

Argentina: ¿hacia una nueva crisis?

Argentina: Towards a new crisis?

Alan Cibils, Cecilia Allami, Germán Pinazo*

Palabras clave

Política monetaria, Política Fiscal y Monetaria en el contexto del desarrollo, Estudios económicos de economía de particulares, Análisis de economías domésticas

Key words

Monetary Policy, Fiscal and Monetary Policy in Development, Comparative Studies of Particular Economies, Household Analysis

Jel

E52, O23, P52, R2

84



* Investigadores docentes del Área de Economía Política, Universidad Nacional de General Sarmiento, Buenos Aires, Argentina.

Introducción

Mauricio Macri, jefe de la alianza Cambiemos, asumió la presidencia en Argentina en diciembre de 2015 luego de una reñida contienda electoral en la que ganó, en segunda vuelta, por dos puntos porcentuales. Durante la campaña electoral, el discurso de Macri giró en torno a la promesa de que, durante su presidencia, se mantendrían las políticas de los doce años de kirchnerismo que habían funcionado, y que se modificarían aquellas que no. Poco se habló de políticas específicas, pero no se privó de grandes enunciados como la implementación de un programa de “pobreza cero”.

Una vez en el poder, Macri implementó un programa de fuerte contenido neoliberal, eliminando impuestos a los sectores económicos más concentrados, desregulando las tarifas de los servicios públicos, transporte público y combustibles, y liberalizando la cuenta de capital. Adicionalmente, se implementó una política monetaria de metas de inflación y flotación libre cambiaria abandonando las metas cuantitativas y flotación administrada de la era kirchnerista.

La justificación de estas medidas fue que la economía, librada de las restricciones e intrusiones del Estado, crecería motorizada por una “lluvia de inversiones”, y que la creación de empleo resultante sacaría a todos y a todas de la pobreza. Sin embargo, a dos años y medio de haber asumido, el gobierno de Macri tuvo que enfrentar una crisis financiera causada por una corrida cambiaria en las semanas anteriores a un fuerte vencimiento de Letras del Banco Central (Lebac).¹ Para tranquilizar a “los mercados” y evitar una corrida aún mayor, Macri solicitó iniciar negociaciones para un crédito *stand-by* del FMI.

¹ Las Lebac son activos financieros que emite el Banco Central para estilizar circulante, como parte del ejercicio de la política monetaria.

A dos años y medio de haber asumido, el gobierno de Macri tuvo que enfrentar una crisis financiera causada por una corrida cambiaria en las semanas anteriores a un fuerte vencimiento de Letras del Banco Central

La crisis se superó temporaria y precariamente (entre otras medidas, la tasa nominal anual de las Lebac saltó al 40%) debido a que existen a corto plazo nuevos vencimientos de Lebac que amenazan nuevamente la supuesta “tranquilidad” de los mercados. Así, la Argentina vuelve a navegar aguas que resultan extrañamente conocidas. Las primeras planas de los medios impresos pasan a estar dominadas por las noticias de la economía, el riesgo país vuelve a ser variable de monitoreo permanente, y el FMI, el ajuste fiscal, y la deuda pública vuelven a ser objeto de protestas sociales y sindicales.

¿Qué sucedió entonces? ¿Cómo pasó la Argentina de estar relativamente desendeudada al final de los doce años de Kirchnerismo— aunque con algunos desequilibrios en el sector externo— a estar al borde de otra crisis financiera? A continuación, se desarrollan algunas explicaciones acerca de las causas estructurales y coyunturales de la crisis. En el apartado siguiente reseñamos los principales cambios en materia regulatoria desde que asumió el gobierno de Macri. A continuación, analizamos el impacto de los cambios regulatorios sobre el problema de la restricción externa y las contradicciones que se generaron en materia de las políticas monetaria y cambiaria. El trabajo concluye señalando algunos de los problemas que deberá enfrentar Argentina en el corto y mediano plazo.



Cambios regulatorios

En diciembre de 2015, unos días después de la asunción de Mauricio Macri a la presidencia, se dispusieron las primeras medidas que implicaron el desmantelamiento de los controles cambiarios, de capitales y financieros heredados de las administraciones que le precedieron. Adicionalmente, se abandonó la política monetaria de metas cuantitativas y flotación administrada para el tipo de cambio, adoptándose una política monetaria de metas de inflación y flotación libre cambiaria (ver próximo apartado). El objetivo de estas modificaciones regulatorias sería atraer capitales a partir de la “confianza” generada por las nuevas reglas de juego “transparentes” en los mercados, lo que generaría un círculo virtuoso de ahorro y crecimiento. A continuación se enumeran las principales medidas desregulatorias desde diciembre de 2015 hasta la actualidad.

Mercado de cambios y de capitales

La Comunicación “A” 5850 del Banco Central (del 17 de diciembre de 2015) desarticuló los controles a la adquisición de moneda extranjera –conocido como *cepo cambiario*²–, estableciendo un mercado único y libre de cambios.⁰ Se liberó la compra de moneda extranjera para formación de activos externos fijándose inicialmente en US\$2 millones el monto máximo que una persona física o jurídica podía comprar libremente por mes,³ tope que se incrementó a US\$5 millones en mayo de 2016⁴ y que finalmente se eliminó en septiembre de ese año.⁵

2 El *cepo cambiario* consistía en un conjunto de restricciones a la compra de divisas que fueron aplicadas a partir de octubre de 2011. Algunas de las medidas principales fueron el control de la compra de divisas y la prohibición de que empresas compren divisas para girar regalías y dividendos al exterior.

3 Comunicación “A” 5850

4 Comunicación “A” 5963

5 Comunicación “A” 6058

También se liberalizaron las condiciones de las transferencias al y del exterior⁶ y se flexibilizaron las condiciones para la repatriación de inversiones directas y de portafolio de no residentes eliminando la conformidad previa.⁷ Por último, se dispuso que todo nuevo ingreso de fondos del exterior tenga derecho a la libre salida por igual monto, impactando sobre la operatoria de endeudamiento financiero con el exterior, como así también en la repatriación de inversiones directas y de portafolio por parte de no residentes.

A principios de agosto de 2016 el BCRA puso fin a las normas que aún se encontraban vigentes del denominado *cepo cambiario*.⁸ Se eliminó la obligación de justificar con documentación cada operación,⁹ se derogó el tope mensual de us\$ 5 millones para las compras para atesoramiento y se quitaron los límites mensuales para operar, aplicándose en este sentido únicamente las disposiciones que limitan el uso del efectivo como parte de la política antilavado. Adicionalmente se incrementó el límite para realizar compras en efectivo de us\$ 500 a us\$ 2.500 por mes y se flexibilizaron los plazos que regían para el ingreso y liquidación de divisas de ciertas operaciones.¹⁰

Además, se eliminaron las restricciones al ingreso de capitales de corto plazo: el Banco Central redujo la permanencia obligatoria de los capitales financieros que ingresan al país de 365 a 120 días y luego la eliminó en enero de

2017.¹¹ También se eliminó el encaje del 30%, lo que incentivó aún más el ingreso de capitales especulativos buscando altas rentabilidades en pesos.

En mayo de 2017 se dieron a conocer nuevas disposiciones que, desde julio de 2017, regularían las operaciones del Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) y que implicaron una mayor liberalización de este mercado. Entre las principales modificaciones se dispuso que, si bien las operaciones cambiarias continuarían siendo registradas ante el BCRA, ya no se requiere la firma de boletos de cambio o presentación de declaración jurada para acceder a este mercado. Se especificó que las operaciones pueden ser realizadas en forma libre, sin discriminar por el tipo de operación y/o la residencia del cliente, en la medida que se cumplan ciertas condiciones generales.

Regulaciones del comercio exterior

En diciembre de 2015 se liberaron los pagos de nuevas importaciones de bienes y servicios, y se estableció transitoriamente un cronograma tendiente a regularizar los pagos pendientes de importaciones ya embarcadas.¹² Es decir, se eliminaron los límites de monto para los pagos de importaciones. Además, se eliminaron las Declaraciones Juradas Anticipadas de Importación (DJAI) como instrumento de restricción de las importaciones.¹³ En relación a las exportaciones, se

6 Comunicación "A" 5964

7 El único requisito es que el beneficiario esté en un país considerado cooperador a los fines de la transferencia fiscal.

8 Comunicación "A" 6037

9 En lugar de ello se debe presentar una declaración jurada indicando el concepto por el cual se realiza dicha transacción (atesoramiento, comercio exterior), entre otros datos básicos.

10 Comunicación "A" 6003

11 Resolución 1 - E/2017

12 Comunicación "A" 5955. Hasta diciembre de 2015 existía un límite de US\$ 2 millones mensuales al monto operado por cada importador, elevándose a US\$ 4,5 millones entre enero y mayo de 2016 para luego liberalizarse

13 A principios de 2012 se establecieron las Declaraciones Juradas Anticipadas de Importación (DJAI) como requisito para poder ingresar mercaderías desde el exterior. Estas declaraciones representaban un "mo-

eliminaron las restricciones a la exportación de leche, trigo, maíz, carne y productos de economías regionales,¹⁴ a las exportaciones industriales,¹⁵ a la minería,¹⁶ petróleo y derivados¹⁷ y se efectuó una reducción gradual del tributo que abona la soya.

Una de las medidas más controvertidas en este plano fue respecto a la liquidación de divisas de los exportadores. Anteriormente, los exportadores tenían la obligación de liquidar los cobros de sus exportaciones en el mercado de cambios dentro de los 30 días. Desde diciembre de 2015, la administración Macri avanzó en distintas flexibilizaciones cambiarias que arrancaron en enero de 2016, cuando extendió de 30 días a 5 años el plazo tope para liquidar.¹⁸ Luego lo amplió a 10 años, que era el máximo hasta la eliminación por medio del decreto. En noviembre de 2017 se eliminó la obligación de liquidar en el mercado local las divisas generadas por exportaciones de bienes, servicios y materias primas.¹⁹

nitoreo" de las mercaderías que ingresaban al país, limitando su cuantía.

14 Decreto 133/2015- Ministerio de Agroindustria

15 Decreto 160/2015

16 Decreto 349/2016

17 Se dejó sin efecto la ley 25.561 cuando ésta perdió vigencia el 6 de enero de 2017

18 Con argumento de "incentivar y profundizar el comercio internacional de nuestro país", en septiembre de 2016 la Secretaría de Comercio del Ministerio de la Producción extendió el plazo de liquidación de las exportaciones de bienes (Resolución N° 242 de la Secretaría de Comercio del Ministerio de la Producción), pasando de uno a cinco años.

19 El decreto 893/2017 (2 de noviembre de 2017) eliminó el artículo 1° del decreto 2581/64, por el que "el contravalor en divisas de la exportación de productos nacionales" debía "ingresarse al país y negociarse en el mercado dentro de los plazos que fije la reglamentación".

Antes los exportadores tenían la obligación de liquidar los cobros de sus exportaciones en el mercado de cambios dentro de 30 días. En enero de 2016, se extendió de 30 días a 5 años el plazo tope para liquidar

Principales modificaciones en las regulaciones del sistema financiero

La primera medida significativa que se tomó respecto a la regulación del sistema financiero fue la liberalización de las tasas activas y pasivas en diciembre de 2015: se eliminaron los toques máximos para las tasas de interés activas, fundamentalmente sobre operaciones con préstamos personales y prendarios.²⁰ El argumento para efectuar estas modificaciones fue "promover la competencia al mismo tiempo que a mejorar los canales de transmisión de la política monetaria" (IEF, 1er semestre 2016).

También se desgularon las comisiones. Luego de un "período de transición" -en el que se permitió un incremento de hasta 20% para las comisiones, que debía ser informado al BCRA y luego notificado a los clientes con anticipación- a partir de septiembre de 2016 se liberaron los niveles de comisiones.²¹

En diciembre de 2015 se reemplazó la "Línea de créditos para la inversión productiva" por la "Línea de financiamiento para la producción y la inclusión financiera".²² Se realizaron sucesivas modificaciones que desarticulaban

20 Comunicación "A" 5853

21 Comunicación "A" 5928.

22 Comunicación A 5874.



este instrumento de crédito a la producción. Por ejemplo, en noviembre de 2017 se redujo el porcentaje de los depósitos que se destinarían a esta línea de financiación: del 18% al 16,5% en enero de 2018 y sucesivas reducciones de 1,5% mensual, hasta llegar a diciembre con la eliminación total de ese requisito.²³

En enero de 2016 se redujeron los encajes sobre los pasivos en divisas de las entidades (de 50% a 30%),²⁴ con el argumento de “liberar recursos en moneda extranjera para otorgar créditos”. Esta medida se sumó a la de diciembre de 2015 en la que se dispuso que a la exigencia de efectivo por depósitos a plazo fijo en moneda extranjera se le reste el monto por la posición en Letras y Notas del Banco Central en moneda extranjera. Estos títulos se admitieron como destino para la capacidad prestable en esa moneda.²⁵

Durante los años 2016 y 2017 el BCRA flexibilizó la posibilidad de otorgar créditos en dólares. Así, en febrero de 2016 se dispuso la ampliación de los destinos a los que se puede

asignar dicha capacidad de préstamo en moneda extranjera. En particular, se incorporó la posibilidad de financiar a exportadores²⁶ independientemente de si el préstamo es destinado a prefinanciar una exportación, a proveedores de exportadores, incluso proveedores de servicios (como los que se presten en terminales portuarias) siempre que muestren un flujo de ingresos por ventas a exportadores acorde.²⁷ También en julio de 2016 se añadió la posibilidad de financiar, en moneda extranjera, inversiones directas en el exterior realizadas por empresas residentes en el país que desarrollen actividades productivas de bienes o servicios no financieros, y a proyectos de inversión que permitan el incremento de la producción del sector energético y cuenten con contratos de venta en firme o avales o garantías totales en moneda extranjera.²⁸ En abril y en mayo de 2017 el BCRA amplió aún más los destinos a los

23 Comunicación “A” 6352.

24 Comunicación “A” 5873

25 Comunicación “A” 5859.

26 Exportadores de servicios (como programas informáticos, o centros de atención telefónica), a exportadores en general siempre que cumplan con ciertos requisitos (vinculados con su flujo futuro de ingresos por exportaciones)

27 Comunicación “A” 5908.

28 Comunicación “A” 6031

que se puede asignar la capacidad prestable de los depósitos en moneda extranjera. En particular, admitió la posibilidad de financiar a los importadores de productos o servicios producidos en el país –ya sea de forma directa o a través de líneas de crédito a bancos del exterior– y a los residentes que cuenten con avales de bancos del exterior.²⁹

En agosto de 2017 el BCRA suprimió el plazo mínimo previsto para que los bancos puedan intermediar o comprar títulos valores de deuda propios o emitidos por otras entidades financieras, siempre que se cumplan con ciertas condiciones.³⁰ El argumento fue que esta medida “contribuiría a darle mayor liquidez a estos instrumentos, fomentando este tipo de fondeo de mediano y largo plazo”. Complementariamente se eliminó el límite establecido para la adquisición de emisiones propias.

En mayo de 2018, frente al inminente vencimiento de un volumen considerable de Lebac, se flexibilizaron los requisitos mínimos de liquidez que deben cumplir las entidades financieras³¹ y se las obligó a reducir sus tenencias de dólares,³² con el objetivo de reducir las presiones sobre el tipo de cambio.

Es la restricción externa, ¡estúpido!

El problema de obtener las divisas necesarias para importación de los bienes de capital e insumos intermedios ha sido un tema recurrente en la agenda económico-política nacional desde que, a mediados del siglo XX, el país comenzó a llevar adelante un proceso de industrialización. En este sentido, hablamos de restricción externa (RE) históricamente para re-

ferirnos a las dificultades de financiar, con las exportaciones de materias primas, las divisas necesarias para sostener procesos de industrialización y crecimiento económico.³³ A esto se le suma, a partir de 1980, el pago recurrente de los servicios de la deuda externa, que agravaron el problema.

Las presidencias de Néstor Kirchner y Cristina Fernández (2003-2015) fueron muy particulares en materia del sector externo. El período 2003-2013 no sólo fue uno de los períodos más largos de crecimiento económico en la historia argentina, sino que además este crecimiento fue motorizado, en la mayor parte de esos años, por el sector industrial, sin que se evidenciaran déficits en términos de comercio exterior de bienes y servicios, ni problemas de divisas. Tanto es así, que se llegó a señalar en publicaciones oficiales que “la restricción externa parece cosa del pasado” (CEP, 2007).

Esta inédita situación, en términos históricos, se explica casi exclusivamente por los términos de intercambio del comercio exterior argentino.³⁴ La referencia a las administraciones

33 En línea con lo anterior, se suele hablar de restricción externa (RE) para referirse:

a las dificultades para financiar importaciones de bienes de capital y de partes y piezas necesarias para el crecimiento del sector industrial, a la falta de dinamismo en la oferta de sectores exportadores de materias primas, así como a la remisión de utilidades al exterior efectuada por las empresas multinacionales radicadas en la región; que en muchos casos, incluido el argentino, se constituyeron como actores gravitantes (de la industrialización) (Lavarello y otros 2013, p. 28).

34 Como ilustración, presentamos el siguiente ejercicio: si los términos de intercambio se hubiesen mantenido en los niveles de 2004, y suponiendo que el comercio real de bienes hubiese sido el mismo, (niveles un 15% superiores en promedio al período 1986-2004), la Argentina ya en 2011 hubiese tenido un déficit comercial de alrededor de 7 mil millones de dólares, cuando, con la evolución que efectivamente tuvieron los precios del comercio exterior, el déficit comercial recién llegó en 2015 y fue de apenas 785 millones.

29 Comunicación “A” 6231 y Comunicación “A” 6245.

30 Comunicación “A” 6301

31 Comunicación “A” 6508

32 Comunicación “A” 6507

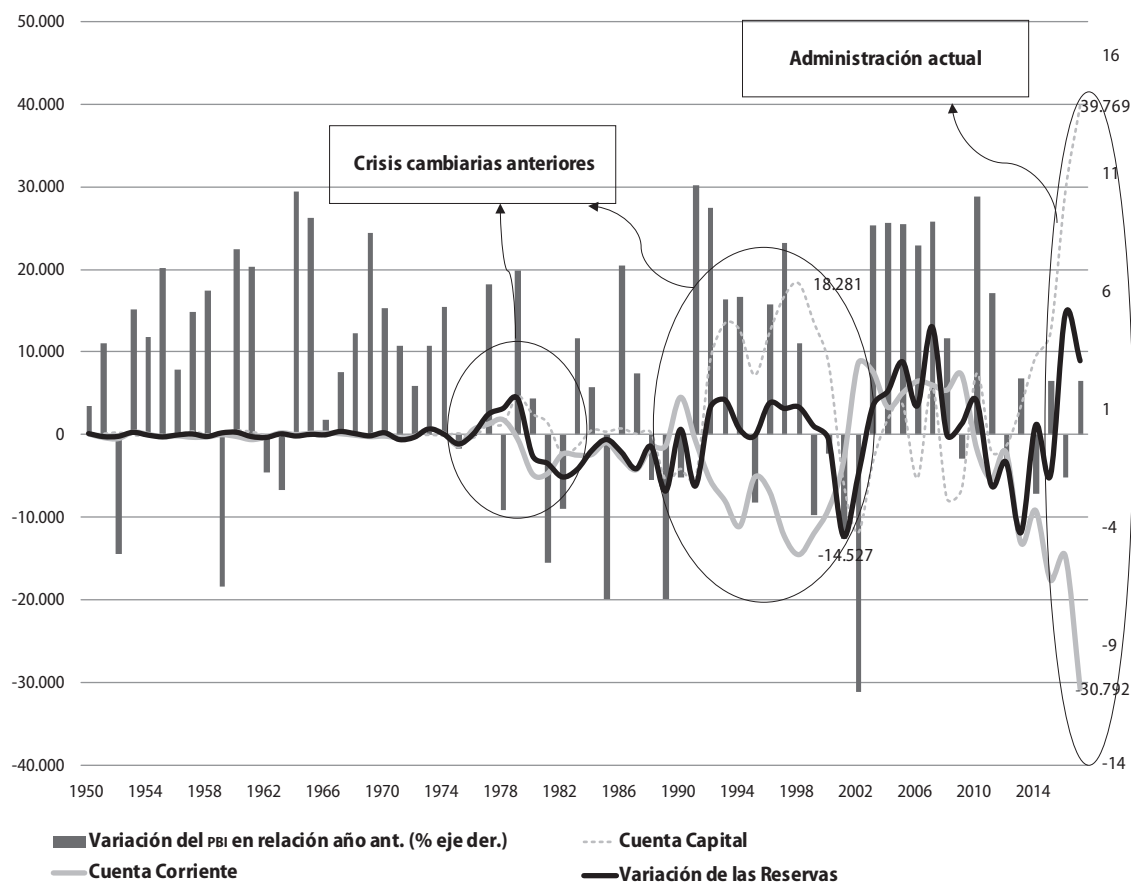
del kirchnerismo es importante para entender que lo históricamente elevado de los términos de intercambio “ocultaron” por algunos años el deterioro que se estaba produciendo en algunas cuentas importantes del sector externo. Este deterioro fue fundamentalmente producto de la apreciación cambiaria, produciendo una caída de los términos de intercambio entre 2013 y 2015 de aproximadamente 15%, lo que contribuyó a volver a poner en “la agenda pública” el problema de la RE.³⁵

35 Entre 2013 y 2015 las reservas internacionales de la Argentina se redujeron en más de 15 mil millones de

La administración del Presidente Mauricio Macri afrontó los problemas del sector externo con una estrategia doble. Por un lado, reinició el ciclo del endeudamiento externo que Argentina había abandonado, en parte por decisión propia y en parte forzada por los denominados “fondos buitres” o “holdouts”. A inicios de su gestión entonces, el Gobierno Nacional tomó

dólares, y el Gobierno Nacional de aquel entonces, en un contexto donde el endeudamiento externo no era una opción significativa, puso en marcha una serie de controles a la movilidad de capitales y a las importaciones para intentar controlar la situación.

Gráfico 1 / Saldos históricos de las principales cuentas del Balance de Pagos y variación del PBI. Argentina, 1950-2017



Fuente: Elaboración propia sobre la base del INDEC y Ferreres (2005)

la decisión política de pagar a los bonistas que habían decidido no entrar en los canjes de Deuda Externa de los años 2005 y 2010, iniciados por la Argentina luego del default de 2002. De este modo, y luego de que esta medida le permitiera dejar sin efecto las medidas cautelares que impedían al Estado Nacional efectuar pagos a los bonistas que sí habían decidido entrar en dichos acuerdos, se inició efectivamente un nuevo ciclo de endeudamiento externo.

Por otro lado, como ya fue explicado en la sección anterior, el Gobierno decidió eliminar una serie de regulaciones sobre el comercio exterior y la liquidación de divisas con la suposición de que esto redundaría en una mayor entrada de capitales; ya sea por un efecto “confianza” que atraería inversión productiva o por un mayor dinamismo de las exportaciones.

Los resultados estuvieron lejos de lo esperado. Pese a que el nivel de actividad se contrajo en un 1,8% en 2016 con respecto a 2015, las importaciones crecieron en más de mil millones de dólares, las exportaciones se contrajeron en casi 4 mil millones de dólares, y el déficit de la cuenta de servicios se duplicó. Como se observa en el gráfico 1, para 2017 se había casi duplicado el déficit de cuenta corriente, que llegaba a alrededor de 30 mil millones de dólares, un récord histórico medido en dólares corrientes.

El déficit acumulado de cuenta corriente de la gestión de Macri a la fecha supera los 45 mil millones de dólares, que fueron cubiertos con un superávit de cuenta capital del cual casi dos tercios fue colocación de deuda pública (sobre todo del gobierno nacional). Esto permitió, pese al déficit histórico de cuenta corriente, incrementar las reservas internacionales del BCRA por más de 20 mil millones de dólares. Sin embargo, la acumulación de reservas comenzó a revertirse producto de las inconsistencias del modelo, como veremos a continuación

Contradicciones de las políticas monetaria y cambiaria

Si la liberalización y desregulación del gobierno de Cambiemos marcó un claro quiebre con los gobiernos que lo precedieron, la política monetaria y cambiaria también experimentó cambios abruptos. La política monetaria de los doce años del kirchnerismo fue de metas cuantitativas (en una primera etapa para M0, luego para M2) con una política cambiaria de flotación administrada. Estas políticas habían implementado en 2002 el gobierno de transición de Eduardo Duhalde y su ministro de economía Roberto Lavagna, con fuerte oposición del FMI. La implementación de las políticas promovidas por el FMI tuvo que esperar hasta la llegada al poder del gobierno de Cambiemos.

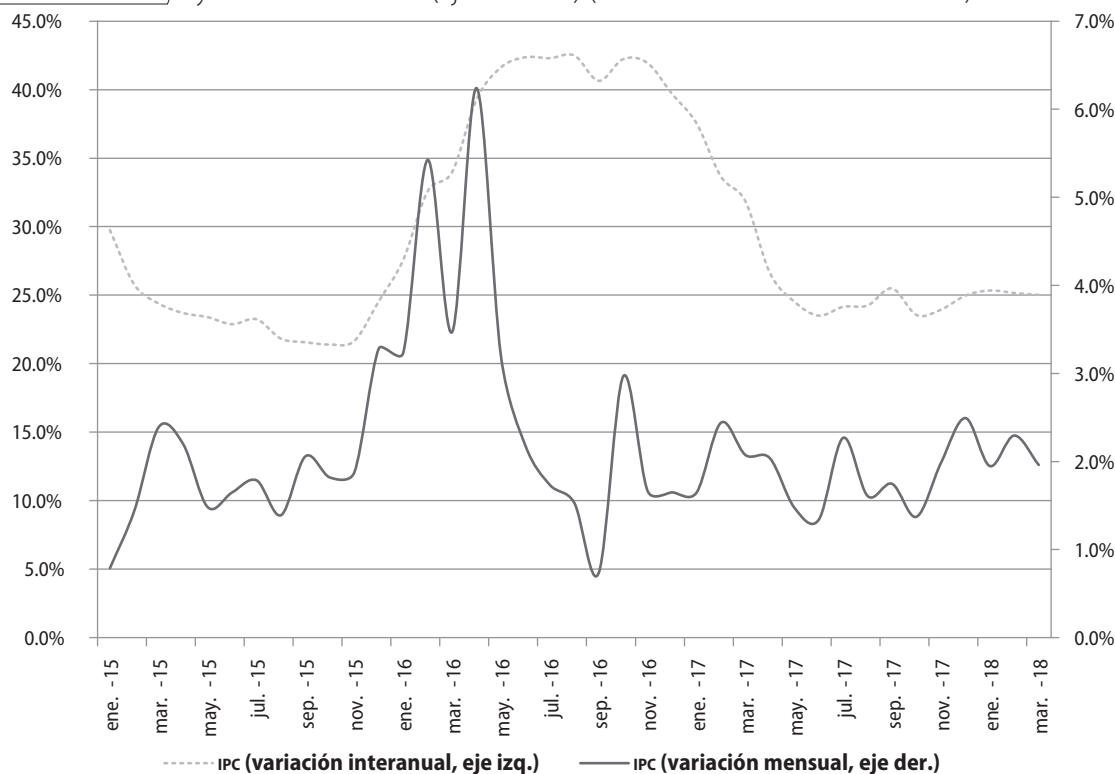
Una vez liberalizado el mercado de cambios y eliminadas las restricciones al ingreso y salida de capitales, el BCRA, con Federico Sturzenegger como Presidente de la institución, implementó una política monetaria de metas de inflación y una política cambiaria de libre flotación del tipo de cambio con el objetivo explícito de reducir drásticamente la inflación y establecer un tipo de cambio de libre mercado. Sin embargo, a dos años y medio de la implementación de estas políticas, no han logrado reducir la tasa de inflación (gráfico 2) ni estabilizar los desequilibrios externos. Es más, las autoridades del BCRA se ven envueltas en una serie de contradicciones que dificultan visualizar una salida ordenada.³⁶

¿Cómo podemos explicar estas contradicciones? En primer lugar, la teoría en la que se basa la política de metas de inflación explica

36 Las contradicciones de las políticas monetaria y cambiaria quedaron expuestas en una extensa entrevista brindada por Sturzenegger al diario *Perfil* el 5 de enero de 2018 (<http://www.perfil.com/noticias/politica/ahora-a-cumplir-la-meta-del-15.phtml>).

Gráfico 2

Índice de precios al consumidor, variación anual (eje izquierdo) y variación mensual (eje derecho) (enero de 2015—marzo de 2018)



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía—Fundación Germán Abdala

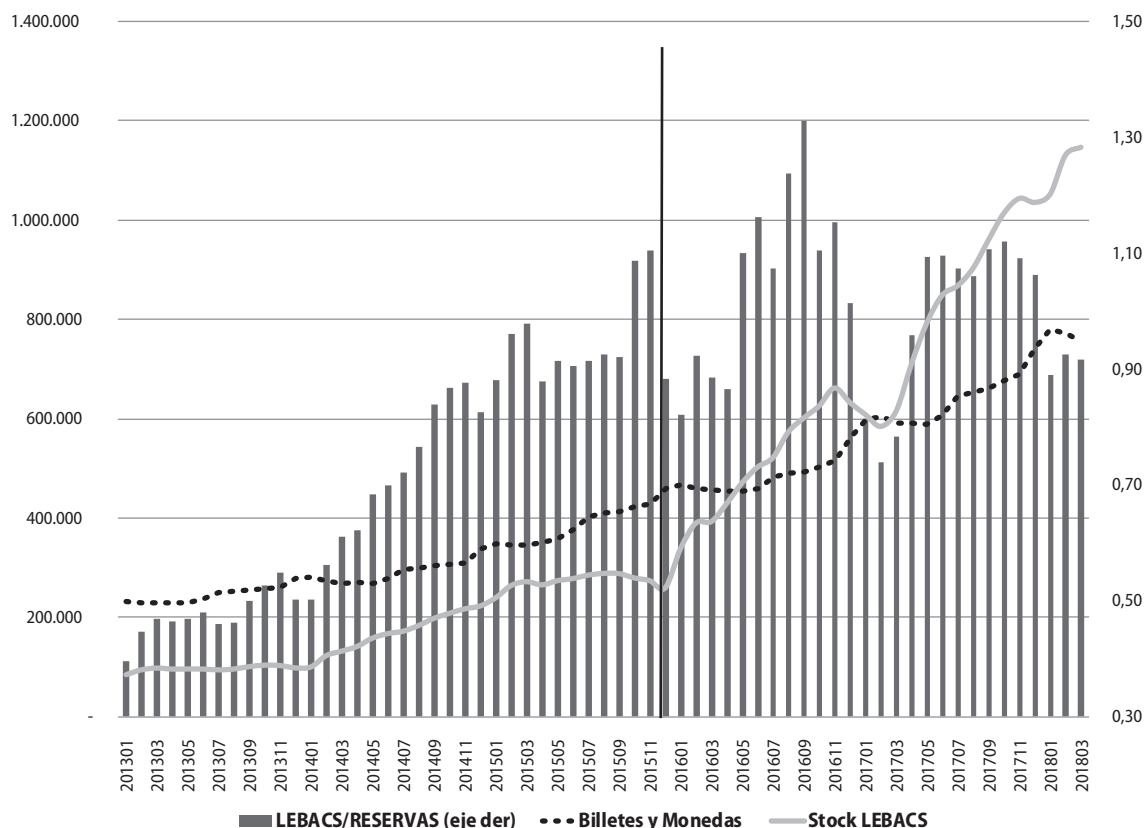
que, ante un brote inflacionario, la respuesta del banco central debería ser incrementar la tasa de interés de referencia según alguna regla de política monetaria (como una regla de Taylor). El incremento de la tasa de interés de referencia debería repercutir sobre la estructura de tasas de interés de la economía, encareciendo el crédito. Como, según esta concepción teórica, la inflación es siempre un fenómeno de exceso de demanda y el componente de la demanda agregada más sensible a la tasa de interés es la inversión, un incremento de la tasa debería resultar en una disminución de la inversión y, consecuentemente, la demanda y, eventualmente, la inflación (Bernanke y otros 2001).³⁷

37 Para una discusión crítica de esta perspectiva véase Cibils y Lo Vuolo (2004).

Sin embargo, Argentina tiene una tasa de crédito/PIB que ronda el 15%, un nivel bajísimo aún para los países de América Latina. Por lo tanto, ¿cómo funcionaría el mecanismo que describimos en el párrafo anterior en una economía con tan baja difusión del crédito? Los funcionarios del BCRA nunca explicaron cómo debería funcionar la política monetaria de metas de inflación en este contexto, ni por qué canales las elevadísimas tasas de interés nominales habrían de bajar la inversión. De hecho, la visión de la inflación como un fenómeno exclusivamente monetario manifestada públicamente por Sturzenegger, ha resultado en una política de fuerte absorción monetaria utilizando las Lebac, contribuyendo a generar una burbuja especulativa que estuvo a punto

Gráfico 3

Base monetaria, stock de Lebac y relación Lebac/Reservas internacionales (enero de 2013-marzo de 2018)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del Banco Central de la República Argentina.

de estallar el martes 15 de mayo, y que sigue generando una amenaza de difícil resolución en el corto y mediano plazo.

En segundo lugar, existen contradicciones en el discurso del BCRA sobre las causas de la inflación. Por un lado, Sturzenegger ha manifestado en declaraciones públicas no tener dudas de que la inflación es un fenómeno puramente monetario. Sin embargo, adjudicó el elevado nivel del índice de precios de los primeros meses de 2018 a la “sorpresa”³⁸ de los precios regulados.³⁹ O sea, parecería que

38 Entrevista en *Perfil* citada más arriba.

39 Los precios regulados tarifas de servicios públicos, de transporte público y el precio de los combustibles regulados por el Estado. Todos han aumentado considerablemente desde el comienzo del gobierno de Macri.

el mismo Presidente del BCRA implícitamente admite que, en realidad, la inflación no es un fenómeno puramente monetario y que el salto inflacionario se debe al aumento de los precios regulados que controla el gobierno. En otras palabras, es el mismo gobierno que, a través de su política de precios regulados, está impulsando la inflación. Cabe preguntarse entonces, ¿es la política monetaria de metas de inflación, orientada a la contracción monetaria, la indicada en un contexto donde la inflación no es monetaria? Otra fuente de incertidumbre y confusión que impacta negativamente sobre la credibilidad de la política monetaria y económica en general.

Tercero, la defensa del BCRA de la libre flotación cambiaria parecería basarse en modelos de

manual de macroeconomía ortodoxa que poco tienen que ver con la realidad de un país periférico como Argentina. La ventaja de la libre flotación, según Sturzenegger, sería que permite que, en presencia de un déficit comercial, el mercado ajuste automáticamente el tipo de cambio de tal forma de reequilibrar el sector externo. Se ignora así el efecto inflacionario de las devaluaciones en un país que, como la Argentina, exporta bienes que también forman parte de la canasta básica de alimentos. Adicionalmente el gobierno de Macri eliminó todo mecanismo de desacople (como eran las retenciones a las exportaciones primarias) entre los precios en los mercados mundial y nacional de estos bienes. Por último, Sturzenegger parece ignorar un fenómeno que se observa históricamente en la Argentina: los formadores de precios trasladan a precios el porcentaje de devaluación al margen del contenido importado de las mercancías que producen y venden.

Sin embargo, a principios de 2018, ante presiones crecientes sobre el tipo de cambio, el BCRA comenzó a intervenir fuertemente en el mercado de divisas, liquidando más de 10 mil millones de dólares, abandonando de hecho—pero no en el discurso—la libre flotación cambiaria. A nuestro modo de ver, los desequilibrios en el sector externo derivaron en que el BCRA comenzase a utilizar el manejo de la tasa de interés de referencia más como un instrumento para aliviar presiones sobre el tipo de cambio que como una herramienta antiinflacionaria. Parecería ser, entonces, que el BCRA está reconociendo implícitamente el efecto inflacionario de los movimientos del tipo de cambio y que modificó su política, transformándola en una flotación administrada.

Es interesante observar, en línea con lo anterior, que mientras la base monetaria aumentó un 9% menos en 2017 en relación a lo que había aumentado en 2016, el stock de Lebac aumentó casi un 6% más en 2017 en relación a lo que había aumentado en 2016. En otras pa-

labras, mientras la impresión de billetes redujo su velocidad de aumento entre 2017 y 2016, la emisión de títulos aumentó, resultando en una fuerte contracción monetaria.

Como ya se señaló anteriormente, el año 2018 comenzó con fuertes presiones cambiarias resultantes de los problemas que viene exhibiendo el sector externo de la economía argentina (gráfico 3) agravados por una estrategia que consistió en diferir los desequilibrios externos mediante la emisión de títulos de deuda en dólares esterilizados con letras del banco central. La historia argentina ha mostrado que, de no solucionarse los problemas del balance de pagos, llega un momento en que no existe tasa de interés que compense el riesgo devaluatorio derivado de dichos problemas. En el gráfico 1 del apartado anterior mostramos dos períodos similares (anteriores al actual) en términos de problemas externos y estrategias basadas en endeudamiento, y la magnitud de la contracción del producto luego de que se produce la devaluación forzada.

Conclusión

La victoria electoral de la alianza Cambiemos en diciembre de 2015 y la transición de un gobierno populista redistributivo a uno de neto corte neoliberal remite a las discusiones históricas sobre el péndulo argentino.⁴⁰ Quizás lo llamativo de esta última transición es que no ocurrió en medio de una crisis económica, si bien existían desequilibrios externos cuyos intentos de resolución generaron críticas de diversos sectores.

La llegada de Macri al poder resultó en un marcado proceso de desregulación y liberalización cambiaria, financiera, monetaria y comercial. Los desequilibrios externos se acentuaron


⁴⁰ Ver Ferrer (1977) y Diamand (1983) para dos visiones complementarias sobre los movimientos pendulares de la economía política argentina.

y se financiaron con un acelerado proceso de endeudamiento externo. El cambio en las políticas monetaria y cambiaria contribuyeron al empeoramiento de los desequilibrios externos, debido al déficit de cuenta corriente y la aceleración de la fuga de capitales especulativos. La concepción monetarista de la inflación como motor de la política monetaria generó una burbuja de activos del Banco Central que contribuyó al ingreso de estos capitales y a la vulnerabilidad externa del país, como se manifestó en la corrida cambiaria del mes de mayo.

Así fue como, ante las crecientes dificultades para emitir deuda nueva y la perspectiva de una nueva crisis, la Argentina recurrió al FMI solicitando un préstamo *stand-by* como señal a los mercados de que el modelo económico ortodoxo resistiría futuros embates. Sin embargo, la Argentina ya tiene mucha experiencia acumulada con las consecuencias profundamente negativas de las condicionalidades que acompañan los préstamos del FMI. Como ya es ampliamente conocido, la incomprensión por parte del Fondo sobre cómo funcionan los sistemas monetarios modernos y el énfasis casi excluyente en la eliminación del déficit fiscal, no resultan en una salida de la crisis sino más bien su profundización.

El fuerte ajuste fiscal que se está negociando redundará en una caída de la actividad económica, que ya está evidenciando señales de contracción. Es muy difícil que en un escenario de recesión, mejore la situación fiscal dada la dependencia de la estructura impositiva argentina sobre la actividad económica. La experiencia indica que en un escenario como el que acabamos de describir, la receta del FMI será mayor ajuste, y así siguiendo por la espiral descendente de caída de la actividad, etc.

La inviabilidad económica del actual experimento neoliberal torna su final inevitable, aunque es difícil predecir cómo y cuándo ter-

minará, y cuál será el costo social de la crisis. La experiencia argentina entre 1998 y 2001 es una indicación de lo que podríamos estar encarando. Otra alternativa, son los ocho años de declive económico de Grecia, que implementó políticas similares a partir de la crisis iniciada en el año 2009. Una alternativa menos dolorosa y, por cierto, más sensata sería volver a un manejo activo de las cuentas externas y adoptar políticas monetaria y cambiaria que promuevan la actividad económica en lugar de la especulación financiera. 

Bibliografía

- BERNANKE, Ben; Laubach, Thomas; Mishkin, Frederic y Posen, Adam (2001). *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- CENTRO de Estudios para la Producción (2007), *Síntesis de la Economía Real* n° 54.
- CIBILS, Alan y Lo Vuolo, Rubén (2004). “Régimen de metas de inflación: ¿El nuevo consenso ortodoxo en política monetaria?”, Documento de Trabajo Nro. 41, *Centro Interdisciplinario para el Estudio de Políticas Públicas*, Ciudad Autónoma de Buenos Aires.
- DIAMAND, Marcelo (1983). “El péndulo argentino: ¿Hasta cuándo?”. Buenos Aires: Centro de Estudios de la Realidad Argentina
- FERRER, Aldo (1977). *Crisis y alternativas de la política económica argentina*. Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica.
- FERRERES, O. J. (2005). *Dos siglos de economía argentina (1810-2004): historia argentina en cifras*. Fundación Norte y Sur Ed.
- LAVARELLO, P. J., Montagu, H., y Abeles, M. (2013). *Heterogeneidad estructural y restricción externa en la economía argentina*. En: *Hacia un desarrollo inclusivo: el caso de la Argentina*. Santiago: CEPAL; OIT, 2013. LC/L. 3569. p. 23-95.