistas hasta entonces. De esta manera, aunque se disponga de estimaciones de las líneas de indigencia y pobreza basadas en estimaciones privadas de precios, el cierre del acceso a las bases de la EPH hace imposible realizar estimaciones independientes de los indicadores de indigencia y pobreza. Tampoco es posible analizar la evolución de la distribución de ingresos. Además, los conflictos suscitados en el INDEC redundaron en fallas en la recolección de las muestras de la EPH y en su elaboración, lo que hace dudosa la información publicada sobre empleo y desempleo. Estos cálculos no pueden ser replicados por analistas independientes, como se hacía habitualmente, porque las bases de la EPH no son accesibles.

Más adelante, en el segundo trimestre de 2008, la manipulación de los resultados estadísticos se extendió a los estimadores de actividad, de actividad industrial, y a las Cuentas Nacionales. Los problemas con relación a estas estadísticas se agravaron en el cuarto trimestre de 2008 y en el primero de 2009. El contraste con la información recogida por otras fuentes sugiere que en los períodos mencionados hay una sistemática sobreestimación del producto y los niveles de actividad.

La manipulación de las estadísticas del INDEC fue la principal razón por la que la deuda argentina fue castigada por los mercados, desde comienzos de 2007. La liquidación de bonos argentinos comenzó en abril de 2007, precisamente cuando se verificó que la práctica de subestimación de las tasas de inflación se había constituido en una conducta sistemática y permanente.

Otro efecto asociado con la extensión de la desconfianza en los mercados financieros es la fuga de capitales. La cuenta “Formación de activos externos del sector privado no financiero” del balance cambiario del Banco Central comenzó a arrojar resultados negativos importantes desde el tercer trimestre de 2007. De allí en adelante, un importante flujo de fuga de capitales se constituyó en característica permanente del balance de pagos argentino.

La emergencia de la fuga de capitales coincide temporalmente también con el comienzo de la crisis financiera en Estados Unidos (agosto de 2007). La emergencia de la crisis probablemente influyó en la salida de capitales, pero para ensayar alguna ponderación a los factores que indujeron la fuga debe tomarse en cuenta que uno de los efectos iniciales más significativos derivados de la crisis *subprime* no fue negativo, sino lo contrario. Ese efecto tomó la forma de un fuerte aumento de los precios de las *commodities*, como fue explicado arriba. Precios como el de la soja, el principal producto de exportación del país, subieron fuertemente en la segunda mitad de 2007, mejorando significativamente el ya superavitario balance en cuenta corriente.

Las oscilaciones de los flujos de capitales desde el año 2007 y a lo largo de 2008 están correlacionadas con los eventos que incidieron sobre la incertidumbre y la desconfianza: el inicio de la fuga se asocia con la manipulación de las estadísticas oficiales y los flujos de salida se incrementaron durante el conflicto con el sector agropecuario, en el segundo trimestre del año, y se elevaron nuevamente en octubre, después del anuncio de la nacionalización de las AFJP.

El peso que otorgamos a la aceleración de la inflación sin respuesta de política y la manipulación de las estadísticas del INDEC en la generación del aislamiento financiero y la fuga de capitales obedece a que no se percibían en las variables fundamentales de la economía otros elementos que pudieran explicar esos cambios de comportamiento. En el segundo semestre de 2007 la economía mantenía su rápido sendero expansivo, el nivel de reservas de divisas era muy elevado, al igual que el superávit del comercio con el resto del mundo y, pese al giro expansivo de la política fiscal, aún se alcanzaba un superávit de las cuentas públicas. Tampoco puede asociarse el inicio de la fuga de capitales a cambios en los incentivos provistos por la política monetaria. Como se explica más abajo, el diferencial de rendimientos de corto plazo entre activos domésticos e internacionales se mantiene oscilando en torno a cero en el segundo semestre de 2007 y hasta mayo de 2008, y se hace positivo en promedio entre mayo y setiembre de 2008.

Los impactos financieros y comerciales de la crisis internacional se manifestaron plenamente a partir de setiembre de 2008. Los impactos alcanzan a todas las economías en desarrollo, pero el daño causado y el tipo y magnitud de los efectos dependen, en cada caso nacional, de la particular inserción internacional de la economía, financiera y comercial. Una distinción entre casos nacionales puede establecerse según el grado de dependencia del funcionamiento previo de la economía a los ingresos de capital, especificado por la situación de la cuenta corriente, la magnitud de las reservas internacionales disponibles, la magnitud de las necesidades de financiamiento de los sectores público y privado y la proporción de capital exterior en el financiamiento de los bancos, empresas y el gobierno. Este criterio ubica a la economía argentina en una de las mejores posiciones relativas dentro de la región latinoamericana. Efectivamente, las políticas cambiaria y de acumulación de reservas contribuyeron a que el país arribara al momento de contagio de la crisis internacional con un importante acervo de reservas y un significativo superávit de cuenta corriente. Por otro lado, aunque el superávit primario se reducía, el sector público mantenía una posición de superávit financiero. Además, del lado comercial, Argentina concentra sus exportaciones en *commodities* agrícolas cuyos precios han caído relativamente menos y tienen mejor perspectiva que el resto de las *commodities*.

Sin embargo, la Argentina muestra en 2009 dos características que, en una mirada superficial, podrían parecer rasgos extremos de una economía fuertemente impactada por la crisis internacional por el lado financiero. El primer rasgo es un completo aislamiento financiero internacional del sector público que, adicionalmente, endurece en gran medida las restricciones de financiamiento internacional del sector privado. El segundo rasgo es un flujo importante y persistente de fuga de capitales.

Esos rasgos podrían parecer efectos extremos de la crisis internacional sobre la economía. Pero no lo son. Ambos rasgos emergieron por circunstancias locales, bien antes que la crisis financiera internacional incidiera de forma importante sobre las economías de mercado emergente.

Desde comienzos de 2007 la orientación de la política macroeconómica abandonó en la práctica el principal pilar del esquema sostenido desde 2003: la preservación del tipo de cambio real competitivo y estable. El Banco Central nunca hizo explícito el objetivo de preservación de una tendencia estable del ITCRM. El objetivo explícito del Banco Central con relación a sus intervenciones en el mercado cambiario fue la acumulación de reservas con fines preventivos de crisis y preservación de la

estabilidad financiera. Sin embargo, la política de flotación administrada, que determinó una tendencia casi estable del tipo de cambio nominal en el período 2003-2006, resultó en una tendencia estable del tipo de cambio real multilateral, gracias a la apreciación experimentada por los socios comerciales. Por otro lado, esa política cambiaria implicó la tendencia a la apreciación del tipo de cambio bilateral con Estados Unidos.

Desde enero de 2007, en coincidencia con el inicio de la subestimación de las tasas de inflación por el INDEC, hasta abril de 2008, el ITCRM muestra una tendencia continua a la apreciación. El ITCRM se apreció 7% entre diciembre de 2006 y abril de 2008. Después, desde la segunda semana de mayo de 2008, hay una nueva orientación de la política cambiaria. El Banco Central vendió en el mercado 2 106 millones de dólares de las reservas en poco más de un mes para reducir el precio del dólar de 3.15 a 3 pesos. En este período de caída y estabilización del tipo de cambio nominal, las tasas mensuales de inflación estaban en los máximos experimentados desde 2003. La caída y posterior estabilización del tipo de cambio nominal entre mayo y agosto se tradujo en una fuerte apreciación del ITCRM. De esta manera, por la apreciación gradual experimentada entre enero de 2007 y abril de 2008 y por el cambio de orientación de la política cambiaria entre mayo y agosto de 2008, el país arribó al momento de contagio financiero de la crisis internacional sobre los países en desarrollo con un tipo de cambio real multilateral 15% inferior al de diciembre de 2006 y al que se había preservado más o menos estable entre 2003 y 2006. Con el contagio de la crisis sobre los socios comerciales la canasta de monedas que integra el tipo de cambio multilateral argentino se depreció significativamente en setiembre y octubre de 2008. Por otro lado, en octubre de 2008 el mercado cambiario argentino estuvo sometido a una demanda intensificada por una fuerte salida de capitales. Las autoridades decidieron no permitir un rápido aumento del precio del dólar frente a la presión de la demanda. Como resultado, el ITCRM de noviembre de 2008 resultó el más bajo desde 2003, 25% inferior que el de diciembre de 2006. Aunque el Banco Central aceleró posteriormente el ritmo de aumento del tipo de cambio nominal, el nivel del ITCRM de mayo de 2009 (último dato mensual disponible cuando escribimos este trabajo) aún estaba apreciado 16% con relación al tipo real multilateral de diciembre de 2006.

Aunque el régimen cambiario no se modificó formalmente, la orientación de la política cambiaria sí se modificó en 2007, y los cambios se acentuaron en 2008 y 2009. Una de las ventajas relativas que ostenta la región latinoamericana es la flexibilidad de los tipos de cambio y de las políticas cambiarias. Esta flexibilidad, conjugada con la

disponibilidad de importantes reservas, permite un uso pleno y controlado del tipo de cambio para ajustar las economías a las nuevas condiciones generadas por la crisis internacional. Bajo condiciones políticas de mayor normalidad, la economía argentina no debería haber sido una excepción.

En la sección 4 del trabajo examinamos y evaluamos con mayor detalle cuantitativo la evolución monetaria y fiscal y las políticas puestas en práctica desde 2003, enfocándonos particularmente sobre el período que se inicia a principios de 2007. Además, ponemos especial atención en los impactos de la crisis internacional sobre el balance de pagos y el nivel de actividad de la economía.

Se argumenta, entre otros aspectos, que el tamaño relativamente reducido de la intermediación financiera interna luego de la crisis de 2001-2002 contribuye a que el sistema bancario resulte menos vulnerable, por ejemplo, ante una eventual pérdida de depósitos, en cuyo caso las magnitudes involucradas harían más viable la intervención del Banco Central para apoyar a las entidades de intermediación ante situaciones de iliquidez. La reducida dimensión de la intermediación financiera interna también explica la relevancia secundaria de la política monetaria en la determinación de la demanda agregada y, en consecuencia, la menor potencialidad de la misma para ser utilizada como freno. La menor vulnerabilidad financiera resulta asimismo de que el grado de dolarización del sistema bancario es actualmente muy bajo en comparación con lo experimentado en los años noventa, en buena medida como efecto de las regulaciones introducidas por el Banco Central después de la crisis de 2001- 2002. Las operaciones de crédito en moneda extranjera de los bancos están restringidas a agentes que generan divisas en su actividad normal, lo que protege del riesgo cambiario sistémico.

La fortaleza del sector externo de la economía, que mantiene un elevado superávit comercial y una cuenta corriente con saldo positivo, y la referida menor vulnerabilidad financiera, contribuyen a explicar que el impacto interno de las salidas de fondos experimentadas desde 2007 haya sido bastante limitado, en contraste con la gran magnitud de dichas fugas.

No obstante el impacto limitado que se ha señalado, la evolución monetaria observada desde mediados de 2007, cuando comenzara a evidenciarse esa salida masiva de fondos, ha sido muy diferente a la que le precedió.

Hasta mediados de 2007, y desde el segundo semestre de 2002, el Banco Central intervino en el mercado cambiario para limitar la apreciación del peso, en un mercado

de divisas con permanente exceso de oferta. Al tiempo que, mediante esa intervención, acumulaba reservas de divisas de manera sostenida, colocaba letras de corto plazo (Lebacs y Nobacs) con el propósito de esterilizar el efecto monetario expansivo de la intervención cambiaria. Desde ese momento las cosas fueron muy diferentes. Las salidas de fondos comenzaron a afectar la liquidez interna y el Banco Central pasó, de esterilizar parte de la emisión que hasta entonces se originaba en el sector externo, a recomprar Lebacs y Nobacs, justamente con el propósito de sostener los niveles de liquidez. Ese cuadro se mantuvo en líneas generales en el resto del período. Sin embargo, luego del tercer trimestre de 2008 se observó un considerable debilitamiento de la demanda de crédito, aunque eso parece coincidir con una actitud cautelosa de los bancos en materia de concesión de crédito, característica de un escenario percibido como más riesgoso. Con ello, los bancos pasaron a encontrarse crecientemente líquidos, y colocaron excedentes de liquidez en el Banco Central, en la forma de pases pasivos, que crecieron de manera apreciable. En la etapa iniciada a mediados de 2007 se detuvo entonces el rápido incremento de la monetización de la economía que se había observado en el período precedente. Se pasó, por el contrario, a una fase de significativo retroceso de la monetización en términos reales.

La suma de la tasa de devaluación y la Libor constituyen una aproximación al costo de oportunidad de las colocaciones en pesos, considerando el arbitraje entre pesos y activos en dólares. La serie correspondiente a la tasa de los depósitos a plazo fijo (Badlar) tuvo, desde 2003 en adelante, un comportamiento mucho más estable que el rendimiento *ex post* de las colocaciones en dólares. La volatilidad de los rendimientos en pesos de las colocaciones en dólares (o de los rendimientos en dólares de las colocaciones en pesos) fue principalmente resultado de la volatilidad del precio del dólar, determinada su vez por la política de flotación administrada practicada por el Banco Central. Dicha volatilidad contribuye a reducir los ingresos de capital de corto plazo por la vía de elevar el riesgo cambiario, cuando las expectativas cambiarias, las tasas nominales de interés y la evaluación de otros riesgos atraen flujos, como ocurrió entre 2003 y mediados de 2007. En 2003, al comienzo del período, con el tipo de cambio nominal apreciándose, las tasas internas resultaban muy superiores al rendimiento *ex post* de las colocaciones en dólares. Luego, entre mediados de 2003 y mayo de 2008, este diferencial de rendimientos domésticos e internacionales de corto plazo oscila en torno a cero y se hace positivo con la apreciación nominal y posterior estabilización entre mayo y setiembre de 2008. Estas constataciones subrayan que la

motivación de la fuga de capitales iniciada a mediados de 2007 no se encuentra en cambios en los incentivos provistos por la tendencia del tipo de cambio y la tasa de interés doméstica.

Al final del período considerado en el trabajo, desde octubre de 2008, como resultado de la aceleración del ritmo de incremento del precio del dólar, las tasas internas sobre depósitos a plazo fijo resultaron muy inferiores a la suma de la tasa de devaluación y las tasas internacionales. Así, desde el momento de contagio de la crisis internacional, el diferencial de rentabilidad que resulta de las políticas cambiaria y de tasas de interés ha favorecido el movimiento de recomposición de las carteras privadas hacia activos externos que se viene observando desde 2007.

En las páginas precedentes también procuramos trazar un panorama de la situación macroeconómica argentina a mediados de 2009. Es un emprendimiento dificultoso debido a los problemas de disponibilidad de información estadística confiable que se han señalado. Aún así, y a pesar de las probables imprecisiones cuantitativas que resultan de la manipulación de diversas estadísticas públicas, es posible trazar un panorama coherente.

Ese panorama muestra una situación macroeconómica que puede considerarse, a trazos gruesos, mejor que lo que trasuntan las opiniones dominantes en el sector privado y en el público en general. Paradójicamente, la distorsión de la información pública a la que el gobierno viene apelando hace que la percepción de los hechos tienda a ser peor, y no mejor que la que justificarían los elementos fundamentales de la economía.

Entre los rasgos favorables de la situación actual que se examinan más arriba cabe destacar la preservación e incluso el probable aumento del saldo del balance comercial, producto de una fuerte contracción de las importaciones. Este dato hace menos tensa la situación en el mercado de divisas, a pesar de la continuidad de una tendencia a las salidas de capitales, aparentemente algo atenuada en mayo-junio en relación con lo que venía observándose. Los precios de *commodities* que la Argentina exporta, como la soja, están recuperándose desde hace un tiempo, lo que favorece tanto el desempeño del sector externo cuanto la recaudación fiscal.

Asimismo, la estatización de los fondos provisionales privados, combinada con otras operaciones como la reestructuración de algunas deudas y las operaciones de recompra de deuda pública por parte del BCRA y otros organismos, hacen que el incumplimiento de los compromisos de la deuda pública pueda considerarse

actualmente un evento de baja probabilidad, al menos en 2009-2010, según se argumenta más arriba.

Por otro lado, los efectos de la recesión sobre la ocupación parecen aún moderados. Además, si bien las tasas de inflación se mantienen holgadamente en el terreno de los dos dígitos, se estarían desacelerando.

En resumen, la situación no parece requerir de grandes ajustes ni en el plano de las cuentas públicas ni en el sector externo. Además, las condiciones para una recomposición del exitoso modelo de TCRCE parecen muy favorables. Estas circunstancias llevan a concluir que la situación macroeconómica resultaría manejable, sin riesgos mayores de crisis cambiaria, fiscal o financiera, en tanto se sigan cursos de acción razonables en la definición y en la instrumentación de las políticas, incluyendo la reparación creíble de las estadísticas públicas.

Sin embargo, las fuentes de incertidumbre son importantes. Actualmente la incertidumbre no proviene ya tanto de la evolución del contexto internacional, sino que tiene predominantemente origen interno. La incertidumbre proviene principalmente de la baja calidad de la conducción macroeconómica que se viene observando desde tiempo atrás, especialmente desde comienzos de 2007. De esta manera, el curso que siga la economía en el futuro depende en gran medida de la orientación que asuma la conducción de la política económica, de la persistencia o el cambio en la orientación vigente. Como puede verse, creemos que el pronóstico económico depende crucialmente de decisiones políticas y en nuestro contexto la previsibilidad de esas decisiones es prácticamente imposible. Esa imprevisibilidad es precisamente uno de los problemas más graves que afectan la economía argentina.

## **Referencias**

Blanchard, O.J. (1990), “Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators”, OECD Economics Department Working Papers, N° 79, OECD Publishing.

Damill M., R. Frenkel y M. Rapetti (2005) “La deuda argentina: historia, default y reestructuración” en Desarrollo Económico No. 178 (julio-setiembre), Buenos Aires, 2005.

Damill, M., R. Frenkel y R. Maurizio (2007) “Cambios en la política macroeconómica argentina a la vuelta del siglo” en M. Novick, C. Tomada, M. Damill, R. Frenkel and R. Maurizio Tras la crisis. El nuevo rumbo de la política económica y laboral en Argentina



y su impacto. Instituto Internacional de Estudios Laborales, Organización Internacional del Trabajo, Serie de Investigación 114. Ginebra.

FMI (2009) Las Américas. Perspectivas Económicas. Mayo.

Frenkel, R. (2004a) “Las políticas macroeconómicas, el crecimiento y el empleo”, Capítulo II de OIT, Oficina regional para América Latina y el Caribe, Conferencia Regional de Empleo del MERCOSUR Generando trabajo decente en el Mercosur. Empleo y estrategia de crecimiento.

Frenkel, R. (2004b) “Real Exchange Rate and Employment in Argentina, Brazil, Chile and Mexico”. Paper prepared for the G24. Washington. Disponible en: <http://www.g24.org/fren0904.pdf#search=%22%22roberto%20frenkel%22%22>

Frenkel R. (2006) “An alternative to inflation targeting in Latin America: macroeconomic policies focused on employment”, Journal of Post-Keynesian Economics Vol 28, No 4, pp. 573 – 591.

Frenkel R. (2007a) “El esquema de “inflation targeting” y las economías en desarrollo” en Banco Central de la República Argentina (ed.) Política monetaria y estabilidad financiera. De la teoría a la práctica Jornadas Monetarias y Bancarias del BCRA 2006. Buenos Aires.

Frenkel R. (2007b) “La sostenibilidad de la política de esterilización monetaria” en Revista de la CEPAL 93, Santiago de Chile, diciembre.

Frenkel R. (2008) “Tipo de cambio real competitivo, inflación y política monetaria” en Revista de la CEPAL 96, Santiago de Chile, diciembre.

Frenkel R. and M. Rapetti (2006) “Monetary and Exchange Rate Policies in Argentina after the Convertibility Regime Collapse” en Nuevos Documentos Cedes, 20. Buenos Aires: Cedes, 48 p. Disponible en [http://www.cedes.org/descarga/n\\_doc\\_cedes/20.zip](http://www.cedes.org/descarga/n_doc_cedes/20.zip). También en Alternatives to Inflation Targeting, number 8, Political Economy Research Institute (PERI) University of Massachusetts Amherst, September. Disponible en: [http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/inflation/frenkel\\_paper8.pdf#search=%22%22roberto%20frenkel%22%22](http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/inflation/frenkel_paper8.pdf#search=%22%22roberto%20frenkel%22%22)

Frenkel R. and M. Rapetti (2008) “Five years of competitive and stable real exchange rate in Argentina, 2002-2007” en International Review of Applied Economics, 22:2, 215 – 226. March.

Frenkel R. and J. Ros (2006) “Unemployment and the Real Exchange Rate in Latin America” World Development, Volume 34, Issue 4, Pages 631-646.

Frenkel R. and L. Taylor (2007) “Real Exchange Rate, Monetary Policy, and Employment” en J. A Ocampo, Jomo K. S. and S. Khan (eds.) Policy Matters. Economic and Social Policies to Sustain Equitable Development, Zed Books, London, UK. Disponible en DESA Working Paper No 19. United Nations, New York, February 2006.

Griffith-Jones, S. and J. A. Ocampo (2009) “The Financial Crisis and Its Impact on Developing Countries” Working Paper No 53, International Policy Centre for Inclusive Growth, UNDP. Brasilia.

Ocampo, J. A. (2009) “La crisis financiera mundial y su impacto sobre América Latina” en Revista de la CEPAL. En prensa.

Rodrik, D. (2008) “The real exchange rate and economic growth” Brookings Papers on Economic Activity 2, 365.412.