

UNIVERSIDAD NACIONAL DE RÍO CUARTO

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

**Análisis de causas de la crisis cambiaria argentina desencadenada en
abril de 2018**

TRABAJO FINAL

para obtener el grado de

Licenciado en Economía

Autor:

Cristhian Leonardo Blanc

Director de Trabajo Final: Lic. Miguel Bosch

Índice

1. <u>Crisis cambiaria. Marco teórico</u>	5
1.1. <u>Modelos teóricos sobre crisis cambiarias</u>	8
1.1.1. Modelos de la primera generación	8
1.1.2. Modelos de segunda generación	12
1.1.3. Modelos de tercera generación	14
1.2. <u>El principal antecedente argentino: Crisis de 2001</u>	16
2. <u>Crisis cambiaria argentina de abril-mayo 2018</u>	19
2.1 <u>Principales problemas económicos heredados en diciembre de 2015</u>	19
2.1.1. Déficit fiscal	19
2.1.2. Inflación	22
2.1.3. Falta de crecimiento económico	23
2.1.4. Reservas exiguas	24
2.1.5. Restricciones en mercado cambiario	25
2.1.6. Contratos de dólar futuro	25
2.1.7. Atraso tarifario	26
2.1.8. Presión fiscal	27
2.1.9. Déficit comercial	28
2.2. <u>Política económica desde asunción nuevo gobierno hasta crisis cambiaria</u>	29
2.2.1. Levantamiento de las restricciones en el mercado de cambios	29
2.2.2. Tasa de interés disuasiva de la compra de dólares	29
2.2.3. La estrategia anti inflacionaria bajo el análisis del Modelo IS-LM	32
2.2.4. Frente al trilema	36
2.2.5. Demanda de dinero y pasivos remunerados del Banco Central	37
2.2.6. Hipergradualismo fiscal	46
2.2.7. Deterioro del tipo de cambio real y déficit comercial	50
2.2.8. Gradualismo al revés en la administración central	52
2.2.9. Incorrecta aplicación del sistema de metas de inflación	54
2.2.10. Conferencia del 28 de diciembre de 2017: ilusión de la curva de Phillips y punto de quiebre	58
2.2.11. Pérdida de confianza ante debilidad o ausencia de reformas estructurales	60
2.2.11.1. Reforma laboral	61
2.2.11.2. Reforma previsional	62
2.2.11.3. Reforma fiscal	62
2.3. <u>Aspectos contextuales desfavorables</u>	66
2.3.1. Fly to Quality	66
2.3.2. Condiciones climáticas adversas	68
2.4. <u>Impuesto a la renta financiera y desarme de posiciones en Lebacs</u>	70

2.5. <u>Caída de reservas y suba del tipo de cambio: enero a mayo de 2018</u>	72
2.6. <u>Aspectos históricos de influencia en la generación de la crisis</u>	76
2.6.1. <u>Inflación: significado y análisis histórico</u>	76
2.6.1.1. <u>Significado</u>	77
2.6.1.2. <u>Breve análisis histórico de la inflación en Argentina</u>	78
2.6.2. <u>Inseguridad jurídica: violación a los derechos de propiedad</u>	84
2.6.2.1. <u>Impagos de deuda</u>	84
2.6.2.2. <u>Plan Bonex</u>	85
2.6.2.3. <u>Limitación a extracciones bancarias</u>	85
2.6.2.4. <u>Pesificación asimétrica</u>	85
2.6.2.5. <u>Estatización de las AFJPs</u>	85
2.6.2.6. <u>Restricciones en el mercado de capitales</u>	85
2.7. <u>La crisis argentina de abril-mayo 2018 y su relación con los principales modelos teóricos</u>	86
2.7.1. <u>En relación a los modelos de primera generación</u>	86
2.7.2. <u>En relación a los modelos de segunda generación</u>	87
2.7.3. <u>En relación a los modelos de tercera generación</u>	87
2.7.4. <u>En síntesis, sobre los tres tipos de modelos y la crisis argentina de abril- mayo 2018</u>	88
2.8. <u>Conclusión</u>	88
3. <u>ANEXOS</u>	90
3.1. <u>ANEXO 1. Sector externo y deuda externa 1992 a 2001</u>	90
3.2. <u>ANEXO 2. Precio dólar para la venta Banco Nación Argentina. Enero a mayo 2018</u>	91
3.3. <u>ANEXO 3. Reservas BCRA. Enero a mayo 2018</u>	92
4. <u>Bibliografía</u>	92

Resumen: La crisis cambiaria argentina desencadenada a fines de abril de 2018 se dio en el marco de un proceso de corrección gradual de los graves desequilibrios económicos heredados por la administración nacional asumida en diciembre de 2015. El plan gradualista aplicado no demostró ser satisfactorio en la reducción del déficit fiscal y en el cumplimiento de las metas de inflación anunciadas. Su mayor defecto fue la falta de coordinación entre la excesiva lentitud en la búsqueda del equilibrio presupuestario y las relativamente ambiciosas metas de inflación. El intento de cumplimiento de éstas últimas llevó a un proceso de acumulación de pasivos remunerados por parte del Banco Central debido a los enormes esfuerzos por esterilizar los pesos emitidos en la compra de los dólares que ingresaban con motivo de la emisión de deuda soberana. A estos problemas se agregaron factores incontrollables por parte del gobierno argentino, tales como la suba de los rendimientos de los bonos del tesoro estadounidense y una fuerte sequía que afectó la oferta de divisas. En este trabajo se analiza el punto de partida de la nueva administración, los aspectos más

importantes del plan gradualista, las restricciones exógenas, y demás factores de decisiva influencia en la gestación de la crisis, recurriendo a la teoría económica, la cual, además de aportar herramientas generales de análisis, brinda modelos que abordan de manera concreta y pormenorizada el fenómeno conocido como "crisis cambiaria".

Introducción: "La actividad económica registró el mejor febrero en 20 años", así titulaba el periódico online Infobae a una de sus noticias de la sección de Economía¹. En efecto, las cifras de crecimiento arrojadas por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) eran alentadoras: 5,1% de crecimiento interanual (es decir con respecto al mismo mes del año anterior) en febrero de 2018².

Igualmente optimistas eran las cifras de crecimiento arrojadas por la consultora de Orlando J. Ferreres para el mes de marzo de ese mismo año:

*"En marzo, la actividad económica arrojó un alza del 3,1% interanual. De esta forma el primer trimestre del 2018 finalizó con una suba del 5% en relación a igual período de 2017. Dentro de los sectores destacados, debemos resaltar a la industria y la construcción, los cuales evidenciaron expansiones anuales de 4,4% y 5,6% de manera respectiva, y se perfilan como los rubros más dinámicos del año."*³

Curiosamente, los dos rubros que se perfilaban como los más dinámicos, se encontrarían entre los más castigados luego de los eventos económicos de abril y mayo de 2018.

Las mediciones de pobreza iban en sintonía con las buenas noticias de crecimiento recién citadas. Según el INDEC a fines de 2017 la pobreza golpeaba al 25,7% de la población, y la indigencia al 4,8%. Cifras altas y preocupantes, por supuesto, pero en franco descenso al ser comparadas con las equivalentes del año anterior: 30,3% de pobreza al segundo semestre de 2016 y 6,1% de indigencia⁴.

Tampoco las cifras descendentes en desempleo podrían haber anticipado una crisis, en efecto el INDEC informaba que la desocupación al cuarto trimestre de 2017 afectaba al 7,2% de la población económicamente activa, cifra optimista si se compara con la informada para el trimestre anterior del 8,3% y las correspondientes al segundo y primer trimestre de ese año, 8,7% y 9,2 respectivamente⁵.

Es decir, en cuanto a crecimiento económico, reducción de la pobreza y creación de puestos de trabajo; el programa económico del gobierno de la coalición "Cambiamos", liderado por el presidente Mauricio Macri, parecía estar dando resultado. A este programa se le calificó de

1 Daniel Sticco. 24 de abril de 2018. La actividad económica registró el mejor febrero en 20 años. Infobae.

<https://www.infobae.com/economia/2018/04/24/la-actividad-economica-registro-el-mejor-febrero-en-20-anos/>

2 INDEC (2018). Estimador Mensual de Actividad Económica. Estimación provisoria de febrero de 2018. Cuentas Nacionales vol. 2 n° 7. Buenos Aires: INDEC (p. 03) Recuperado de:

https://drive.google.com/file/d/1tUgxnVAJ_z1pNylONP6NMgal3Z-0uG0v/view

3 Orlando J Ferreres & Asociados. 24 de abril de 2018. ÍNDICE GENERAL DE ACTIVIDAD (IGA), marzo de 2018. (p. 01). Recuperado de: <https://drive.google.com/file/d/1njSXR75lkZMhq2EQFgWg1rXEbE4O30gF/view>

4 INDEC (marzo 2018). Incidencia de la pobreza y la indigencia en 31 aglomerados urbanos. Segundo semestre de 2017. Condiciones de vida. Vol. 2, n° 4. Buenos Aires: INDEC. (p.03) Recuperado de:

https://www.indec.gob.ar/uploads/informesdeprensa/eph_pobreza_02_17.pdf

5 INDEC (2018). Mercado de trabajo, principales indicadores (EPH). Cuarto trimestre de 2017. Trabajo e ingresos. Vol. 2, n° 1. Buenos Aires: INDEC. (p. 03) Recuperado de

<https://drive.google.com/file/d/1xKxOrYkWJvPx6dhXVSsF9-SIZGkv6zMY/view>

"gradualista" por su enfoque contrario a políticas de shock para lograr el ordenamiento de las variables macroeconómicas. A poco más de 2 años de inicio del gradualismo no se vislumbraba un escenario de crisis para el resto del mandato de la coalición gobernante y de empeoramiento de todas las variables citadas. ¿Qué fue lo que sucedió entonces para que en el mes de mayo se perdieran USD 6.525 millones de reservas en un intento de contener la suba de la moneda estadounidense que terminó ascendiendo con respecto al peso un 22,1 % solo en ese mes, provocando éste fenómeno un empeoramiento de variables macroeconómicas relevantes como las citadas?

La pregunta la realizaba, en los términos informales que lo caracterizan, quien fuera el presidente del Banco Nación entre 23 de diciembre 2015 y 18 de enero 2017, y confeso amigo del presidente de la nación, el economista Carlos Melconian:

*"Es normal que la gente se pregunte '¿Qué pasó acá?', ¿Qué pasó que en una semana esto se derrumbó? (...) ¿Tan atado con alambre estaba esto?"*⁶

Este trabajo busca responder ese tipo de preguntas. ¿Qué fue lo que pasó? ¿Si los indicadores de crecimiento, empleo y pobreza nos alentaban al optimismo cómo pudo desatarse una crisis cambiaria tan abrupta, severa e incontrolable? ¿Cuáles fueron las causas externas y cuáles las internas? ¿Se trató de una mala política económica del gobierno en ejercicio, una muy mala herencia de parte del gobierno anterior o ambas?

Para dar respuesta a esta clase de interrogantes se requiere analizar, además de los factores puramente locales, las restricciones impuestas por el contexto económico internacional, todo ello recurriendo a herramientas consideradas de gran utilidad que nos brinda la teoría económica.

En concreto y sintéticamente: el objetivo principal es identificar y describir las condiciones que llevaron a la crisis cambiaria desencadenada a fines de abril de 2018, utilizando para ello una metodología de tipo descriptiva, que incorpora importantes desarrollos teóricos de destacados autores en la materia.

Secundariamente, siempre en el marco del objetivo principal y sin abandonar la metodología descriptiva, se busca el logro de objetivos más específicos, a saber: identificar y describir los principales problemas económicos heredados por la nueva administración nacional en diciembre de 2015, describir y analizar la política económica adoptada para enfrentar tal complicada herencia, hacer lo propio con los aspectos contextuales desfavorables que contribuyeron al colapso del tipo de cambio, y describir a su vez ciertos antecedentes de la historia económica reciente de influencia en la gestación de la crisis.

Declarados entonces los objetivos, se da inicio al trabajo.

1. Crisis cambiaria. Marco teórico

Se conoce como "crisis cambiaria", o más informalmente "corrida cambiaria", a un fuerte y repentino ataque especulativo contra la moneda de un país, en favor de una moneda extranjera en la cual los especuladores depositan su confianza. En consecuencia, la autoridad monetaria,

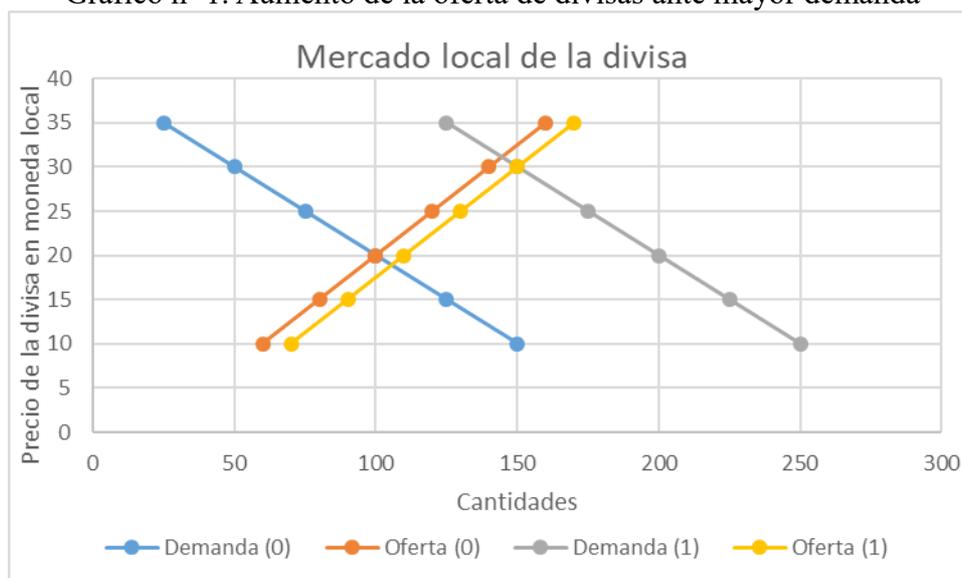
⁶ Carlos Melconian (11 de mayo de 2018); "Una visión personal de la economía y política argentina". Conferencias de "A Todo Trigo y cultivos de invierno". Mar del Plata. Recuperado de: <https://www.youtube.com/watch?v=D6JJcdZt8l0>

generalmente el Banco Central del país afectado, debe utilizar las reservas de divisas para defender el valor de su moneda y/o incrementar las tasas de interés o, caso contrario, resignarse a la devaluación en un contexto de tipo de cambio fijo, o a la depreciación si rige un tipo de cambio flexible administrado.

Como es de intuir, subyace a las crisis o corridas cambiarias, un gran nivel de desconfianza hacia la política económica llevada a cabo por el gobierno de turno. La sospecha sobre la capacidad de este último de defender el valor de la moneda hace prever una inminente caída en el valor de la misma. Los especuladores se anticipan para obtener ganancias y/o evitar pérdidas cambiando la composición de sus carteras. Se añaden activos en moneda extranjera y se resignan activos en moneda local.

Ante el apetito por la moneda extranjera, el Banco Central intentará equilibrar el mercado cambiario con dos instrumentos, uno para desalentar la demanda de la divisa y otro para incrementar su oferta. El desaliento a la demanda viene por el lado de la suba de la tasa de interés de modo de hacer más atractiva la posición inversora en moneda local y por ende relativamente menos atractiva la correspondiente en moneda extranjera. El incremento de la oferta se refiere a la venta de reservas internacionales en poder de la entidad monetaria.

Gráfico n° 1. Aumento de la oferta de divisas ante mayor demanda



(Elaboración propia)

El gráfico 1 ilustra una situación en la que un fuerte aumento de la demanda de la divisa (desde Demanda 0 a Demanda 1) es contrarrestado solo parcialmente por un incremento de la oferta por parte del Banco Central (Oferta 0 a Oferta 1). En este ejemplo, inicialmente el equilibrio se encuentra en el punto correspondiente a una cantidad de 100 (podría ser por ej. 100 millones de dólares) y un precio de \$20, es decir un tipo de cambio nominal de 20 pesos argentinos por cada dólar estadounidense. El brusco aumento de la demanda provoca la reacción del Banco Central, quién incrementa la oferta vendiendo parte de sus reservas sin llegar a contrarrestar el aumento de la demanda en su totalidad, por lo que el nuevo equilibrio se produce para una cantidad de 150 y un tipo de cambio de \$30.

Para este ejemplo el aumento en el precio de la divisa fue del 50%:

$$(E_1 - E_0) / E_0$$

Siendo:

E_1 : tipo de cambio nominal momento 1

E_0 : tipo de cambio nominal momento 0 (inicial)

En números: $(30 - 20) / 20 = 0,50$

Es importante distinguir la medición del aumento del precio del dólar de la correspondiente a la devaluación o depreciación de la moneda local, no es lo mismo y muchas veces la opinión pública se refiere indistintamente a ambas expresiones confundiendo las magnitudes respectivas.

La depreciación del peso en nuestro ejemplo es de 33%:

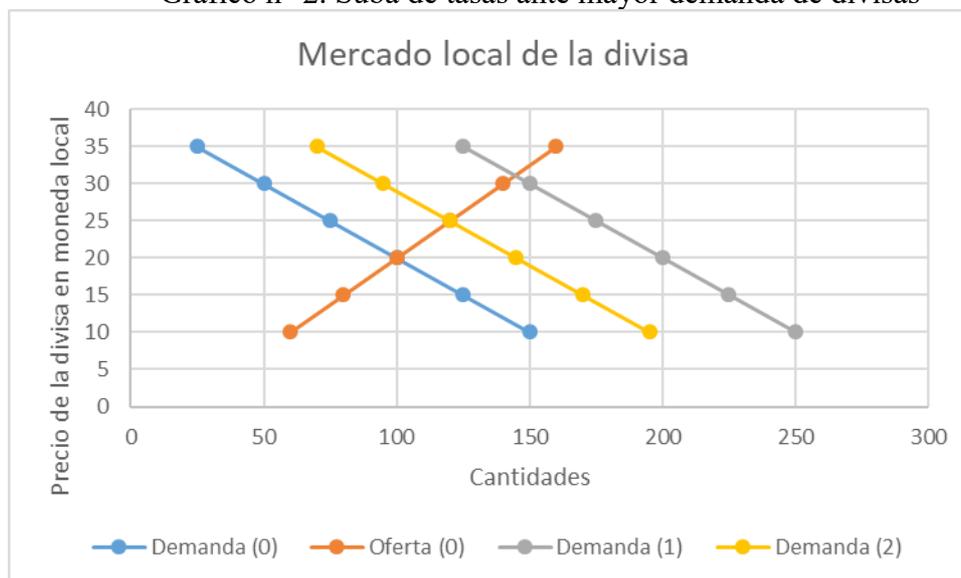
$$\frac{E(\text{US}\$/\$)_1 - E(\text{US}\$/\$)_0}{E(\text{US}\$/\$)_0}$$

Siendo $E(\text{US}\$/\$)$ el precio del peso argentino medido en dólares estadounidenses. En números:

$$(1/30 - 1/20) / (1/20) = -0,33$$

Veamos ahora a grandes rasgos en un gráfico la estrategia de suba de tasa de interés:

Gráfico n° 2. Suba de tasas ante mayor demanda de divisas



(Elaboración propia)

El gráfico 2 ejemplifica una situación en la que, al igual que antes, se parte de un tipo de cambio de equilibrio de \$20. La demanda aumenta bruscamente, desplazándose su representación gráfica hacia arriba y a la derecha (demanda 0 a demanda 1). Ante esta situación, el Banco Central decide aumentar la tasa de interés de referencia, la cual podría ser por ejemplo el rendimiento nominal de sus letras (Lebac). Este aumento tiene por objeto desalentar la compra de divisas ante un mejor rendimiento de colocaciones en pesos. En este ejemplo el "efecto desaliento" no llega a compensar completamente la mayor demanda por la divisa. La nueva curva de demanda (demanda 2) intercepta a la oferta al nuevo tipo de cambio de \$25. La suba del tipo de cambio es entonces de

un 25% y la caída del peso o depreciación de la moneda local de 20%.

Existe a su vez otro mecanismo, menos intuitivo, mediante el cual la suba de tasas contribuye a moderar las presiones alcistas sobre el tipo de cambio. Resumidamente: Dado que las empresas deben hacer frente a sus costos internos en moneda local, y el contraataque del gobierno a los especuladores implica generalmente una fuerte contracción monetaria, las empresas deben recurrir a vender sus tenencias de divisas para hacerse de dinero efectivo. La alternativa de recurrir al crédito resulta muy costosa y en muchos casos inaccesible. También sucede para individuos poseedores de ahorros en moneda extranjera, que recurren a su venta para hacerse del dinero necesario para sus gastos ante el contexto monetario contractivo.

Otra manera en que la suba de las tasas de interés podría motivar el descenso del tipo de cambio o su contención es por la mayor oferta de divisas por parte de ahorristas que buscan hacerse de moneda local para aprovechar los elevados rendimientos de las colocaciones en títulos o plazos fijos denominados en tal moneda.

1.1 Modelos teóricos sobre crisis cambiarias

En procura de explicar el fenómeno denominado "crisis cambiaria", se ha desarrollado una serie de modelos, los cuales se agrupan según su orden cronológico en:

Modelos de primera generación (Krugman 1979, Flood y Garber 1984)

Modelos de segunda generación (Obstfeld 1994)

Modelos de tercera generación (Kaminsky y Reinhart 1999)

Veamos sintéticamente que explica cada uno de ellos:

1.1.1. Modelos de primera generación

El principal trabajo, perteneciente a los denominados modelos de la primera generación, es autoría del economista norteamericano Paul Krugman y ha sido titulado "A Model of Balance-of-Payments Crises" (1979). El mismo está inspirado en un trabajo de Salant y Henderson (1978), referido este último a un contexto de fijación del precio de un bien no renovable.

En el modelo de Salant y Henderson se explica que el intento de evitar que se eleve el precio de un determinado bien no renovable, lleva al agotamiento de las reservas del mismo, y por lo tanto al aumento de su precio. Sobre esta base Krugman desarrolla su teoría sobre crisis de balanza de pagos.

Estos modelos de primera generación son utilizados para explicar las crisis cambiarias, o de balanza de pagos, de países emergentes como México, Chile y Argentina en la década de 1970 y principios de los 80.

Krugman plantea una economía pequeña que se encuentra en pleno empleo. El tipo de cambio es fijo, es decir, la autoridad monetaria se compromete a defender cierta paridad entre la moneda local y la correspondiente a otro país.

Un supuesto importante de este modelo es que la oferta monetaria es igual al nivel de reservas más el crédito interno otorgado por el Banco Central, es decir:

$$M = R + C$$

Mientras no exista déficit por parte del gobierno entonces no habrá crédito interno otorgado por la autoridad monetaria (no se contempla crédito concedido por el Banco Central al sistema bancario, lo cual de todas formas no cambiaría las conclusiones).

Por su parte, los agentes económicos, que son racionales, mantienen carteras óptimas compuestas por colocaciones en moneda local y en moneda extranjera:

$$W = M/P + F$$

W: riqueza de los residentes nacionales.

M/P: saldos reales en moneda nacional (El modelo supone que solo los residentes nacionales poseen saldos en moneda local, no los residentes en otros países)

F: Saldos en moneda extranjera por parte de los residentes.

La riqueza de los residentes también puede expresarse de la siguiente forma:

$$W = L(\pi) W + [1-L(\pi)] W$$

Esta última ecuación significa que la riqueza de los residentes se compone de una proporción L en activos en moneda local, la cual depende negativamente del nivel de inflación esperada (π). La proporción restante $1-L(\pi)$ está en colocaciones en moneda extranjera. Por lo que resulta:

$$L(\pi) W = M/P$$

$$[1-L(\pi)] W = F$$

Mientras se cumpla la condición de paridad de intereses no habrá incentivos para un cambio en la composición de las carteras que implique una disminución en las tenencias en una moneda para aumentar las tenencias en la otra. Veamos la ecuación de paridad de intereses:

$$i = i^* + \epsilon (E_1 - E_0) / E_0$$

Siendo

i: tasa de interés interna.

i*: tasa de interés externa.

$\epsilon (E_1 - E_0) / E_0$: Variación porcentual esperada en el tipo de cambio nominal.

Esta paridad indica que el rendimiento en moneda local debe ser igual al rendimiento en moneda extranjera más la variación esperada en el tipo de cambio, de modo que no tenga beneficio el pasaje de una moneda hacia la otra. Esta situación se da cuando el mercado cambiario está en equilibrio.

Sin embargo, el gobierno instrumenta una política económica no consistente con el sostenimiento de la paridad. Algo que es detectado por los agentes económicos. Esta mala política consiste en el sostenimiento de un déficit fiscal financiado con emisión monetaria, lo que se conoce

como "monetización del déficit":

$$(\Delta M) / P = G - T$$

Siendo

ΔM : incremento de la oferta monetaria nominal.

P: nivel de precios, constante en el contexto de tipo de cambio fijo.

G: Gasto del gobierno.

T: Ingresos tributarios.

El incremento de la oferta monetaria llevará a una modificación en la composición de las carteras. Esto se debe a que, tras la emisión, los agentes económicos se encuentran con un exceso de moneda local y utilizarán ese excedente para demandar moneda extranjera a la entidad monetaria y así recalibrar sus carteras. Este proceso lleva a una constante pérdida de reservas por parte del Banco Central, lo cual esteriliza la oferta monetaria emitida para financiar el déficit, de modo que la masa monetaria se mantenga constante:

$$-\Delta R = -\Delta M/P = \Delta F$$

La expresión anterior indica que la pérdida de reservas ($-\Delta R$) es igual a la caída en los saldos monetarios reales consecuencia de la mayor adquisición de moneda extranjera. Inicialmente la pérdida es gradual, pero cuando las reservas han caído a niveles que el público percibe insuficientes para el sostenimiento de la paridad se inicia el ataque especulativo.

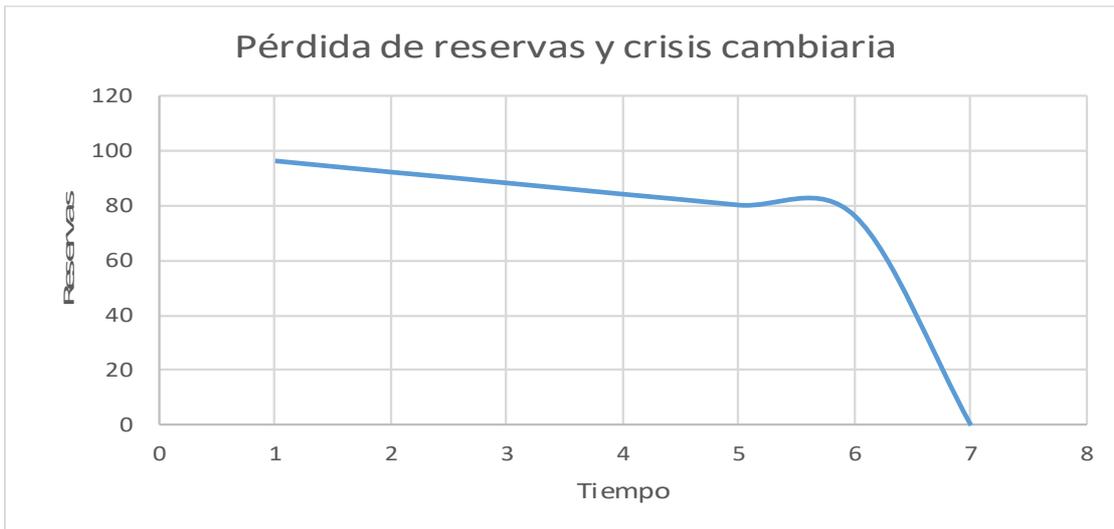
Si el Banco Central se queda sin reservas, entonces el aumento del crédito interno para la financiación del déficit, no podrá tener como contrapartida la venta de reservas de modo de esterilizar la moneda emitida, por lo que la masa monetaria ya no se podrá mantener constante y el tipo de cambio inevitablemente se elevará:

$$\text{Si } R = 0 \text{ y } \Delta C > 0 \Rightarrow \Delta M > 0 \text{ y } \Delta E > 0$$

Es en base a este análisis, que los modelos de primera generación plantean la incompatibilidad de la política cambiaria con la política fiscal y monetaria del gobierno, lo cual, como se ha visto, vuelve insostenible en el tiempo el mantenimiento del tipo de cambio decidido por las autoridades. La crisis de balanza de pagos es inevitable dada la inconsistencia entre el mantenimiento de la paridad cambiaria y una política fiscal deficitaria que demanda emisión monetaria para su financiamiento.

Por supuesto, mientras los agentes económicos creen que el gobierno mantendrá la política de ancla cambiaria, tendrán una expectativa de inflación/devaluación nula. Pero, ante la continua disminución de las reservas, las expectativas de los agentes financieros en algún momento se modifican, y es entonces cuando anticipan el abandono de la paridad, lo cual los beneficiará en la medida en que la composición de sus carteras vea aumentada la proporción de colocación en moneda extranjera. Es decir, dado que anticipan el abandono de la paridad y el beneficio consecuente, con sus acciones especulativas precipitan el colapso del tipo de cambio, que se produce cuando el monto de reservas cae a un nivel considerado crítico y el gobierno se ve forzado a proceder a la devaluación.

Gráfico n° 3

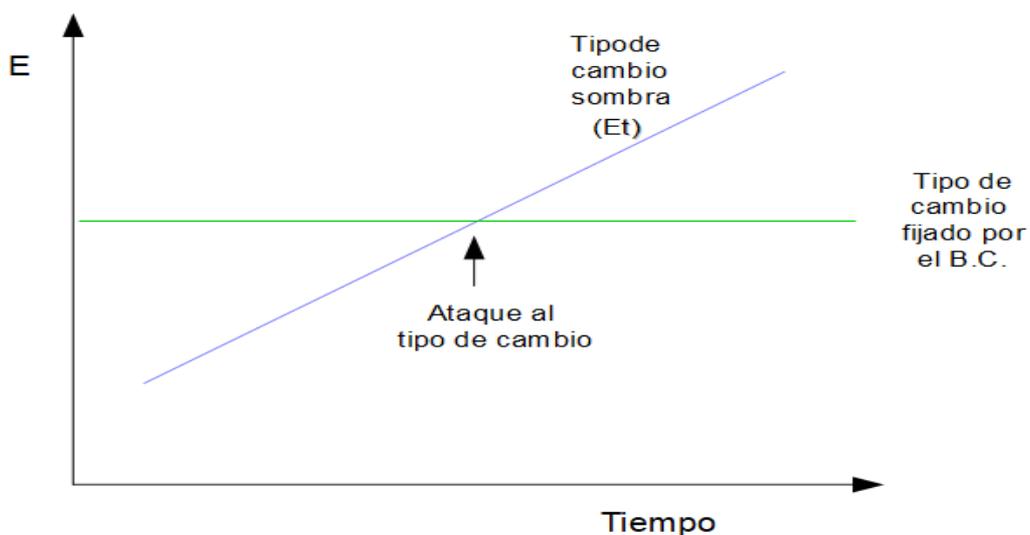


(Elaboración propia)

El gráfico n° 3 ilustra el agotamiento de las reservas a lo largo del tiempo, inicialmente gradual, hasta que en un momento determinado el ataque especulativo ocasiona que el agotamiento de las reservas se vuelva vertiginoso y promueva finalmente el abandono de la paridad. El colapso del tipo de cambio en este modelo es predecible e inevitable. Si bien el gráfico muestra una situación en la cual el nivel de reservas llega a cero, por lo general el Banco Central abandona sus esfuerzos antes de perder completamente sus reservas, para quedarse con un nivel mínimo para protección ante cualquier eventualidad que pueda afectar al país.

Una de las características más importantes de los modelos de primera generación es la predictibilidad del ataque que lleva al colapso de la paridad. Al respecto, Flood y Garber (1984), teorizaron sobre el momento exacto de ocurrencia del ataque especulativo. Se puede apreciar en el siguiente gráfico que los especuladores atacarán cuando el tipo de cambio esperado para el caso de que el gobierno abandonara la estabilidad cambiaria (tipo de cambio "sombra") sea igual al tipo de cambio fijo que se está sosteniendo:

Gráfico n° 4 Punto de ataque especulativo



(Elaboración propia. Basado en el modelo de primera generación de Flood y Garber, 1984)

La razón por la cual el ataque se produce en ese momento y no antes ni después es que de producirse antes el nuevo tipo de cambio resultante del abandono de la estabilidad no llevaría a una devaluación de modo de generar ganancias a los especuladores, por lo que estos sufrirían pérdidas, y de producirse después las ganancias las podrían aprovechar otros especuladores que se adelanten en el ataque.

1.1.2. Modelos de segunda generación

Los modelos de la primera generación no fueron capaces de explicar las crisis cambiarias del Sistema Monetario Europeo (1992-93) y de México (1994). Surge entonces la segunda generación, cuyo principal exponente es Maurice Obstfeld (1994 y 1996). A diferencia del modelo de Krugman, aquí no se supone que la economía esté necesariamente en pleno empleo y lo que es más importante no explica el ataque especulativo a raíz de inconsistencias de la política fiscal y monetaria con respecto al sostenimiento de la estabilidad cambiaria. En efecto, la crisis del SME (1992-93) ocurrió a pesar de la no existencia de tales tipos de inconsistencias.

Siendo la política macroeconómica consistente, la crisis tendría su punto de partida en un cambio de expectativas, que puede tener su razón de ser en algún acontecimiento externo tal como la devaluación de la moneda de otro país o una suba en la tasa de interés externa. Este tipo de acontecimientos provoca en los inversores la sospecha de que la paridad cambiaria podría abandonarse y esta sospecha los anima al ataque contra la moneda local. Antes del acontecimiento no existían fundamentos para creer en el abandono de la paridad, pero las circunstancias han cambiado y ya no se cree en que la autoridad monetaria pueda defender el tipo de cambio comprometido.

El cambio de expectativas por parte de algunos agentes financieros, así sea por información poco relevante, inicia la corrida cambiaria produciendo un efecto de contagio que potencia la huida de la moneda local.

Obstfeld analiza los casos en que las expectativas de devaluación traen principalmente dos tipos de consecuencias. Por un lado, la suba de la tasa de interés por parte de la autoridad monetaria con el objeto de defender el valor de la moneda, y por el otro lado la pérdida de competitividad que produce una suba de los salarios a raíz de las expectativas de devaluación por parte del mercado laboral con el objeto de proteger el poder adquisitivo de los salarios.

El gobierno deberá entonces sopesar los costos y beneficios de defender la paridad. Por el lado de los costos, si no convalida los aumentos salariales devaluando la moneda, entonces los mayores salarios reales generarán desempleo. A su vez, una mayor tasa de interés provocará un efecto contractivo en la demanda agregada y mayores desembolsos de intereses a causa de la deuda pública.

Volvamos a la ecuación de paridad de las tasas de interés:

$$i = i^* + \epsilon (E_1 - E_0) / E_0$$

Ante la suba de la tasa de interés externa y las expectativas de devaluación, el mantenimiento de la paridad requiere subir la tasa de interés interna y/o vender reservas para aplacar las expectativas devaluacionistas. Dado que la elasticidad de la demanda agregada a la tasa de interés es negativa, el costo en términos de actividad económica y desempleo citado debe compararse con el costo de abandono de la paridad, que consiste básicamente en la pérdida de

credibilidad internacional del país como destino para las inversiones, así como en un incremento en el nivel de precios. Todo esto puede plantearse analíticamente en base a la búsqueda de minimización de una función objetivo que mida la pérdida de bienestar nacional:

$$L = (Y - Y^*)^2 + \beta (E - E_{-1})^2 + c(e)$$

L es la función de pérdida de bienestar a minimizar

Y: nivel de producto

Y*: nivel de producto objetivo del gobierno

(E - E₋₁): variación del tipo de cambio nominal, se asocia al nivel de precios

β Ponderación del costo de modificación del nivel de precios

c (e): Otros costos asociados a la devaluación (ej. Pérdida de credibilidad internacional, costos políticos)

Si el gobierno calcula que la minimización de L demanda el abandono de la lucha por el mantenimiento del tipo de cambio, se producirá la devaluación.

Este tipo de crisis tiene un carácter autogeneracional o de retroalimentación (self-fulfillment): El proceso comienza con un cambio de expectativas, desde el mantenimiento esperado de la paridad a la creencia en que ésta podría abandonarse. Esta creencia lleva a un cambio en el comportamiento de los agentes, Obstfeld destaca el crecimiento de los salarios. El incremento de los salarios disminuye la competitividad y el alza de los tipos de interés afecta negativamente el nivel de actividad. Las expectativas de devaluación por parte de los agentes del sector privado aumentan al percibir los costos del sostenimiento de la paridad. Ante el aumento de tales expectativas, los costos de la defensa de la paridad vuelven a aumentar. Se produce un círculo vicioso que hace cada vez más probable que el ataque especulativo resulte exitoso.

Nótese que se ha mencionado la devaluación como probabilidad, pues a diferencia de los modelos de primera generación, el desenlace devaluatorio aquí no es inevitable. El gobierno puede no darse por vencido y sostener la paridad a costa de mayor tasa y menores reservas. Por eso se dice que a diferencia del modelo de Krugman, de predecible e inevitable desenlace, los de segunda generación constituyen modelos de equilibrios múltiples, básicamente tres:

- 1- No se produce cambio en las expectativas, y el tipo de cambio continúa fijo.
- 2- El cambio en las expectativas de los agentes económicos privados produce la variación del tipo de cambio.
- 3- Equilibrios intermedios mientras el gobierno intenta defender la paridad.

Como se puede ver, aquí la crisis no se produce por inconsistencias en la política económica, sino por un comportamiento agresivo de los agentes financieros privados que deriva en un proceso autogenerador de aumento de las probabilidades de validación de las expectativas devaluatorias.

1.1.3. Modelos de tercera generación

Los modelos de primera y segunda generación no resultaban del todo satisfactorios para explicar la crisis cambiaria del sudeste asiático acaecida en 1997-98. Por lo que trabajos de Krugman (1999) y especialmente de Kaminsky y Reinhart (1999) fundamentan los llamados "modelos de la tercera generación".

Un aspecto novedoso de estos modelos con respecto a los anteriores es el análisis de la

relación entre crisis cambiarias y crisis bancarias, dado que frecuentemente ambas se presentan al mismo tiempo. Las conexiones entre ambos tipos de crisis comenzaron a ser visibles a raíz de la apertura a los mercados de capitales internacionales por parte de las economías emergentes, producto de la eliminación de controles a los flujos financieros, es decir a partir de la década de 1980 en la cual se producen estas liberalizaciones financieras en ciertos países emergentes.

Las nuevas oportunidades de financiación que ofrece la apertura financiera resultan muy abundantes en relación al pequeño mercado financiero local de un país emergente, y animan a las empresas a un fuerte endeudamiento externo para llevar a cabo proyectos de inversión, a veces demasiado arriesgados, pero que suelen tener aval del gobierno explícita o implícitamente. Se estimula entonces un proceso de sobreinversión poco prudente. El endeudamiento es a corto plazo y en moneda extranjera y se ve alentado a medida que el flujo de capitales aprecia la moneda local. En esta fase no se perciben desequilibrios macroeconómicos que avizoren una crisis.

El problema surge cuando algún evento adverso causa temor en los agentes económicos y los lleva a dudar de la capacidad del gobierno para cumplir con los avales asumidos. La consecuencia del pánico es una fuerte fuga de capitales ante la cual, la autoridad monetaria, decide subir la tasa de interés en un intento por detener el proceso. El costo de este intento es un efecto contractivo en la actividad económica que retroalimenta las expectativas de devaluación, tal como se vio en los modelos de segunda generación (efecto self-fulfillment).

La recesión con tasas altas provoca un incremento en la morosidad. Por su parte, las empresas y bancos, están fuertemente endeudados en moneda extranjera y los acreedores cada vez más preocupados. La situación torna demasiado costoso el sostenimiento del tipo de cambio por lo que finalmente se produce la devaluación y a raíz de la misma los bancos y empresas endeudados en moneda extranjera se ven severamente afectados. A su vez, la devaluación merma la confianza internacional en la economía emergente afectada.

En la primera mitad de la década de los noventa, los países del sudeste asiático recibieron importantes flujos de capital. Esta recepción estuvo favorecida por el proceso previo de apertura externa a los mercados financieros. Junto con la recepción neta de flujo de capitales se produjo un importante auge en las inversiones y un alto grado de endeudamiento por parte, principalmente, de los bancos asiáticos.

No adolecían estos países de déficit fiscales elevados y persistentes. Sus indicadores macroeconómicos envidiables para varios países del mundo, no anticipaban una crisis. Sin embargo, una súbita desconfianza por parte de los inversores internacionales llevó a los Bancos Centrales de varias naciones asiáticas a usar sus reservas para contrarrestar las presiones sobre los tipos de cambio. En efecto, los inversionistas y acreedores externos comenzaron a retirar sus capitales de países emergentes fuertemente endeudados, el temor de los acreedores se había tornado generalizado. Y los flujos de capitales, que habían ingresado masivamente hacia el sudeste asiático los años previos, cambiaron de dirección. La composición de los balances de los bancos, con importantes pasivos a corto plazo en moneda extranjera y colocaciones en moneda local a largo plazo no daba mucho margen al optimismo.

El 2 de julio de 1997 se abandonó finalmente el tipo de cambio fijo imperante en Tailandia, y su moneda, el baht que estaba en paridad con el dólar, se devaluó. Le siguieron otras monedas de países vecinos tales como el ringgit de Malasia y la rupia indonesia.

Así cometan la crisis asiática de 1997 Felipe Larraín y Jeffrey Sachs:

*"Muchos bancos asiáticos tenían cuantiosas deudas de corto plazo en dólares con inversionistas internacionales, especialmente bancos internacionales en Europa, los Estados Unidos y Japón. Cuando se devaluó la moneda tailandesa, muchos inversionistas aceleraron el retiro de sus préstamos a la región, pues temían que, de no hacerlo, buena parte de las deudas de corto plazo no se pagarían. Los bancos asiáticos no estaban en condiciones de pagar fácilmente a sus acreedores externos, pues tenían el dinero colocado en proyectos de inversión de largo plazo, como fábricas y propiedades inmobiliarias."*⁷

La respuesta de política económica de los países afectados consistió, en gran medida, en la suba de las tasas de interés, lo cual fue muy criticado por algunos economistas, dado el empeoramiento en el nivel de actividad que provocó tal estrategia. Estos críticos consideraban que debía dejarse que el tipo de cambio se ajuste para impulsar la actividad económica. Los defensores de la suba de tasas, en cambio, consideraban que lo más importante en ese contexto era evitar una fuerte escalada inflacionaria, dejando en segundo plano el crecimiento. La suba de tasas se justificaba además por el alto grado de endeudamiento externo por parte de bancos y de empresas. Este gran endeudamiento exigía que se evitaran mayores caídas en el valor de las respectivas monedas para no afectar aún más a tales deudores, principalmente a los bancos, de lo contrario los efectos en el dañado sistema financiero asiático hubiesen sido devastadores.

Cabe recordar, por supuesto, que las crisis cambiarias y las crisis bancarias no siempre se dan en simultáneo o no necesariamente una implica la otra, pero según Kaminsky y Reinhart si una economía ha sufrido una crisis bancaria tendrá un gran riesgo de sufrir una crisis cambiaria, y mayor será la probabilidad de que ambas crisis se den en simultáneo si la economía en cuestión se encuentra en una situación de fragilidad.

Cuadro n° 1. Síntesis sobre modelos de crisis cambiarias

Modelos teóricos de crisis cambiarias	Autores principales	Características Principales	Crisis a las que aplica
Modelos de Primera Generación	Paul Krugman (1979) Flood y Garber (1984)	Inconsistencia de política cambiaria con políticas fiscal y monetaria. Inevitabilidad. Predictibilidad.	Países de América Latina en la década de 1970.
Modelos de Segunda Generación	Maurice Obstfeld (1994 y 1996)	Cambio de expectativas. Profecía autocumplida. No hace falta inconsistencia de política cambiaria con políticas monetaria y fiscal.	Sistema Monetario Europeo (1992-1993). México (1994).
Modelos de Tercera Generación	Krugman (1999) Kaminsky y Reinhart (1999)	Debilidades del sistema financiero. Fuerte endeudamiento externo previo. Pánico repentino. Crisis gemelas.	Asia (1997)

⁷ Larraín F.; Sachs J. (2002). Macroeconomía en la economía global., 2da ed. Pearson Education. Buenos Aires. (p. 335)

1.2. El principal antecedente argentino: Crisis de 2001

El sistema de convertibilidad sancionado en marzo de 1991 fue el recurso para poner fin al proceso hiperinflacionario que azotaba a los argentinos en aquel entonces. Impulsada por el ministro de economía Domingo Felipe Cavallo, la convertibilidad del austral (moneda local) con el dólar estadounidense, se realizaría desde abril de ese año a una relación de 10.000 a 1. Luego, cuando el austral es remplazado por el peso, la relación se convierte a un peso por cada dólar. Por lo que el año 1992 da inicio al popularmente conocido "uno a uno".

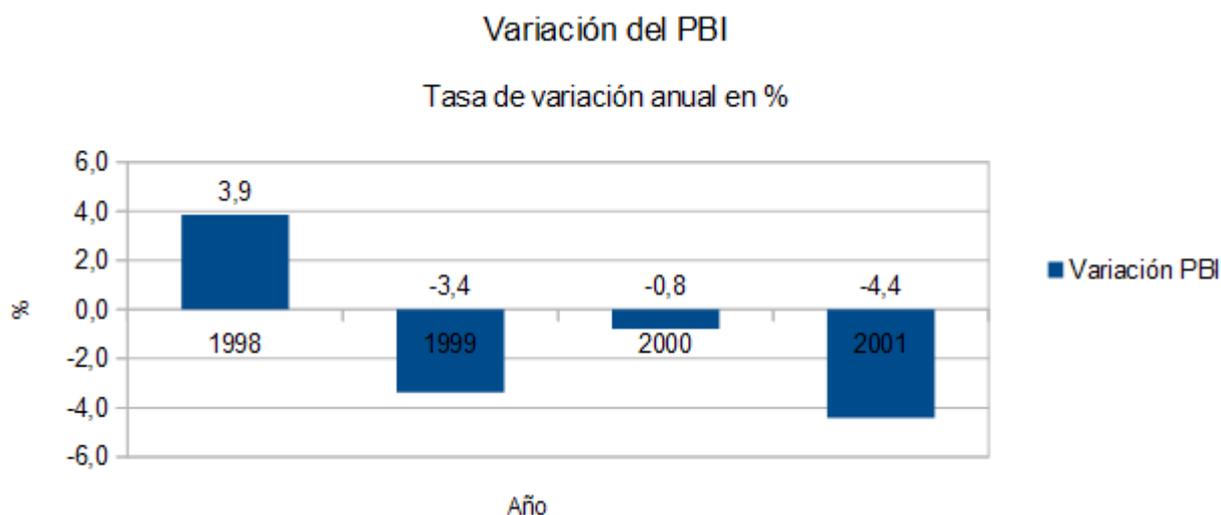
Para algunos analistas se trató de una dolarización tácita, ya que ambos, tanto el dólar como el peso argentino, tenían curso legal, a la vez que no existía impedimento para quien lo deseara de pasarse de pesos a dólares o de dólares a pesos. La emisión por parte de la autoridad monetaria solo estaba permitida para la compra de dólares.

La convertibilidad fue exitosa para estabilizar la economía argentina y despejar los temores en los agentes económicos. Pero lo que debía considerarse como un mero instrumento transitorio de estabilización, persistió durante alrededor de 10 años. Para evitar que semejante persistencia terminara de manera traumática, se imponía la necesidad de revertir el indomable déficit fiscal, algo que lamentablemente no ocurrió.

La crisis de 2001, que puso fin a la convertibilidad en el año siguiente, tuvo entonces entre sus principales causas un déficit fiscal estructural, el cual se vio agravado desde fines de 1998 por la caída de la recaudación a causa de la incipiente recesión que se profundizó durante los 3 años siguientes, además del alto grado de evasión tributaria y la falta de capacidad para reducir el elevado gasto público.

Como se dijo, la emisión de pesos solo podía realizarse para la compra de dólares, lo cual impedía la emisión por parte del Banco Central para la financiación directa del déficit fiscal. Así, durante la convertibilidad, el déficit llevó inevitablemente al incremento de la deuda externa, y el incremento de la deuda a la suba en las tasas de interés de los títulos emitidos por el gobierno argentino.

Gráfico n° 5. Variación del PBI argentino 1998 a 2001



(Elaboración propia en base a INDEC)

Sobre la importancia del déficit fiscal como determinante de la crisis comenta Nicolás Cachanosky:

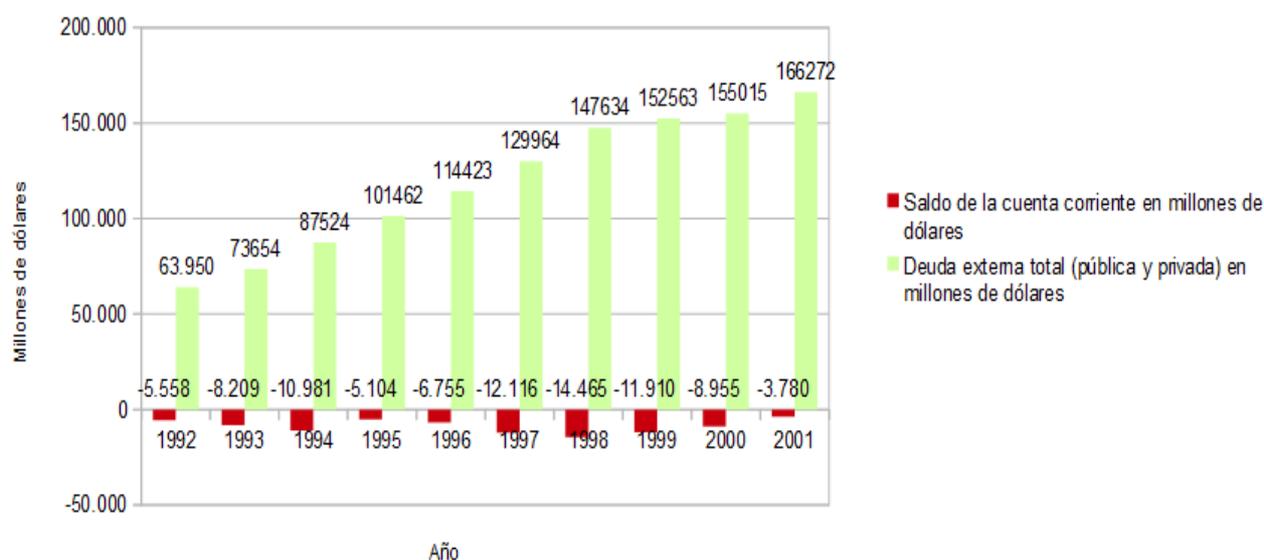
"Tanto la crisis de fines de la década del ochenta como la de fines del 2001 tienen el mismo origen de un descontrolado déficit fiscal. La diferencia se encuentra en el método de financiamiento del déficit, que lleva a que la crisis se manifieste de distinta manera, no a que la crisis fiscal no suceda. En los ochenta hubo alta inflación porque había alto déficit fiscal, en los noventa hubo endeudamiento público porque hubo alto déficit fiscal. El default del 2001 es el análogo a la hiperinflación de fines de los ochenta"⁸

Al estar el valor de nuestra moneda, durante la convertibilidad, atado al valor de la correspondiente a la de los Estados Unidos, una apreciación de esta última implicaba también una apreciación de nuestra propia moneda con respecto a las demás. De esta manera la balanza comercial fue deteriorándose. Tal deterioro, por supuesto, requería de financiamiento.

Gráfico n° 6

⁸ Cachanosky, N. Reflexiones sobre la economía argentina. DRAFT ONLY. www.ncachanosky.com (Página 92 of 197) Recuperado de: http://www.ncachanosky.com/uploads/7/4/7/8/7478847/reflexiones_sobre_la_economia_argentina.pdf

Saldo de Cuenta Corriente y Deuda Externa Total



(Elaboración propia. Fuente datos: CEI en base a Banco Central de la República Argentina, Ministerio de Economía e INDEC) (ver Anexo 1)

Los desequilibrios comerciales y fiscales no se solucionaban, y en consecuencia el endeudamiento externo continuaba. La confianza inicial que había generado la estabilización monetaria y ciertas reformas percibidas como favorables a la economía de mercado, tales como privatizaciones de empresas estatales deficitarias y poco eficientes, fue diluyéndose hasta que el crédito externo dijo "basta" a mediados del año 2001 (bajo la presidencia de Fernando De La Rúa), quedando la Argentina a merced de la voluntad de financiamiento de organismos de salvataje como el Fondo Monetario Internacional (FMI).

La segunda mitad de 2001 fue crítica, el corte del financiamiento externo precipitó la huida hacia el dólar y el sostenimiento de la paridad demandó una constante pérdida de reservas. El Banco Central vendía en promedio 400 millones de dólares por mes.

El sector bancario se encontraba en una situación de especial vulnerabilidad debido a la gran proporción del total de los depósitos que se encontraba en moneda extranjera. Ante una devaluación, los pasivos de los bancos medidos en moneda local se elevarían notablemente. A su vez, el resto del sector empresarial privado se había endeudado fuertemente en moneda extranjera durante la vigencia de la convertibilidad, por lo que, el abandono de ésta y la devaluación consecuente, habría de perjudicar seriamente a los balances de las empresas y aumentar al mismo tiempo la morosidad sufrida por los bancos.

La desconfianza generalizada alentó a los ahorristas a retirar sus depósitos de los bancos, lo que derivó en el popularmente conocido "corralito", el cual consistía en una serie de restricciones para el retiro de depósitos del sistema bancario, como muy bajos límites semanales.

El nuevo presidente provisional, Eduardo Duhalde, decidió la devaluación del peso mediante una nueva paridad consistente en 1,40 pesos por cada dólar. Las presiones sobre el tipo de cambio continuaron y esta nueva paridad tampoco pudo sostenerse. Finalmente, el gobierno tuvo que resignarse al pasaje a un tipo de cambio flexible.

2. Crisis cambiaria argentina de abril-mayo 2018

Habiendo visto el marco conceptual correspondiente, incluyendo el principal antecedente argentino, se procederá al abordaje de la crisis cambiaria argentina desencadenada en abril de 2018. Se comenzará con el análisis de los principales desequilibrios macroeconómicos heredados por el gobierno asumido en diciembre de 2015.

2.1 Principales problemas económicos heredados en diciembre de 2015

El 22 de noviembre de 2015 se produce en la República Argentina el primer balotaje presidencial de su historia para la definición del sucesor de Cristina Fernández entre el candidato del oficialismo Daniel Scioli y el opositor Mauricio Macri, líder de la coalición "Cambiemos". Este último derrotó al candidato del "kirchnerismo" (denominación popular que designa al movimiento político generado por Néstor Carlos Kirchner) obteniendo el 51,34% de los votos en tal instancia.

Mauricio Macri basó su campaña en un discurso de cambio con respecto a las políticas llevadas a cabo por Cristina Fernández de Kirchner, centrando sus ataques a la administración de esta última en cuanto al manejo autoritario del poder, la pérdida de calidad institucional que generaba entre otras cosas una mala imagen a nivel mundial, la corrupción y la falta de transparencia, las dificultades de una economía que en la segunda gestión de la mandataria citada enfrentaba nulo o bajo crecimiento así como elevada inflación, y la falta de compromiso con la cultura del trabajo debido al fomento de la holgazanería mediante un reparto indiscriminado de subsidios o "planes sociales", entre otras cosas. El discurso de cambio sedujo a gran parte de la población hastiada de los vicios de la administración kirchnerista, sobre todo los correspondientes a la segunda presidencia de Cristina Fernández (10 de diciembre de 2011 a 9 de diciembre de 2015).

Para abordar la corrección de los desequilibrios macroeconómicos heredados, el flamante gobierno nacional encaró una estrategia denominada "gradualismo" que, como su nombre lo indica, se contraponía a una estabilización brusca, pues se temía que un shock corrector generara impactos sociales negativos de gran magnitud para una población mayormente debilitada tras cuatro años de pobre desempeño en la evolución del PBI. El gradualismo prometía una transición hacia la normalización macroeconómica sin mayores sobresaltos.

A continuación, algunos de los principales desequilibrios que se propuso corregir:

2.1.1 Déficit fiscal

Uno de los desajustes más profundos heredados por la nueva administración fue el correspondiente al déficit fiscal, es decir, la diferencia entre los ingresos no financieros y los gastos del Estado en un año determinado, superando la magnitud de los gastos totales a la de los ingresos. Cuando no se incluyen los gastos por intereses de deuda nos estamos referimos al déficit primario:

Déficit primario año t : $G_t - T_t$ si $(G_t > T_t)$

En el año 2015, último de la presidencia de Cristina Fernández, el déficit primario alcanzó el 5,4% del PIB, presentando un crecimiento de 1,6 puntos porcentuales con respecto al del año

anterior, cuando se ubicó en 3,8%⁹. Estos cálculos están basados en la nueva metodología, aplicada desde 2017. Acorde a la anterior metodología el déficit primario 2015 se habría ubicado en 3.8% del PBI y el financiero en 5,2%.¹⁰ Sobre la nueva metodología comenta el Centro de Investigación y Formación de la República Argentina de CTA:

"Respecto de los ingresos, según la metodología aplicada desde 2017, se excluyeron las rentas que el Banco Central (BCRA) le transfiere al Tesoro nacional así como las rentas generadas por activos del sector público nacional no financiero (SPNNF) en posesión del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) y otros entes del SPNNF. Respecto de los gastos, se excluyeron de los intereses aquellos que son pagados intrasector público."¹¹

A su vez, el gasto público consolidado en el último año de la presidencia de Cristina Fernández, alcanzó el 47,14% del PBI¹², lo cual implica un aumento de 14,52 puntos porcentuales con respecto a su valor de 2007, año de asunción de Fernández a su primera presidencia, cuando la cifra llegó al 32,62% del PBI,

Un importante agravante era la dificultad de reducirlo evitando costos sociales y políticos dada su sensible composición, donde Previsión Social correspondía al 11,35% del PBI, lo cual implicaba un aumento de 4,16 puntos porcentuales desde el año 2007 (7,19% del PBI).

Gráfico n° 7

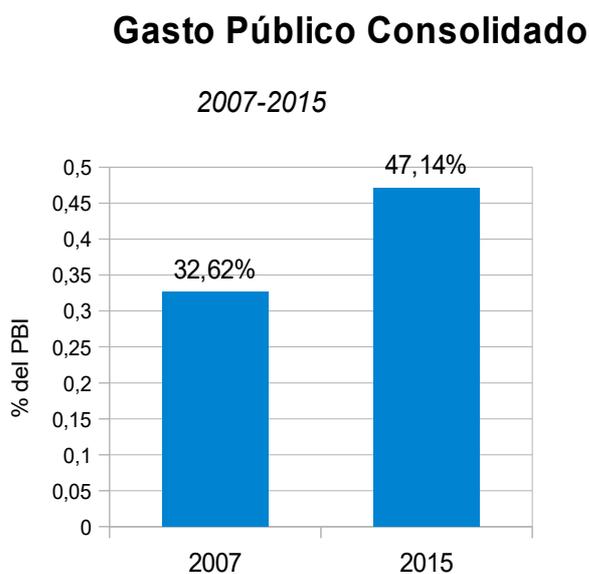
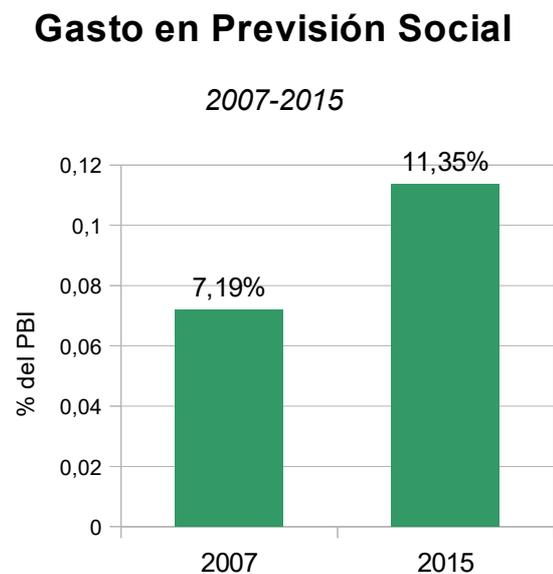


Gráfico n° 8



9 Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas. (2016). SECTOR PÚBLICO NACIONAL RESULTADO PRIMARIO - BASE CAJA AÑO 2015. Buenos Aires. Recuperado de <https://www.economia.gob.ar/wp-content/uploads/2016/03/Prensa-Caja-anual-2015-FINAL2.pdf> (p. 01)

10 Centro de Investigación y Formación de la República Argentina. Central de Trabajadores de la Argentina (CTA). Enero de 2018. "El balance fiscal de los dos primeros años del gobierno de Macri: Ajuste con crecimiento del déficit". Recuperado de <http://www.centrocifra.org.ar/docs/Balance%20Fiscal%20CIFRA.pdf> (p. 03)

11 *Ibíd.* (p. 02)

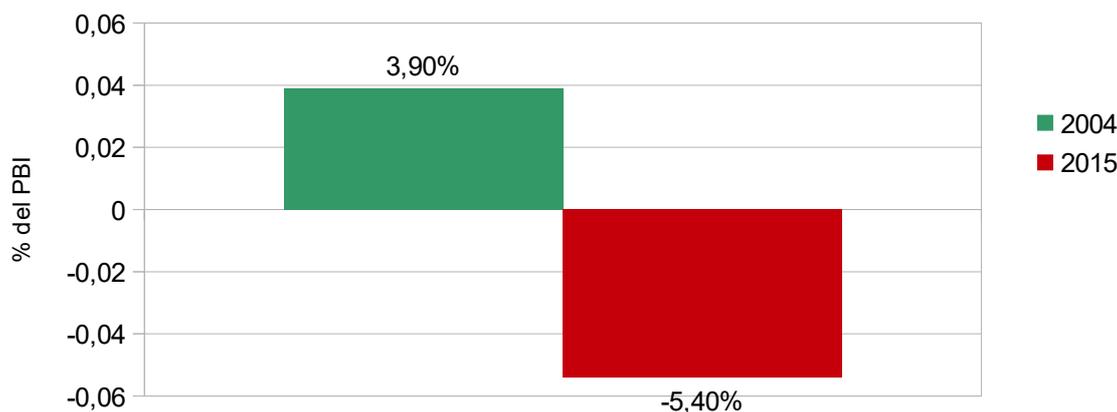
12 Subsecretaría de Programación Macroeconómica - Secretaría de Política Económica y Planificación del Desarrollo en base a Secretaría de Hacienda, Cuentas de Inversión y presupuestos. Gasto Público Consolidado 2004-2015. Recuperado de https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/gto_publico_consolidado_2004-2015_pib.xlsx

(Elaboración propia en base a Subsecretaría de Programación Macroeconómica - Secretaría de Política Económica y Planificación del Desarrollo en base a Secretaría de Hacienda, Cuentas de Inversión y presupuestos)

Gráfico n° 9

Comparación Resultado Fiscal Primario

2004-2015



(Elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas)

El empleo público, por su parte, sumó en 2014 el 18% del empleo total según un informe elaborado en conjunto entre la OCDE y el BID¹³. En dicho informe se compara esa cifra con el promedio de la región, siendo este último del 12%. Es decir que, en el mencionado año, nuestro país superaba en 6 puntos porcentuales al promedio de la región en la relación empleo público sobre empleo total.

En línea con lo mencionado por la OCDE y el BID están los datos del Centro de Implementación de Políticas Públicas para la Equidad y el Crecimiento (CIPPEC), que informa que entre 2001 y 2014 el número de empleados públicos (nacionales, provinciales y municipales) creció de 2,3 millones a 3,9 millones, es decir 1,6 millones de nuevos empleados públicos, un impresionante crecimiento cercano al 70%¹⁴.

Ante estos números sorprendentes, el ministro de hacienda Alfonso Prat Gay (10 de diciembre de 2015-31 de diciembre de 2016) anunció, acorde al plan gradualista, un esquema de disminución del déficit primario consistente en los siguientes objetivos anuales:

Objetivo 2016: -4,8%

Objetivo 2017: -3,3%

Objetivo 2018: -1,8%

Objetivo 2019: -0,3%

13 Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)- Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Panorama de las Administraciones Públicas. América Latina y el Caribe 2017. Recuperado de <http://www.oecd.org/gov/alc-argentina.pdf> (p. 01)

14 Diéguez, G. y Gasparin, J. (Abril de 2016) El rompecabezas del empleo público en Argentina: ¿Quiénes hacen funcionar la maquinaria del Estado?. Documento de Políticas Públicas / Análisis N°162. Buenos Aires: CIPPEC. (p. 02 y 03) Recuperado de <https://www.cippec.org/wp-content/uploads/2017/03/1082.pdf>

(todos referidos a importes de déficit primario como porcentaje del PBI)

Es decir, el equilibrio fiscal primario se obtendría recién en un eventual segundo mandato de la coalición gobernante.

2.1.2. Inflación

Otro enorme desafío que debió encarar el gobierno asumido el 10 de diciembre de 2015 es el de reducir la elevada y persistente inflación. Dado que el índice inflacionario elaborado por el INDEC había perdido toda credibilidad hacia finales del mandato de Cristina Fernández, la cifra del aumento de precios más consultada era la ofrecida por el denominado "IPC Congreso", la cual era difundida por el Congreso de la Nación en base a cálculos de consultoras privadas.

La cifra inflacionaria correspondiente al año 2015 fue de 27,8% anual para precios minoristas según el mencionado IPC Congreso. La causa de la alta inflación ocasionada por el gobierno saliente era comentada por la nueva administración de la siguiente manera:

*"La causa principal de esta inflación, fue la utilización del Banco Central para financiar el gasto público y atender los servicios de la deuda, tanto emitiendo pesos como usando sus reservas. Esto sometió a la población a una suba de precios constante, que daña, sobre todo, a los hogares que menos tienen. Aún con casi 694.000 millones de dólares de ingreso extra, encontramos un Estado cuyo déficit es uno de los mayores de la historia de nuestro país: 7 por ciento del PBI. Esto quiere decir que, a pesar de contar con tantos recursos, el Estado gastó más de lo que podía, emitió de manera irresponsable y generó inflación."*¹⁵

Dada la relación entre inflación y déficit fiscal, reconocida por el gobierno entrante, la reducción de aquella se planteó acorde al enfoque gradualista también propuesto para la reducción del déficit. Las metas de inflación, se establecieron mediante rangos:

Meta 2016: 25%-20%

Meta 2017: 17%-12%

Meta 2018: 12%-8%

Meta 2019: 6,5%-3,5%

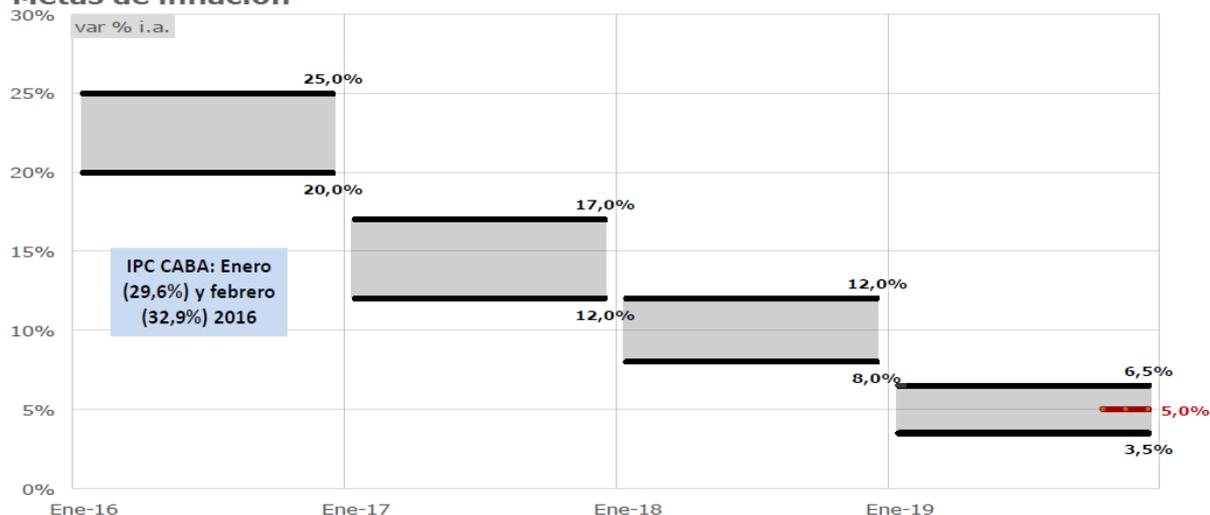
Si la tasa de inflación se proyectaba a superar el máximo aceptable, el Banco Central se encargaría de subir la tasa de interés para captar circulante mediante la emisión de títulos de deuda. Si en cambio podría llegar a perforar el mínimo, el Banco Central bajaría la tasa de interés. Es decir que el sistema de metas de inflación propuesto adoptaba la tasa de interés como variable operativa.

Gráfico n°10

15 Presidencia de la Nación (2016). EL ESTADO DEL ESTADO. Diagnóstico de la Administración Pública en diciembre de 2015. Recuperado de http://www.siggen.gob.ar/pdfs/el_estado_del_estado.pdf (p. 07)

Metas monetarias

Metas de inflación



Fuente gráfico: Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas. Presidencia de la Nación. (2016) Perspectivas económicas: Diagnóstico (2015), transición (2016) y metas (2017-2019). (p. 18) <https://www.economia.gob.ar/wp-content/uploads/2016/04/Presentaci%C3%B3n-Prat-Gay-Chile-2016.pdf>.

2.1.3. Falta de crecimiento económico

Dada la creciente pérdida de credibilidad que exhibía el Instituto de Estadísticas y Censos durante los últimos años del gobierno de Cristina Fernández, conocer el nivel de crecimiento económico, el aumento de precios y las cifras de pobreza, demandaba recurrir a estimaciones realizadas por agencias privadas de reconocida trayectoria y reputación. Así, el informe "El estado del Estado" anteriormente citado, menciona la debilidad del crecimiento de la economía en los años previos, recurriendo a estimaciones de la compañía de estudios económicos Orlando Ferreres y Asociados, al respecto comenta el informe:

"En cuanto a la actividad, entre 2011 y 2015 el crecimiento promedio estuvo por debajo del 0,5% por año, según Ferreres y Asociados, muy por debajo del promedio de América Latina, que fue del 1,8% por año. Además, el crecimiento que hubo estuvo demasiado enfocado en el consumo y no tanto en la inversión y el crecimiento de los sectores productivos." (p. 68)

Este débil crecimiento de la economía afectaba las cifras de pobreza, que según las estimaciones privadas (UCA) golpeaba al 29,7% de la población, a pesar de la curiosa afirmación de la ex presidente, sin respaldo estadístico serio, de que menos del 5% de los argentinos era pobre.

Ante este panorama, se confió en que la percepción interna y externa de una apreciable mejora institucional y de un plan integral de ordenamiento de las finanzas públicas, seduciría a inversores. El ministro Prat Gay proyectó los siguientes aportes de la inversión al crecimiento del PBI:

2016: 0,9%
21,7% (como ratio Inversión/PBI)

2017: 1,6%
22,3% (como ratio Inversión/PBI)

2018: 2,8%
23,8% (como ratio Inversión/PBI)

Claramente, lo que se estaba buscando transmitir, era que el modelo de crecimiento ya no seguiría enfocado en el estímulo del consumo, sino más bien en favorecer la inversión productiva, mensaje que fue bien recibido por gran parte de la sociedad que percibía que el modelo anterior basado en el consumo "ya se había agotado". Algunos economistas, muy críticos de las políticas económicas de inspiración keynesianas, iban incluso más allá, y argumentaban que en realidad no se trataba de que el modelo anterior se encontrara agotado, más bien, nunca habría sido viable, y solo fue posible su permanencia y supuesta efectividad debido a condiciones internacionales que postergaron la crisis económica, tales como los muy favorables términos de intercambio.

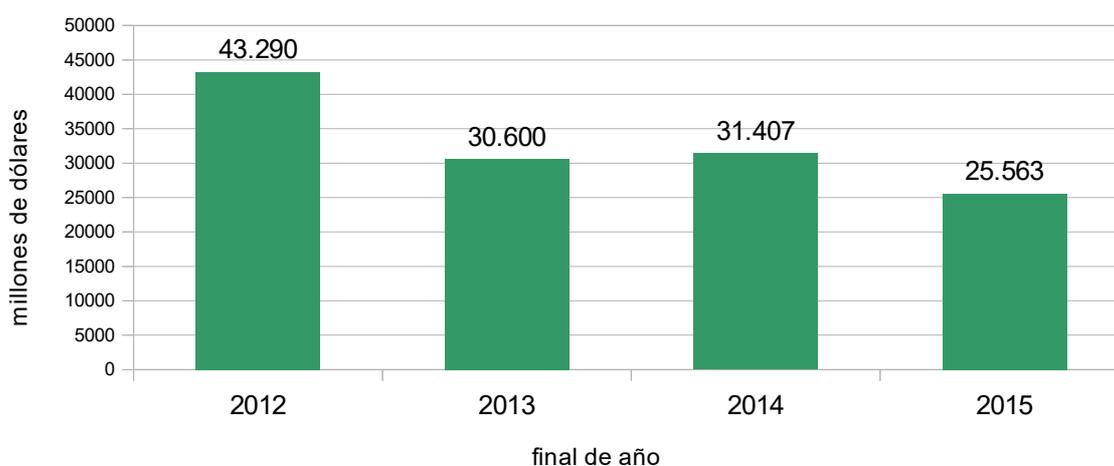
2.1.4. Reservas exiguas

La pesada herencia económica del "kirchnerismo" abarcaba también a las reservas internacionales del Banco Central de la República Argentina (BCRA). Según el balance de la entidad, el año 2015 cerró con apenas 25.563 millones de dólares¹⁶.

Gráfico n° 11

Evolución Reservas del BCRA 2012 a 2015

En millones de dólares



16 Banco Central de la República Argentina. Estados Contables al 31 de diciembre de 2015. Presentado en forma comparativa con el ejercicio anterior. Recuperado de <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/e2015estadoscontables.PDF> (p. 45)

(Elaboración propia en base a datos del BCRA¹⁷)

En el gráfico precedente podemos observar la evolución de las reservas internacionales del BCRA durante la segunda gestión de Cristina Fernández, notándose una preocupante caída del 40,95% entre el cierre de 2012 y el de 2015.

2.1.5. Restricciones en mercado cambiario

A fines de octubre de 2011 la administración de Cristina Fernández de Kirchner inició una serie de restricciones a la adquisición de divisas por parte de empresas y de particulares que adoptó el nombre de "cepo cambiario" o simplemente "cepo" por parte de la opinión pública y el periodismo. Se trató de un conjunto de medidas defensivas ante las expectativas de depreciación del peso, dado que el tipo de cambio se encontraba atrasado con respecto a la inflación. En lugar de convalidar una depreciación de la moneda, con la consecuente contracción del consumo, se optó por el famoso cepo con el afán de detener la fuga de capitales. Éste consistió básicamente en las siguientes medidas restrictivas:

- Pedido de autorización a la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) para la compra de dólares. En muchos casos, particulares y empresas, veían rechazadas sus solicitudes por supuestas "inconsistencias" detectadas por el organismo recaudador.
- Retenciones impositivas para quienes adquirieran dólares¹⁷ en el exterior mediante el uso de tarjetas de débito y crédito.
- Declaraciones juradas anticipadas de importación (DJAI), que consistían en formularios en los cuales se debía dejar constancia acerca de lo que se pretendía importar, para su aprobación por parte de las Secretarías de Comercio Interior y Exterior.
- Límites a las compras de divisas para ahorro.

Estas restricciones, impuestas en el mercado cambiario, generaron un mercado paralelo (dólar blue) que permitía obtener cuantiosas ganancias a aquellos que podían adquirir la divisa en el mercado oficial y venderla en el paralelo, donde la cotización era mayor.

2.1.6. Contratos de dólar futuro

Se conoce como Contrato de Futuros a un acuerdo entre partes, posicionándose una de ellas como compradora y la otra como vendedora, que se efectúa sobre un activo subyacente, el cual se entregará en una fecha futura determinada contra el recibimiento del precio pactado. Si bien, la entrega del activo por parte del vendedor, así como el pago de su precio por parte del comprador, se producirá en una fecha posterior pactada, las condiciones de la transacción se fijan en la fecha en que se constituye el contrato. Los contratos de futuros, junto con los de opciones, son los más populares en los mercados de derivados.

Cuando se habla de "contrato de dólar futuro" o más coloquialmente de "dólar futuro", se está refiriendo a un contrato de futuros dónde el activo subyacente es la divisa estadounidense.

¹⁷ BCRA. Balances anuales Año 2013 (comparativo con 2012) y 2015 (comparativo con 2014) Recuperados respectivamente de <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/e2013estadoscontables.PDF> (p. 41) y <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/e2015estadoscontables.PDF> (p.45)

¿Y cómo es que este tipo de contratos agravó la difícil herencia recibida? Esto se debe a que el presidente del Banco Central de la gestión saliente, Alejandro Vanoli, realizó importantes ventas de dólar futuro en el año 2015 durante sus últimos meses en el cargo, con vencimiento al año siguiente, a un precio muy inferior al que sugerían las fuertes expectativas de depreciación del peso. Dado que, el BCRA no cancela estos contratos con dólares físicos tomados de las reservas sino con pesos por la diferencia entre la cotización del mercado y el precio que se haya pactado, esta operatoria lleva implícita la posibilidad de una considerable emisión monetaria futura ante el riesgo de que tal diferencia resulte elevada, con el peligro inflacionario que ello conlleva. Cabe aclarar que en este tipo de contratos las diferencias entre la cotización del mercado y el precio pactado se liquidan diariamente en las respectivas cuentas de los contratantes.

Así fue que desde agosto hasta noviembre de 2015 el BCRA suscribió estos contratos con el público, pactando los vencimientos para los meses del primer semestre del año siguiente. Los precios por cada unidad de la divisa se contrataron entre \$10,60 y \$10,80. Se han pactado por ejemplo contratos con vencimiento al 31 de marzo de 2016 al precio de \$10,80; lo cual desató cierta euforia dado que se esperaba que para esa fecha el precio de la divisa se encontrara en un valor bastante superior. De hecho, para plazo similar la divisa se estaba negociando en alrededor de \$15 en Nueva York. Dadas estas circunstancias se ha llegado a plantear que estos contratos implicaban una maniobra fraudulenta por parte del BCRA presidido por Alejandro Vanoli, planteo que encuentra fundamento en el artículo 18 de la Carta Orgánica de la entidad, que afirma que el BCRA puede efectuar estas operatorias, pero a precio de mercado. Claramente se violó esta disposición al pactarse los contratos a un precio muy inferior al de mercado.

Ante una relativamente importante depreciación esperada del peso para el año 2016 varios agentes económicos decidieron comprar "dólar futuro", entre ellos grandes empresas exportadoras e importadoras, aunque también participaron del negocio varias pymes e incluso pequeños inversores. La "herencia" en dólar futuros que dejó el gobierno de Cristina Fernández ascendió a 18.000 millones de dólares en posiciones abiertas en estos contratos, cuya cancelación demandó al Banco Central desembolsos por 54.000 millones de pesos. Si el nuevo presidente de la entidad monetaria, Federico Sturzenegger, no hubiese logrado pactar importantes quitas, los desembolsos para la cancelación de los contratos hubieran ascendido a \$65.000 millones.

Los 54.000 millones de pesos que fueron volcados al mercado para la cancelación de estos contratos demandaron al Banco Central un enorme esfuerzo de esterilización en sus intentos por cumplir con las metas inflacionarias.

2.1.7. Atraso tarifario

El incremento generalizado y sostenido del nivel de precios durante la administración kirchnerista no estuvo acompañado por las tarifas de los servicios públicos (principalmente gas y electricidad), dado que el gobierno se encargó de reprimir el aumento de éstas mediante subsidios, estimulando de esta manera una sobredemanda contra una oferta de mala calidad. Cortes de gas y de electricidad se multiplicaron a lo largo del año 2015 provocando protestas de indignados usuarios.

Al respecto, entre las conclusiones de un importante seminario sobre energía realizado en el mes de mayo del año 2015, se menciona:

"Las ofertas de gas y de electricidad facturan cerca de 10.000 millones de dólares

anuales cada una (dato de 2014). La demanda de gas paga alrededor de 4.000 millones de dólares, y la de electricidad unos 2.000 millones. Los subsidios que cubren la diferencia entre los costos de provisión de energía y los precios que paga la demanda fueron creciendo en los últimos 10 años, para pasar de representar menos de 1 punto del PIB en 2005, a un guarismo cercano a los 4 puntos en 2014. Esas transferencias son cubiertas con emisión monetaria."¹⁸

A su vez, esta errática política energética llevó a que la Argentina se convirtiera en un gran importador de energía desde el año 2011. Dependiendo en gran medida del gas comprado a Bolivia, aunque también tuvo que comprar gas y electricidad a Uruguay, Paraguay y Brasil, entre otros países.

La distorsión de precios relativos no sólo afectaba al sector energético sino también al transporte, donde el mantenimiento artificialmente bajo del boleto para colectivos, trenes y subtes demandaba de manera similar considerables esfuerzos fiscales en subsidios.

Pasajes y tarifas artificialmente bajos fueron parte del plan de estímulo del consumo, que llevó a gran parte de la población a sentirse más rica de lo que realmente era, puesto que de tener que afrontar repentinamente y de manera directa el verdadero costo de los servicios, la ilusión hubiese quedado al descubierto. Para describir esta política inviable a largo plazo, pero políticamente útil a corto, se comenzó a utilizar un término con el cual la población hasta entonces no se encontraba familiarizada: populismo. ¿Qué es el populismo? No hay una definición estricta, pero es interesante la siguiente que se ha propuesto: "El populismo es la subordinación del largo plazo al corto plazo". Si bien demasiado sintética y abarcativa, la definición aplica a las políticas económicas cortoplacistas que estaban siendo llevadas a cabo en nuestro país por la administración de Cristina Fernández, dado que el atraso de precios en tarifas y pasajes con objeto de estimular el consumo a corto plazo a pesar del daño fiscal e infraestructural ocasionado, constituyó claramente parte del llamado populismo. También otros países de la región, tales como Brasil, Ecuador, Bolivia y en mayor medida Venezuela; integraban, según gran parte del análisis político especializado, el eje populista recientemente surgido en Latinoamérica.

2.1.8. Presión fiscal

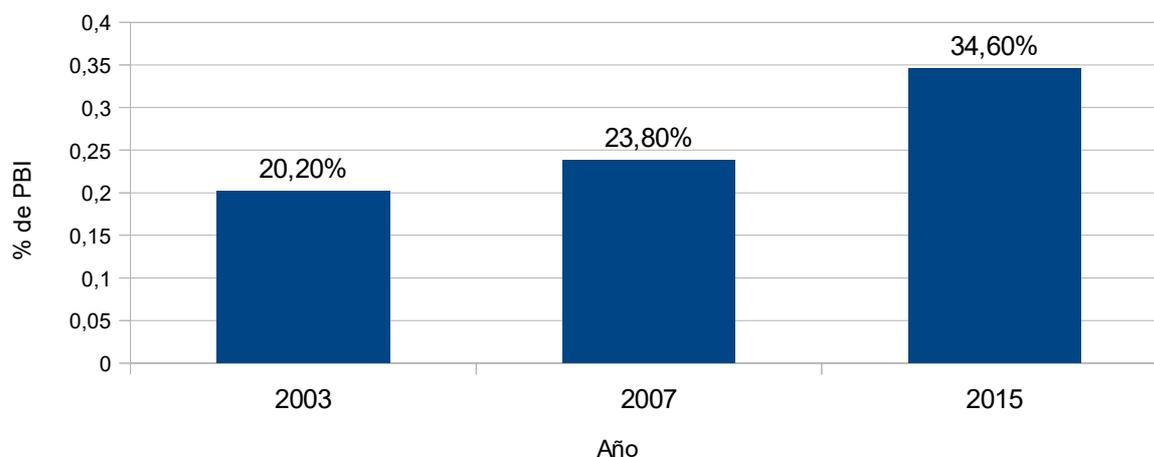
Un agravante, acerca del enorme déficit fiscal anteriormente citado, es que el mismo se dio bajo una presión impositiva agobiante, exigiendo que la corrección fiscal deba darse mediante reducción del gasto público para no imponer mayor peso estatal a un sufrido sector privado. En efecto, en el año 2015 la presión tributaria consolidada (nación, provincias y municipios) sumó 34,6% del PBI. En el año 2003 (año de inicio del mandato de Néstor Kirchner) la misma llegó al 20,2% y en 2007 (año en que termina su mandato y asume su esposa Cristina Fernández) fue de 23,80%. Añadiendo el impuesto inflacionario, según el Instituto de Estudios Económicos sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL), 2 puntos porcentuales, el año 2015 tuvo una presión impositiva consolidada de 36,6%¹⁹.

18 Ferrara P.; Miranda E. y otros (2015). SEMINARIO: LA ENERGÍA EN ARGENTINA. Los desafíos políticos, técnicos y económicos 2016-2019. Organizado por el Grupo de Ex Secretarios de Energía. Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 8 de Abril de 2015. Recuperado de http://web.iae.org.ar/wp-content/uploads/2015/05/Relator--a_Seminario_Ex_Secretarios_La_Energia_en_Argentina.pdf (p. 05)

19 Capello M.; Grión N.; Degiovan P. (2016). Argentina entre los países con mayor carga fiscal sobre empresas. IERAL. Revista Novedades Económicas. Año 38 - Edición N° 854. Recuperado de http://www.ieral.org/images_db/noticias_archivos/3306-Argentina%20entre%20los%20pa%C3%ADses%20con%20mayor%20carga%20fiscal%20sobre%20empresas%20.pdf (p. 2-3)

Gráfico n° 12

Presión Impositiva Consolidada (nación, provincias y municipios)



(Elaboración propia en base a datos de IERAL)

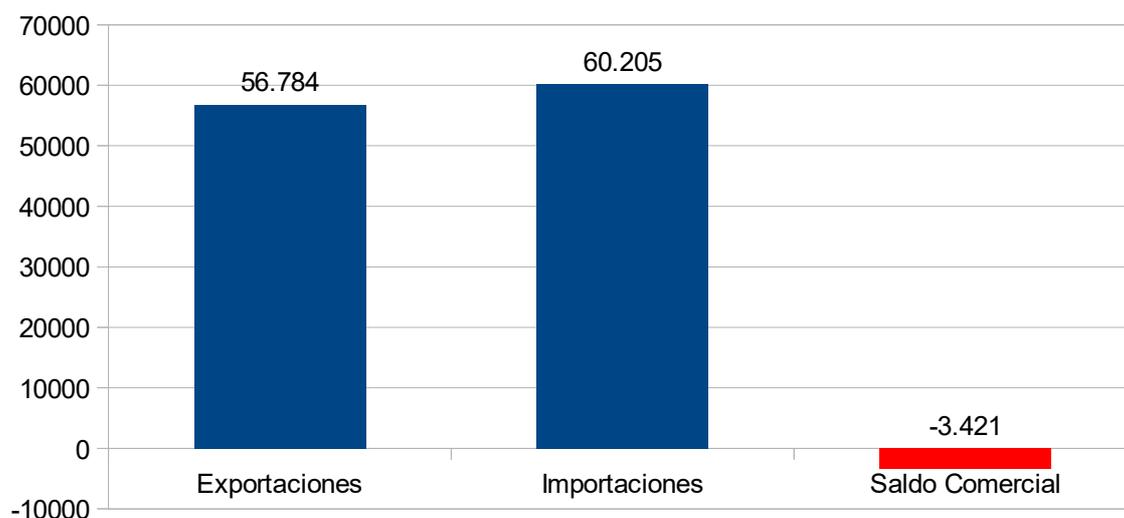
2.1.9. Déficit comercial

La complejidad de la herencia también involucró al saldo comercial, dado que el año 2015 fue deficitario también en ese ítem. El signo negativo en la diferencia entre exportaciones e importaciones no se observaba en 16 años y fue confirmado por la revisión de las cifras oficiales que realizó el nuevo gobierno en el proceso de normalización estadística luego de la fuerte pérdida de credibilidad sufrida años anteriores.

Gráfico n° 13

Saldo Comercial argentino 2015

(en millones de dólares)



2.2. Política económica desde asunción nuevo gobierno hasta crisis cambiaria

Habiéndose explicado los aspectos más preocupantes de la herencia macroeconómica recibida por el gobierno asumido en diciembre de 2015, se hará una descripción de la política económica llevada a cabo desde entonces hasta el momento en que se desencadena la crisis cambiaria. Las descripciones estarán acompañadas por datos empíricos y se realizarán, además, explicaciones de los hechos descriptos en base a la teoría económica.

2.2.1. Levantamiento de las restricciones en el mercado de cambios

El 16 de diciembre de 2015 el ministro de hacienda Alfonso Prat Gay anuncia el fin de las restricciones para las operaciones de compra y venta de divisas implementadas por el gobierno anterior. Es decir, se elimina lo que se conoció como "cepo cambiario". A raíz de esta eliminación, los particulares y empresas quedaron autorizados para comprar hasta dos millones de dólares por mes para atesoramiento, tal como antes de la implantación del cepo. Al momento del anuncio los particulares solo podían comprar como máximo dos mil dólares mensuales para atesorar. La autorización de AFIP para estas compras dejó de ser necesaria.

Con la medida anunciada se habilitó a las empresas para comprar dólares para el pago de importaciones y para giro de utilidades sin limitación. Lo cual constituyó un alivio para pequeñas y medianas empresas necesitadas de insumos importados, que estaban obligadas a pedir autorización al Banco Central y a la Secretaría de Comercio para realizar transferencias al exterior como pago de las importaciones, autorización que frecuentemente era denegada.

El tipo de cambio, tras el levantamiento de las restricciones y la unificación del mercado cambiario, pasó a determinarse bajo el sistema de flotación administrada. Es decir, si el valor de la divisa descendía más allá de lo considerado deseable, el Banco Central compraba para sostener el precio, si en cambio, el precio del dólar trepaba demasiado, la autoridad monetaria ofrecía divisas para contrarrestar el alza.

El levantamiento de las restricciones al mercado cambiario podría haber originado una peligrosa fuga de capitales si el gobierno no generaba la suficiente credibilidad. Afortunadamente, la salida del "cepo" estuvo lejos de ser traumática, lo cual evidenció que los mercados dieron su voto de confianza a la flamante administración nacional.

2.2.2. Tasa de interés disuasiva de la compra de dólares

El gradualismo requería financiamiento externo, pero a su vez, la emisión de deuda externa, requería la previa resolución del conflicto legal con los acreedores denominados "holdouts". Bajo esta última expresión se denominó a los tenedores de bonos de deuda argentina que no aceptaron las propuestas de reestructuración realizadas por el gobierno argentino en los años 2005 y 2007. Al ignorar el fallo del juez norteamericano Thomas Griesa, dictado en el año 2012, que obligaba a abonar la deuda reclamada a los holdouts, y con el congelamiento que dispuso el citado juez en el

20 Ministerio de Hacienda www.minhacienda.gob.ar/datos/. Base de Datos Económicos Agregados (Series de Tiempo). Intercambio Comercial Argentino. Recuperado de <https://apis.datos.gob.ar/series/api/dump/sspm/series-tiempo.xlsx>

año 2014 al pago de los bonos restructurados, el Estado argentino se encontraba una vez más en default.

En el año 2016 se acuerda con los holdouts. Esta medida, junto con la buena imagen institucional que imprime el nuevo gobierno, abre los mercados al país para el acceso al crédito internacional, necesario éste para poner en marcha el plan gradualista.

El mecanismo implementado fue, en pocas palabras, así:

La Secretaría de Finanzas (convertida más tarde en ministerio) se encargaba de conseguir el financiamiento, el cual, por ser externo, era en dólares. Para evitar una apreciación muy severa de la moneda nacional, lo que habría ocurrido de venderse las divisas en el mercado, el Banco Central emitía dinero para su adquisición. La entidad monetaria de esta manera sumaba reservas, pero la inyección monetaria que tenía como contrapartida tal suma, generaba tensiones inflacionarias.

Para impedir que la inflación se descontrolara, se recurrió a un instrumento de esterilización creado en el año 2002: las Lebac (Letras del Banco Central). Emitidas por el Banco Central, las letras se encargaban de "aspirar" pesos emitidos. Por supuesto, la tasa debía ser lo suficientemente atractiva para desalentar la compra de divisas por parte de ahorristas.

Los ahorristas suelen comprar divisas no sólo para atesorarlas sino, y sobre todo si se trata de grandes ahorristas, para adquirir instrumentos de inversión denominados en dólares como bonos del tesoro estadounidense y acciones de empresas extranjeras, entre otros. Por lo que desalentar ese tipo de inversiones, para animar a los ahorristas a colocar su capital en instrumentos denominados en una moneda riesgosa de penoso historial, exigía el ofrecimiento de tasas altamente atractivas. Al respecto, las tasas de interés pagadas por un emisor de deuda se componen de la siguiente manera:

$$i = r + E(\pi) + RP$$

Siendo

i: Rendimiento nominal ofrecido por el instrumento de inversión.

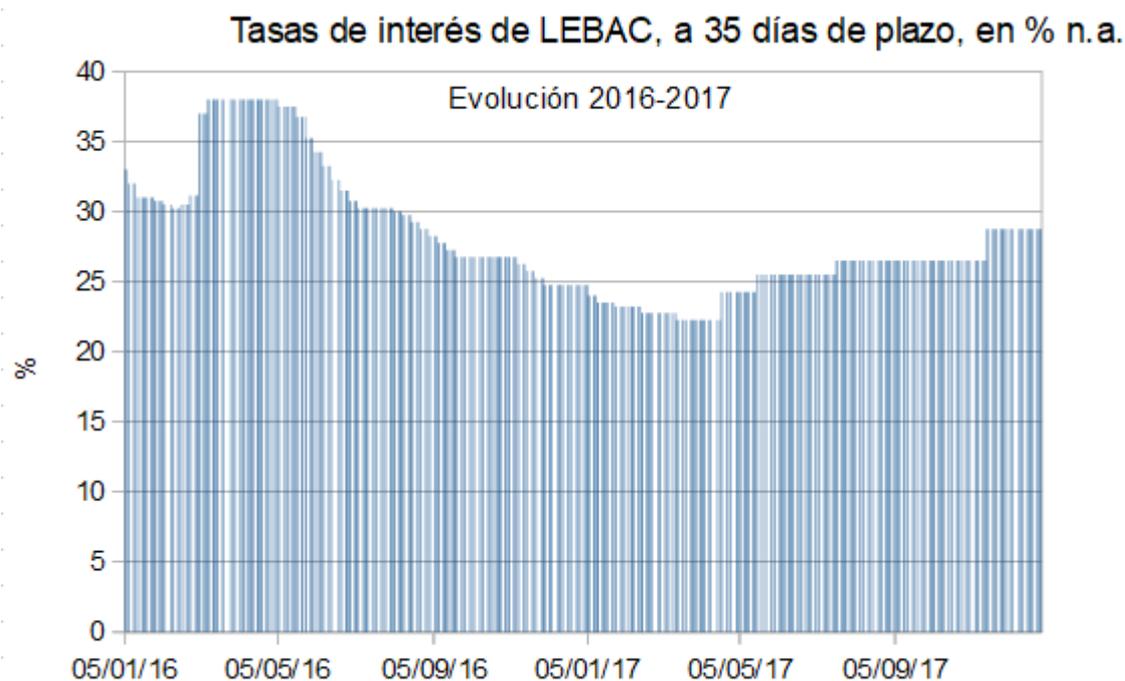
r: rendimiento real.

$E(\pi)$: inflación esperada.

RP: Prima de riesgo. Para el caso de deuda soberana, este sobre rendimiento se denomina "riesgo país", el cual mide la diferencia entre la tasa que debe pagar un país para obtener financiamiento internacional y la tasa de los bonos del tesoro de los Estados Unidos, considerados éstos como exentos de riesgo de impago.

El BCRA ofreció tasas elevadas a través de sus Lebac para disuadir a ahorristas de la compra de dólares, generando el fenómeno conocido como "atraso cambiario". En el gráfico siguiente se observa la evolución de la tasa nominal anual de la Lebac a 35 días de plazo, nótese el espectacular crecimiento que tuvo dicha tasa durante parte de 2016:

Gráfico n° 14



(Elaboración propia en base a datos de BCRA)²¹

A inicios de 2016 la tasa referida fue de 33% anual, el 9 de marzo de ese año alcanza un pico de 38%, el cual se mantuvo durante todo abril y principios de mayo. Durante 2017 el promedio diario fue de 25,38% cerrando ese año en 28,75%.

El desaliento a la compra de divisas provocó que el tipo de cambio nominal creciera por debajo de la tasa inflacionaria. El atraso cambiario generado, si bien tiene algún efecto de contención de la inflación, genera pérdida de competitividad, alentando importaciones y desalentando exportaciones. Bajo este esquema, la balanza comercial incurre en déficit, o lo profundiza si ya lo tuviera. Veamos la ecuación de tipo de cambio real:

$$e = \frac{E \cdot P^*}{P}$$

Siendo:

E: tipo de cambio nominal.

P*: nivel de precios externo en moneda extranjera (se suele usar el dólar estadounidense)

P: nivel de precios interno en moneda local.

Como se puede ver, el tipo de cambio real es una comparación de precios, expresados en una misma unidad monetaria. En el caso de la ecuación planteada, el nivel de precios externo se convierte a moneda local al multiplicarse por el tipo de cambio nominal.

Como se comentó recientemente, al desalentar la compra de dólares con tasas tan elevadas,

²¹ Banco Central de la República Argentina. Publicaciones y Estadísticas. Principales Variables. Recuperado de https://www.bcr.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables_datos.asp

el tipo de cambio nominal crecía a un ritmo inferior al que lo hacía el nivel de precios local. Es decir, el numerador de la expresión "se atrasaba" con respecto al denominador, haciendo caer el tipo de cambio real, o lo que es lo mismo, apreciando en términos reales a la moneda local.

Un crítico hasta la insistencia de este tipo de estrategia antiinflacionaria es el economista Roberto Frenkel, quien afirma que la desaceleración de la inflación mediante este mecanismo tiene por factor principal la alteración del tipo de cambio, en sus palabras: *"...la apreciación del tipo de cambio – el mecanismo de pass-through. Se destaca la relación negativa entre la tasa de interés i y la tendencia del tipo de cambio e . El mecanismo de transmisión de las tasas de interés a las tasas de inflación es principalmente el tipo de cambio, no la tasa de variación de la demanda agregada."*²²

Naturalmente, los partidarios del estímulo a la demanda agregada vía exportaciones netas son totalmente críticos de una estrategia de contención de la inflación que involucre reprimir el tipo de cambio. Sin embargo, no solo referentes de la heterodoxia tales como Frenkel, mostraron disconformidad con la manera en que el Banco Central buscaba combatir la escalada de precios, sino también economistas ubicados en la ortodoxia. Un caso de crítica constante a lo que, en sus palabras consistió en un "arbitraje tasas versus dólar", fue el del economista liberal Roberto Cachanosky quien, en un artículo de opinión publicado en su portal web, comentó al respecto:

"...el BCRA actúa como sustituto del sector privado que no aumenta su demanda de moneda colocando activos financieros acumulando un gasto cuasifiscal importante que empeora el escenario porque genera un arbitraje tasa versus dólar. Los inversores venden dólares, compran pesos y con esos compran activos monetarios remunerados que son las LEBACs.

*Mientras haya déficit fiscal y el tesoro tome deuda externa para financiarlo, el BCRA continuará emitiendo moneda que la gente no demanda y se va a precios. Por lo tanto, subiendo la tasa de interés, el BCRA no soluciona el problema de la inflación, en todo caso lo agrava porque aumenta el gasto cuasifiscal y le da más volumen al arbitraje tasa versus dólar"*²³

En esta cita se puede observar como desde la ortodoxia se planteaba el problema de la debilidad de la demanda de dinero en relación al elevado nivel de emisión monetaria. La culpabilidad de tal emisión, dirigida al elevado y persistente déficit fiscal, llevó a criticar de manera casi unánime desde la ortodoxia, a la lentitud en la búsqueda del equilibrio fiscal.

Así, las críticas desde la heterodoxia y desde la ortodoxia económica evidenciaban la falta de seducción de la política anti inflacionaria a los analistas económicos, con algunas curiosas excepciones.

2.2.3. La estrategia anti inflacionaria bajo el análisis del Modelo IS-LM

Analicemos a rasgos generales lo recientemente descrito mediante el esquema IS-LM. Este modelo fue elaborado en 1937 por el economista John Hicks, quien obtuvo el premio nobel de economía en 1972. El esquema es útil para entender los efectos de las políticas macroeconómicas fiscal y monetaria, aunque al ser un modelo estrictamente de demanda agregada y por lo tanto no aportar información sobre la oferta, no determina el nivel de equilibrio del producto.

22 Frenkel R. (2008). Tipo de cambio real competitivo, inflación y política monetaria. Jornadas Monetarias y Bancarias 2008. Buenos Aires: BCRA. Recuperado de http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/BCRA/R_Frenkel_020908.pdf (p. 18)

23 Cachanosky R.; 17 de julio de 2017. La tasa de interés no sirve para frenar la inflación. De Portal Web "Economía Para Todos". Recuperado de <http://economiaparatodos.net/la-tasa-de-interes-no-sirve-para-frenar-la-inflacion/>

Para poder comprender cómo afectan al producto y a los tipos de interés las políticas macroeconómicas, se considera la interacción gráfica de dos curvas correspondiente a funciones distintas: la curva IS y la curva LM.

La curva IS, I de Investment (inversión) S de Saving (ahorro), muestra las diferentes combinaciones de tasa de interés y demanda agregada que permiten el equilibrio del mercado de bienes y servicios manteniendo constantes los valores de las demás variables que influyen en la demanda agregada. En caso de modificarse esas otras variables la curva sufriría un desplazamiento.

Veamos la ecuación:

$$Q = (1 / 1 - c) G - (c / 1 - c) T + [c(f) / 1 - c] [Q - T](f) - [(a + b) / (1 - c)]i$$

Siendo:

Q: demanda agregada.

c: propensión marginal a consumir.

G: gasto del gobierno.

T: impuestos.

c(f): propensión marginal a consumir futura.

[Q - T](f): ingreso disponible futuro.

- [(a + b) / (1 - c)]: efecto sobre la demanda agregada de variaciones en la tasa de interés a través de modificaciones en el consumo (a) y la inversión (b). Siendo a y b positivas.

i: Tasa de interés.

La curva LM, L de Liquidity preference (preferencia por liquidez o demanda de dinero) y M de Money supply (Oferta monetaria), muestra las combinaciones de tasas de interés y demanda agregada para las cuales el mercado de dinero se encuentra en equilibrio, manteniendo constante el saldo monetario real (M/P). Si este último cambiara, la curva LM se desplazaría.

La ecuación es la siguiente:

$$M/P = -fi + vQ$$

M: saldos monetarios nominales.

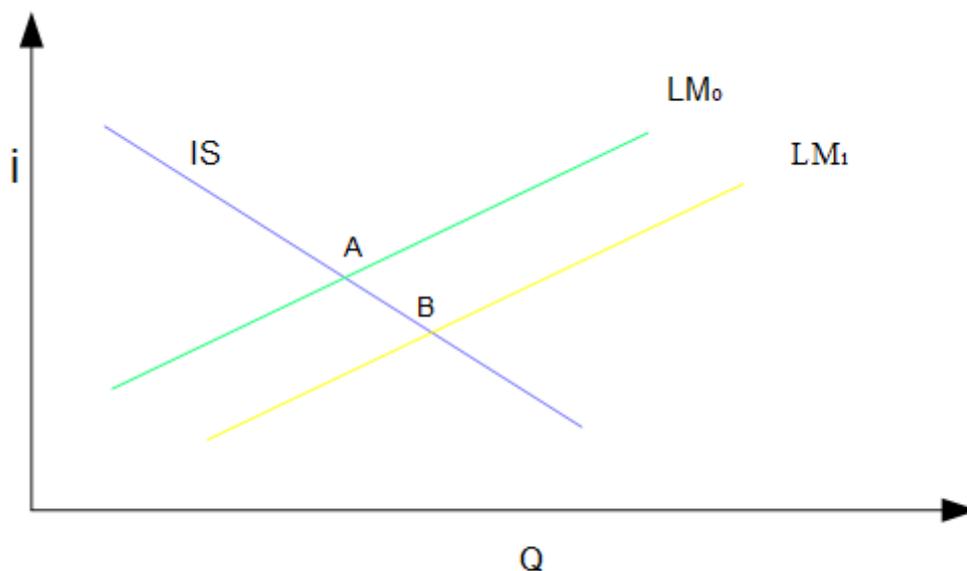
P: nivel de precios.

-f: sensibilidad de la demanda de saldos reales a la tasa de interés.

v: sensibilidad de la demanda de saldos reales a la demanda agregada.

Observemos los efectos de la expansión monetaria según el esquema IS-LM:

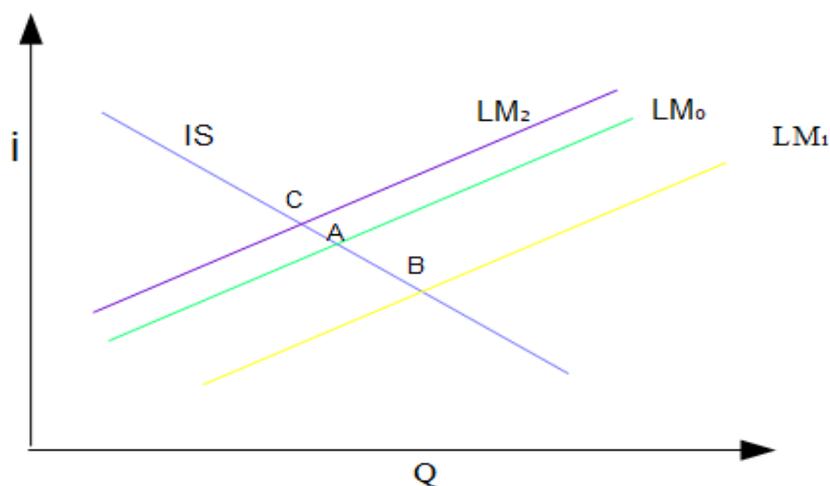
Gráfico nº 15. Expansión monetaria bajo esquema IS-LM



(Elaboración propia)

Inicialmente nos encontramos en el punto A de equilibrio simultáneo del mercado de bienes y del mercado monetario. Cuando el Banco Central compra los dólares adquiridos por el tesoro mediante la emisión de deuda soberana, emite dinero que es usado por el gobierno para pagar parte de sus gastos. El aumento de la oferta monetaria produce inicialmente un desplazamiento de la curva LM, desde LM₀ hacia LM₁, llevando la intersección con la curva IS al punto B. El nuevo equilibrio simultáneo se produce a una menor tasa de interés y un mayor nivel de producto. Pero dado que nos encontramos en un contexto de libre movilidad de capital, los ahorristas preferirán reducir la porción de sus carteras en moneda local ante la baja de las tasas y demandar instrumentos en moneda extranjera, lo cual provocará presiones alcistas sobre el tipo de cambio. Esto último llevaría a su vez a un aumento en los precios, inicialmente de los bienes transables. La autoridad monetaria desea evitar la suba de precios más allá del techo de la meta propuesta para el año en cuestión, por lo que decide emitir títulos para retirar dinero del mercado, estos títulos podrían ser tales como las llamadas "Lebacs" (Letras del Banco Central de la República Argentina):

Gráfico n° 16. Expansión y contracción monetaria bajo esquema IS-LM



(Elaboración propia)

La oferta monetaria se contrae con la colocación de Lebac, lo cual desplaza hacia atrás y hacia arriba a la curva LM, en el ejemplo del gráfico desde LM_1 hasta LM_2 , por lo que el nuevo equilibrio simultáneo del mercado de bienes y del mercado monetario se produce en el punto C, a una mayor tasa de interés y menor demanda agregada a causa de la esterilización. Así, los desplazamientos de la curva LM representan cambios en la oferta monetaria real (M/P), si la curva se desplaza hacia adelante y descendentemente, se está frente a un aumento en la oferta monetaria real. Si el sentido del desplazamiento es arriba y hacia la izquierda, estamos ante una contracción de la oferta monetaria real. En el ejemplo graficado la contracción monetaria fue tal, que la oferta monetaria real luego de la venta de títulos del gobierno (LM_2) se redujo con respecto a su nivel original (LM_0). La oferta monetaria real no solo se expande o contrae con las variaciones en las cantidades nominales de dinero (ΔM), sino también mediante las variaciones en el nivel de precios (ΔP). Si el nivel de precios se eleva, ello contribuye a la contracción de los saldos monetarios reales (curva LM hacia la izquierda y hacia atrás); si en cambio el nivel de precios baja, ello contribuye a la expansión monetaria real (LM hacia la derecha y hacia abajo).

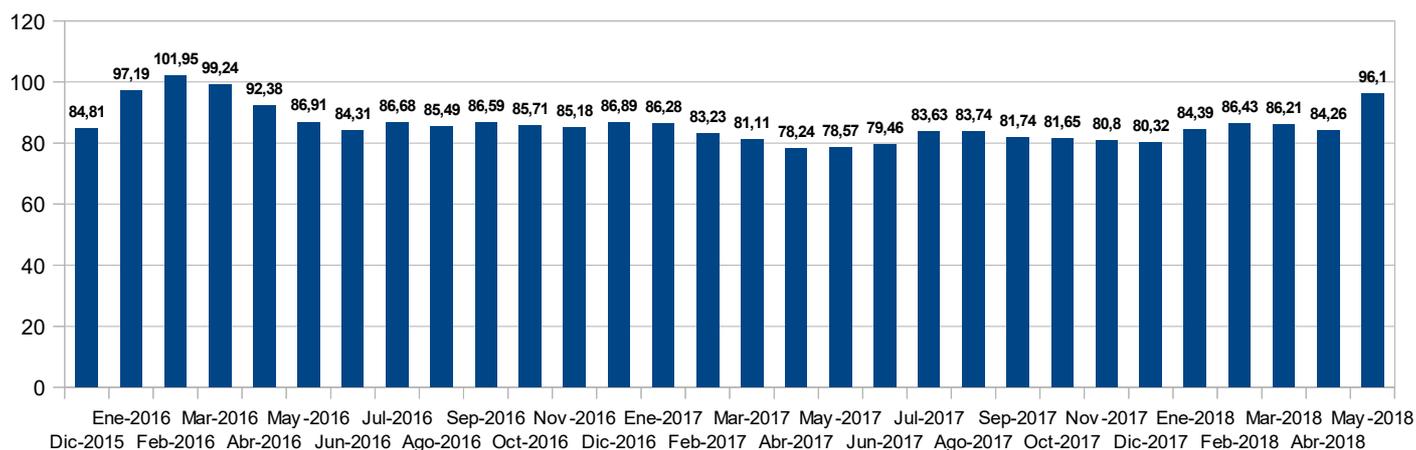
La emisión constante de Letras del Banco Central, en el caso argentino analizado, no pudo lograr el cumplimiento de las metas de inflación, y llevó las tasas de interés a niveles elevados, lo cual logró disuadir en gran medida la compra de divisas. Tal como se mencionó anteriormente, se produjo así el fenómeno denominado "atraso cambiario" afectando negativamente el nivel de exportaciones y positivamente el nivel de importaciones.

Al respecto resulta interesante observar la evolución del tipo de cambio real con respecto a los Estados Unidos y del tipo de cambio real multilateral durante 2016, 2017 y los 5 primeros meses de 2018:

Gráfico n° 17. Tipo de Cambio Real (Arg-EEUU) diciembre 2015 a mayo 2018

Tipo de Cambio Real (Arg-EEUU)

Índice 17-dic-2015 = 100



(Elaboración propia en base a datos BCRA publicados en <https://www.minhacienda.gob.ar/datos/>)

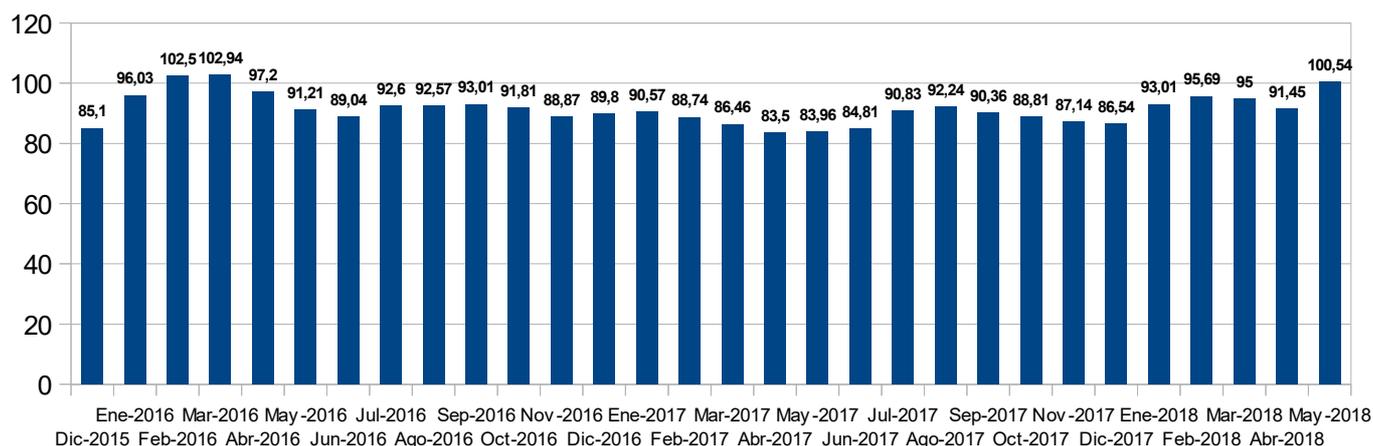
Se observa que el tipo de cambio real, con respecto a los Estados Unidos, se encontraba en 84,81 puntos en diciembre de 2015; experimentó cierta suba a inicios de 2016, llegando al máximo

de 101,95; luego volvió a atrasarse hasta sufrir la brusca corrección de abril-mayo de 2018. En comparación, durante la presidencia de Néstor Kirchner (25 de mayo de 2003 – 10 de diciembre de 2007), este indicador trepó a 171,52 (diciembre 2003) y no llegó a perforar el valor de 130.

Gráfico n° 18. Tipo de Cambio Real Multilateral diciembre 2015 a mayo 2018

Tipo de Cambio Real Multilateral

Índice 17-dic-2015 = 100



(Elaboración propia en base a datos BCRA publicados en <https://www.minhacienda.gob.ar/datos/>)

El tipo de cambio real multilateral de diciembre de 2015 fue 85,10 puntos; al igual que el indicador anteriormente observado, sufrió una suba a inicios de 2016, luego volvió a atrasarse y tuvo una nueva corrección durante la crisis de abril-mayo de 2018. El máximo del período fue de 102,94 en el año 2016. En comparación, durante la presidencia de Néstor Kirchner llegó a un valor de 167,82 y no perforó los 145. Estas comparaciones daban fuerza al planteamiento de que el tipo de cambio se encontraba atrasado y podría sufrir una fuerte corrección.

2.2.4. Frente al trilema

Acorde a lo explicado, la política económica se había enfrentado al conocido Trilema o Trinidad Imposible. Esta popular teoría económica se deriva del modelo elaborado por los economistas Robert Mundell y Marcus Fleming en la década de 1960.

El trilema económico se refiere a la imposibilidad de lograr, para el caso de una economía abierta, los siguientes tres objetivos de política económica al mismo tiempo: tipo de cambio fijo, libre movilidad de capitales y autonomía en la política monetaria.

Gráfico n° 19. Trilema económico



(Elaboración propia)

Una de las primeras medidas del gobierno de la coalición Cambiemos fue, como se explicó, permitir la libre movilidad de capitales (fin del "cepo" cambiario), y permitir a su vez la flexibilidad del tipo de cambio, el cual sufrió consecuentemente un incremento. Es decir que, ante el trilema, se decidió resignar el mantenimiento del tipo de cambio reprimido. Pero luego, en base a la agresiva política de esterilización recién comentada, la contención del tipo de cambio ocasionó la persistencia de altas tasas de interés en un intento de disminuir la suba en el nivel de precios. Todo esto con un creciente costo financiero para el BCRA, haciendo inviable la política monetaria a través del tiempo. Una vez más el gobierno se enfrentaba al trilema, aunque de una manera diferente al momento de la eliminación de los controles de capitales.

2.2.5. Demanda de dinero y pasivos remunerados del Banco Central

El pasivo del Banco Central está constituido por los billetes y monedas en circulación que la entidad ha emitido, los depósitos recibidos de organismos públicos, los activos de caja del sistema bancario (ACSB) que son aquellas reservas exigidas a los bancos mediante la tasa de encaje que han sido depositadas en el Banco Central, más instrumentos de esterilización como las anteriormente citadas Lebacs. Así tenemos pasivos no remunerados (circulante) y pasivos por los cuales el Banco Central debe pagar intereses, es decir los pasivos remunerados.

Los pasivos remunerados son utilizados para llevar a cabo el mecanismo de esterilización, que consiste básicamente en retirar del mercado la sobre oferta monetaria. Al respecto es muy conocida la metáfora de la aspiradora para ilustrar este procedimiento. ¿Por qué "aspira" pesos el Banco Central? Los aspira para detener o moderar las presiones inflacionarias que provoca el excedente monetario. Con excedente nos referimos a la oferta monetaria que supera a la demanda de dinero. Al respecto veamos la famosa ecuación cuantitativa del dinero:

$$M V = P Q$$

Siendo:

M: Cantidad de dinero.

V: Velocidad de circulación. (dado que el dinero "cambia de manos")

P: Nivel de precios

Q: Nivel de producción.

Reordenando:

$$M / P = Q / V$$

Esto quiere decir que la demanda de saldos monetarios reales depende positivamente del nivel de producción (a mayor crecimiento del PBI mayor demanda de dinero) y negativamente de la velocidad de circulación. Considerando que la velocidad de circulación y el nivel de producto no suelen presentar variaciones considerables, es que de no esterilizarse la sobre oferta monetaria nominal entonces la ecuación exigirá para su mantenimiento un mayor nivel de precios, es decir, más inflación.

Peor aún, cuando una economía se encuentra en recesión o presenta un crecimiento magro, suelen ser mayores los esfuerzos de esterilización para retirar los pesos emitidos a raíz de problemas fiscales.

Para un mejor entendimiento de la explicación monetarista del fenómeno inflacionario podemos expresar la ecuación cuantitativa en términos de tasas de variación de las variables consideradas, esto nos llevaría a la siguiente ecuación:

$$\Delta\% M + \Delta\% V = \Delta\% P + \Delta\% Q$$

$\Delta\% P$ significa variación porcentual en el nivel de precios, lo cual es lo mismo que tasa de inflación, usando el símbolo π tal como se acostumbra y despejando:

$$\pi = \Delta\% M + \Delta\% V - \Delta\% Q$$

Con esta nueva expresión matemática se calcula la tasa de inflación como la suma entre la tasa de variación de la oferta monetaria y la tasa de variación de la velocidad de circulación del dinero menos la tasa de variación del producto. Y tal como se mencionó, dado que el producto y la velocidad de circulación no suelen presentar cambios demasiado violentos, la inflación pasa a depender casi exclusivamente de la tasa de aumento de la oferta monetaria.

En definitiva, lo que la ecuación cuantitativa del dinero nos señala, es que el dinero es un bien más como cualquier otro en la economía, y por lo tanto su precio está dado por la interacción de la oferta y de la demanda. Si la demanda aumenta en relación a la oferta entonces su valor aumentará. En cambio, si la demanda disminuye o aumenta en menor magnitud a cómo lo hace la oferta monetaria entonces el valor del dinero cae, lo que equivale a decir que aumenta el nivel de precios. De esta manera, la inflación es explicada como un fenómeno estrictamente monetario. Es famosa la frase de Milton Friedman al respecto: "la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario". Adaptando la frase al contexto local podemos decir: la inflación argentina ha sido siempre un fenómeno monetario, de origen fiscal.

¿Tienen razón los monetaristas en calificar a la inflación como un fenómeno estrictamente monetario? Según un estudio econométrico llevado a cabo por Keith M. Carlson (1980) titulado "The Lag from Money to Prices" citado por Dadomar Gujarati,²⁴ los monetaristas tendrían bastante

24 Gujarati, D. (1993). Econometría. McGrawHill. Segunda Edición, México. (p. 449-450)

razón, pero el efecto de la mayor oferta de dinero sobre el nivel de precios opera con un importante rezago. En efecto, el estudio de Carlson indica que un cambio de 1% en la oferta monetaria M1B (efectivo más depósitos o cheques en cuenta corriente en el sistema financiero) ejerce efectos durante unos 20 trimestres, afectando en un 1% la tasa de inflación. Otros estudios, según comenta Gujarati, indican que el rezago es de entre 3 y 20 trimestres.

En esta línea argumental cabe analizar la evolución de la base monetaria durante la historia argentina reciente. Pero antes hagamos una aclaración conceptual: La base monetaria, también conocida como "dinero de alto poder expansivo", está compuesta por dos tipos de pasivos del Banco Central, específicamente: los billetes y monedas en circulación más las reservas de los bancos en el mismo Banco Central. La razón por la cual se le llama "dinero de alto poder expansivo" o "de alta potencia" se debe a su efecto multiplicador de los medios de pago. Así, para obtener la oferta monetaria M1 (circulante más depósitos a la vista) se procede a multiplicar la base monetaria por lo que se conoce como "multiplicador monetario":

$$Mh \times k = M1$$

$$k = \frac{1 + C/D}{C/D + r}$$

Mh = base monetaria

k = multiplicador monetario

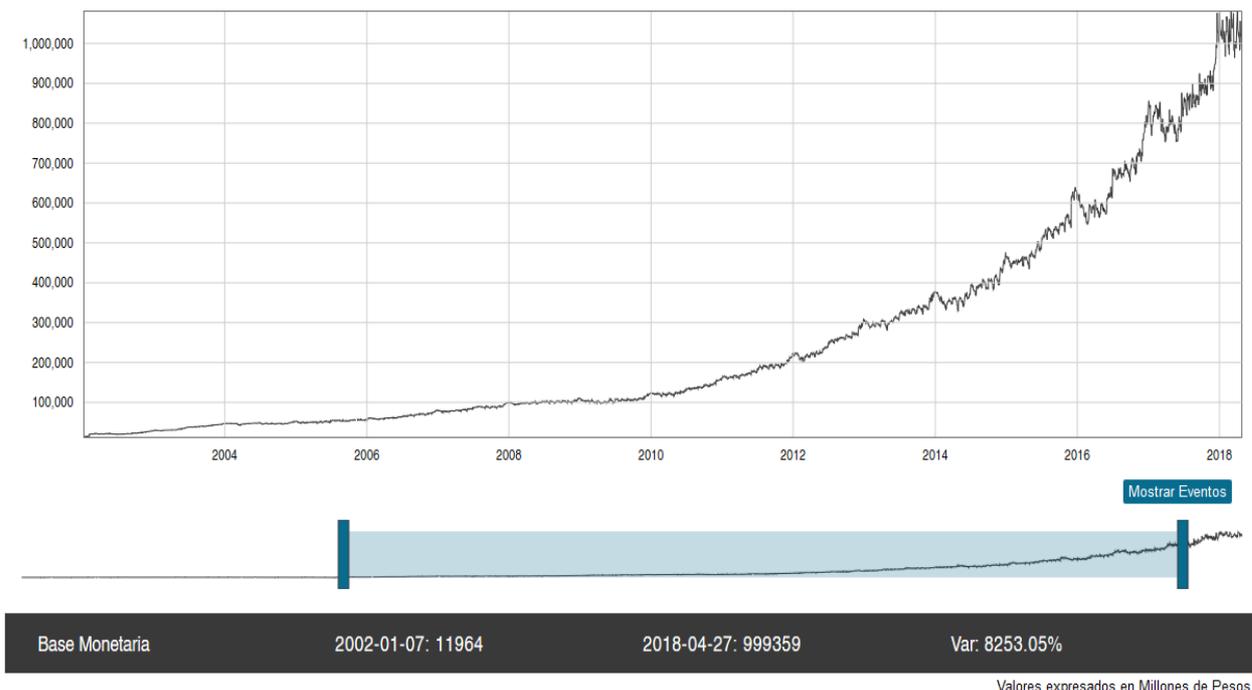
C/D = Razón circulante sobre depósitos

r = coeficiente de reservas o razón reservas sobre depósitos

Esto quiere decir que la expansión monetaria, no sólo depende de la magnitud de la variación de la base monetaria, sino también de las preferencias del público entre efectivo y depósitos, y de la razón reservas sobre depósitos. El Banco Central puede influir directamente sobre el multiplicador aumentando o rebajando el coeficiente de encaje bancario obligatorio, pero no tiene un control directo sobre la razón efectivo sobre depósitos.

Aclarado esto, veamos en el siguiente gráfico la evolución de la base monetaria entre enero de 2002 (salida de la Convertibilidad) y abril de 2018 (mes de inicio de la crisis cambiaria):

Gráfico n° 20. Crecimiento de la base monetaria desde 2002 a abril de 2018



(Fuente gráfico: Estadísticas Monetarias de la República Argentina en base a BCRA.
https://estadisticasbcra.com/base_monetaria_argentina)

Se puede ver en el gráfico el constante crecimiento de esta variable desde la salida de la Convertibilidad hasta el mes de inicio de la crisis cambiaria de 2018. El 07 de enero de 2002 la cifra era de 11.964 millones de pesos contra 999.359 millones al 27 de abril de 2018, lo cual corresponde a un crecimiento de 8253.05%. Al momento del cambio de gobierno, de Fernández de Kirchner a Macri el día 10 de diciembre de 2015, la Base Monetaria era de 621.978 millones de pesos, por lo que, desde su asunción hasta el inicio de la crisis, el nuevo gobierno provocó un crecimiento en esta variable de 60,67%. Un aumento considerable.

Ante esta situación, el Banco Central recurrió a tres instrumentos de esterilización en su intento de moderar la suba del nivel de precios. Estos instrumentos fueron los siguientes:

Lebacs: ya comentadas anteriormente, son las Letras del Banco Central. Licitadas el tercer martes de cada mes.

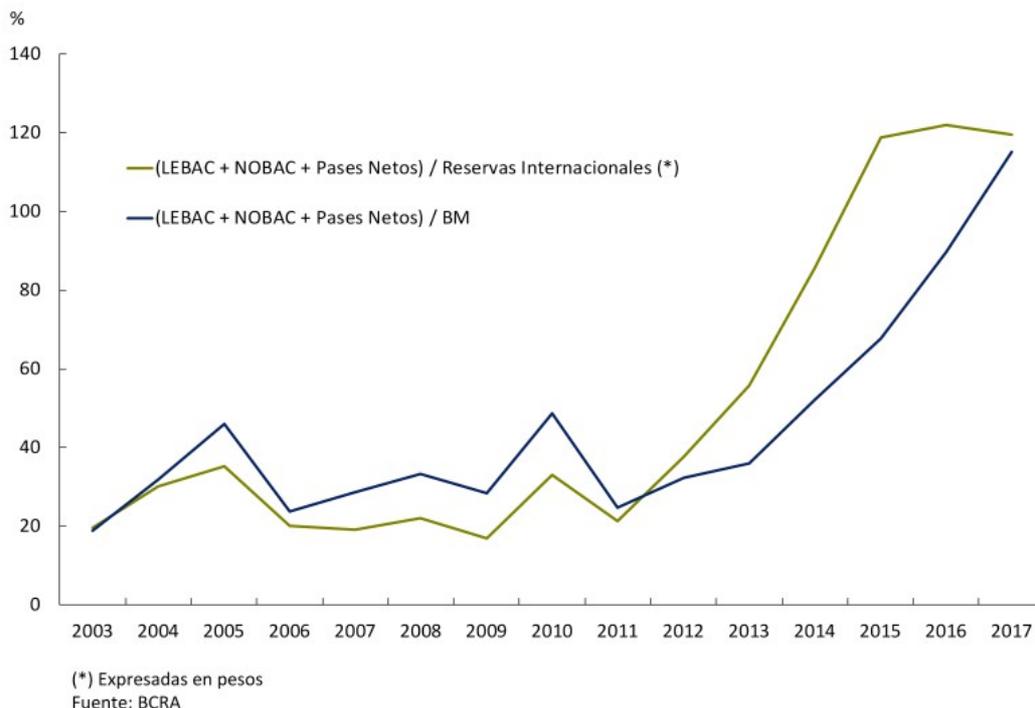
Nobacs: Notas del Banco Central. Tienen vencimientos de hasta 3 años.

Pases: Operaciones financieras de corto plazo entre el Banco Central y entidades financieras. Se dividen en Pases Activos y Pases Pasivos. Los pases activos consisten en la compra al contado por parte del Banco Central de títulos a las entidades financieras necesitadas de liquidez para, al cabo de unos días (7 días, por ejemplo), volver a vendérselos. Los pases pasivos en cambio consisten en la venta por parte del Banco Central a las entidades financieras de títulos para recomprarlos a los pocos días. Las diferencias en precios de compra y de venta definen el interés.

En el siguiente gráfico se puede apreciar el notable crecimiento en los stocks de los instrumentos de esterilización desde el año 2003:

Gráfico n° 21

Evolución Pasivos Remunerados del BCRA Promedio Anual



(Fuente gráfico: Ahumada, F.; Dabusti, F.; Elias, D. 16 de febrero 2018. ¿Cómo mirar el stock de LEBAC?. Blog del Banco Central de la República Argentina "Ideas de peso". <https://ideasdepeso.com/2018/02/16/como-mirar-el-stock-de-lebac/>)

Los stocks anuales de estos pasivos según los balances del BCRA²⁵ (en miles de pesos, es decir que a las cifras informadas se les debe agregar tres dígitos a la derecha) fueron:

Al 31 de diciembre de 2015:

Letras y Notas emitidas en Pesos: \$ 385.332.211 (léase 385 mil 332 millones de pesos)
Obligaciones por operaciones de Pase: \$ 184.987.016 (184 mil 987 millones de pesos)
Total de Letras, Notas y Pases como porcentaje de la base monetaria: 91,41%

Al 31 de diciembre de 2016:

Letras y Notas emitidas en Pesos: \$ 698.831.512 (698 mil 831 millones de pesos)
Obligaciones por operaciones de Pase: \$ 267.279.556 (267 mil 279 millones de pesos)
Total de Letras, Notas y Pases como porcentaje de la base monetaria: 117,58%

Al 31 de diciembre de 2017:

Letras y Notas emitidas en Pesos: \$ 1.160.331.691 (1 billón 160 mil 331 millones de pesos)
Obligaciones por operaciones de Pase: \$ 337.498.212 (337 mil 498 millones de pesos)
Total de Letras, Notas y Pases como porcentaje de la base monetaria: 149,62%

Es decir, el stock de Letras (emitidas en pesos), Notas y obligaciones de Pase del BCRA

²⁵ Banco Central de la República Argentina. Publicaciones Estadísticas. Estados Contables. Balances de años 2015, 2016 y 2017. Buenos Aires. Recuperados de http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/balances_anuales.asp

como porcentaje de la base monetaria tuvo un aumento de 58,21 puntos porcentuales en dos años.

El abultado stock de Lebac y Nobacs, principalmente el de las primeras, fue percibiéndose como una gigantesca bola de nieve, y para peor, con plazos de vencimiento cada vez más cortos. La metáfora utilizada por Carlos Melconian en mayo de 2018 fue mucho más perturbadora: la de un Velociraptor, que al despertarse arrasaba con las metas de inflación, el atraso cambiario y el gradualismo en general, en sus palabras:

"...porque inmediatamente, los mismos pesos que emitía por dólares que le traía Caputo (el ministro de finanzas) para el déficit fiscal, los chupaba con Lebac. Entonces fue creando un monstruo donde necesitaba pagar tasa de interés y llegó hasta un billón y medio en pesos, o 56 mil millones de dólares, que son más de las reservas que tiene el Banco Central. Creó un velociraptor"²⁶

El problema con el "billón y medio en pesos" comentado por Melconian, es que, si todas las reservas hubiesen sido vendidas en ese momento, no habría sido suficiente para la cancelación del stock de Lebac. Veamos la evolución anual de las reservas internacionales, expresadas en moneda local, para su comparación con los stocks de pasivos remunerados anteriormente citados:

Reservas según balances anuales del BCRA:

Al 31 de diciembre de 2015 en miles de pesos: \$ 332.452.356 (léase: trescientos treinta y dos mil cuatrocientos cincuenta y dos millones trescientos cincuenta y seis mil pesos) (tipo de cambio de ese momento (\$13,005).

En dólares: USD 25.563.426.067 (25 mil 563 millones de dólares)

Al 31 de diciembre de 2016 en miles de pesos: \$ 623.044.663 (tipo de cambio de ese momento (\$15,8502).

En dólares: USD 39.308.315.542 (39 mil 308 millones de dólares).

Al 31 de diciembre de 2017 en miles de pesos \$ 1.033.619.499 (tipo de cambio de ese momento \$18,7742

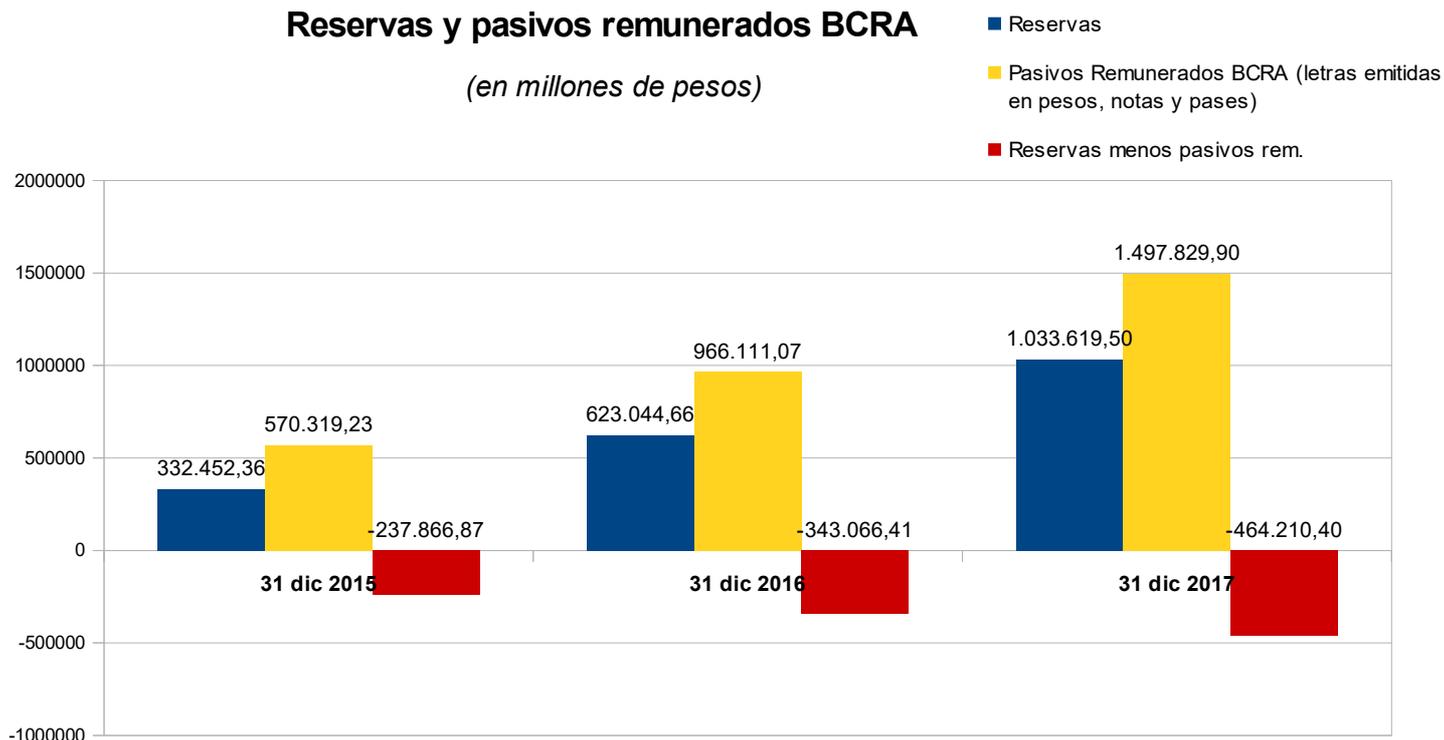
En dólares: USD 55.055.315.220 (55 mil 55 millones de dólares).

Gráfico n° 22. Reservas y pasivos remunerados en pesos del BCRA 2015-2017

26 Carlos Melconian (11 de mayo de 2018); "Una visión personal de la economía y política argentina". Conferencias de "A Todo Trigo y cultivos de invierno". Mar del Plata. Recuperado de: <https://www.youtube.com/watch?v=D6JJcdZt8l0>

Reservas y pasivos remunerados BCRA

(en millones de pesos)



(Elaboración propia en base a balances del BCRA)

Podemos observar en el gráfico que el total de reservas no era suficiente para el rescate de los pasivos remunerados en ninguno de los años de 2015 a 2017. La diferencia negativa entre ambas variables fue profundizándose peligrosamente, algo que los agentes que siguen los indicadores económicos, tales como administradores de fondos de inversión, banqueros, ciertos empresarios, economistas, entre otros; perciben como insostenible, anticipando que la corrección podría darse mediante una depreciación de la moneda. ¿Por qué una depreciación mejoraría la relación Reservas/Pasivos del Banco Central? Esto se debe a que los pasivos en Lebac, Nobac y Pases se encuentran denominados en moneda nacional, en cambio, entre las reservas encontramos oro, divisas y colocaciones denominadas en divisas, ante lo cual una depreciación de la moneda local "licuaría" el valor de los pasivos en pesos en relación con las reservas, dado que estas últimas serán mayores al ser medidas en moneda nacional tras la suba del tipo de cambio.

El incremento en los stocks de los pasivos del Banco Central puede llevar a un peligroso aumento de las cargas financieras que debe soportar la entidad y por lo tanto a un grave empeoramiento en lo que se conoce como "resultado cuasifiscal".

El resultado cuasi fiscal se refiere al resultado del Banco Central producido por la diferencia entre sus ingresos y sus egresos. Los ingresos del Banco Central proceden de la tasa de interés que le rinden sus colocaciones, de variaciones positivas en el valor de sus activos (ej. suba en el precio internacional del oro) y de la suba en el tipo de cambio nominal (depreciación o devaluación del peso). Por el lado de los egresos tenemos los intereses que debe pagar por las letras y notas que emite y por las operaciones de pases pasivas.

Aquí podemos observar una fórmula, bastante simplificada, para el cálculo del resultado cuasifiscal:

$$RCF = i(xa) AX + i(ga) AG + i(fa) AF - i(xp) PX - i(gp) PG - i(fp) PF^{27}$$

Siendo:

RCF: Resultado Cuasi Fiscal

AX: Activos externos.

AG: Préstamos o adelantos al gobierno.

AF: Préstamos o adelantos a las entidades financieras.

PX: Pasivos con el exterior.

PG: Pasivos con el gobierno (depósitos del gobierno en el Banco Central)

PF: Pasivos con las entidades financieras.

i(): Tasa de interés correspondiente a cada variable.

Si al aplicar la fórmula se obtiene un resultado positivo, entonces estamos frente a un superávit cuasifiscal. Si en cambio, la fórmula nos brinda un resultado negativo, estamos ante un déficit cuasifiscal.

El Estado de Resultados del BCRA correspondiente al año 2017 informó una pérdida de \$ 66.978,154 millones, contra un resultado positivo de \$ 67.448,520 millones del año anterior²⁸. Sin embargo, esta ganancia de 2016 es cuanto menos cuestionable, así lo explica Julio Piekarz, ex gerente general del BCRA:

"Su (...) Estado de Resultados publicado, al 31 de diciembre de 2016, muestra una ganancia de \$68.000 millones. Pero sus ingresos incluyen \$142.000 millones, el efecto del aumento del tipo de cambio sobre su tenencia de Letras Intransferibles en moneda extranjera del Tesoro por US\$49.000 millones (...)

(...) Mientras esas Letras no se valúen a precios de mercado o se previsionen, es impropio incluir su devengamiento en los ingresos del Banco Central. Si se excluye, como conceptualmente corresponde, el Estado de Resultados arrojaría una pérdida o déficit cuasi fiscal de \$75.000 millones (US\$4.700 millones, casi 1 % del PBI)."²⁹

En línea con el mencionado deterioro en las cuentas del BCRA se encuentra la evolución de los intereses negativos devengados por la entidad monetaria. Según sus Estados de Resultados estos han sido los siguientes:

Año 2015: \$ 79.765,209 millones

Como porcentaje de la base monetaria: 12,78%

Año 2016: \$ 163.435,104 millones

Como porcentaje de la base monetaria: 19,89%

27 Machinea J.L. (1991). El papel del Banco Central en los países de América Latina. SERIE DOCENTE N.8. Anexo 1. Corporación de Estudios para Latinoamérica (CIEPLAN). Recuperado de http://www.cieplan.org/media/publicaciones/archivos/237/Anexo_1.pdf (p. 40-41)

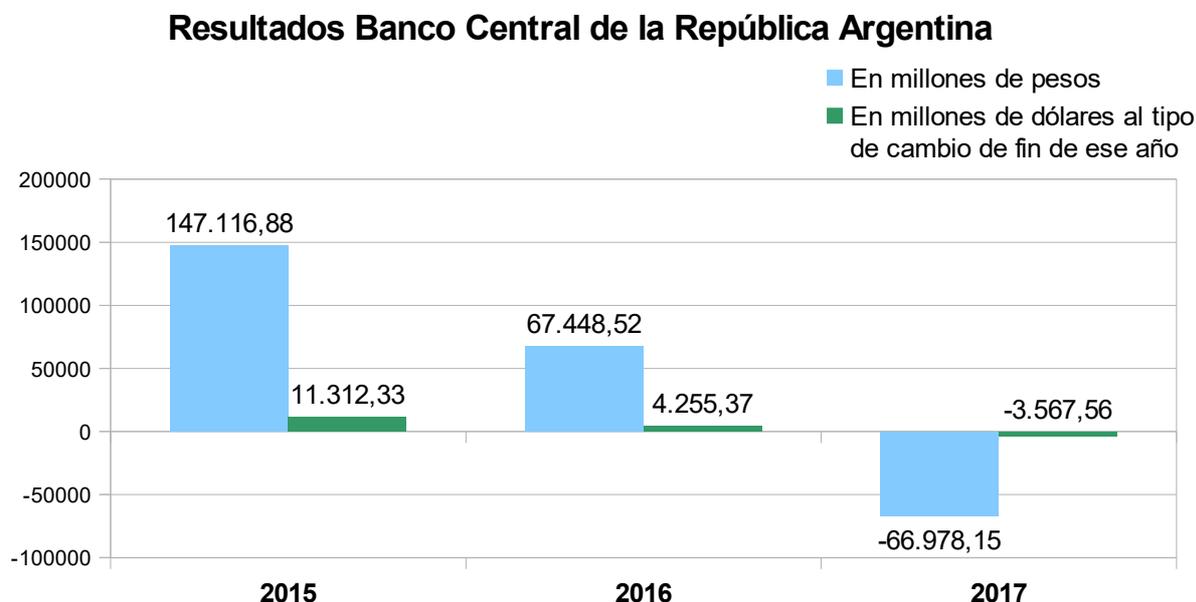
28 Banco Central de la República Argentina. Estados Contables al 31 de diciembre 2017. Estado de Resultados (p. 06). Recuperado de <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/e2017estadoscontables.PDF>

29 Piekarz J.; 25 de febrero 2018. Política monetaria. El déficit cuasi fiscal está oculto, pero sigue siendo un problema serio. Diario Clarín. Recuperado de https://www.clarin.com/economia/deficit-cuasi-fiscal-oculto-sigue-problema-serio_0_Hk8gO3pPf.html

Año 2017: \$ 232.940,225 millones
Como porcentaje de la base monetaria: 23,27%

En el siguiente gráfico podemos apreciar el deterioro en los resultados anuales del BCRA entre 2015 y 2017:

Gráfico n° 23



(Elaboración propia en base a Estados Contables del BCRA)³⁰

Es fácil deducir como el déficit fiscal lleva al cuasifiscal: El tesoro nacional necesita que el Banco Central le entregue pesos para poder cubrir los gastos que exceden a los ingresos tributarios, con este objeto le dará a cambio dólares obtenidos de la colocación de deuda o títulos del mismo tesoro. La emisión de dinero por parte del Banco Central lleva a la posterior colocación en el mercado, por parte de la misma entidad, de letras y notas con el objeto de esterilizar. Dado que estos títulos son pasivos que devengan intereses, el abuso de esta operatoria terminará generando o agravando el déficit cuasifiscal.

Con el cambio de gobierno, la forma elegida para el financiamiento del enorme déficit fiscal en la muy gradual transición proyectada hacia el equilibrio, generaba en primer lugar al tesoro intereses a pagar como consecuencia de los dólares de deuda tomados en el extranjero, y luego generaba intereses a pagar por los pasivos emitidos por el Banco Central con objeto de esterilizar los pesos emitidos. Es decir, se generaba una doble carga en intereses por el mismo fondo ingresado.

Dado que la entidad monetaria no puede emitir pesos para prestarse a sí misma, la forma más efectiva de corregir su déficit, el llamado cuasifiscal, es aumentando el valor en pesos de sus reservas, es decir, a través de una depreciación/devaluación de la moneda local.

³⁰ Banco Central de la República Argentina. Estados Contables año 2016 (comparativo con 2015) y año 2017 (comparativo con 2016) Recuperados respectivamente de <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/e2016estadoscontables.PDF> (p. 05) y <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/e2017estadoscontables.PDF> (p. 06)

2.2.6. Hipergradualismo fiscal

Las críticas más duras sufridas por el gobierno de parte de economistas de inclinación ortodoxa, apuntaban al excesivo gradualismo en cuanto a la reducción del déficit fiscal. Estos analistas cuestionaban la falta de voluntad o de capacidad, o incluso de coraje, por parte del gobierno, para la reducción del tamaño del Estado y del gasto público. Al respecto, entre los críticos más notorios, se encontraban José Luis Espert, Miguel Ángel Boggiano, Roberto Cachanosky, Agustín Etchebarne, Germán Fermo, entre otros.

Quien llegó a poner el problema en metáfora, algo muy característico en su forma de comunicar, fue Carlos Melconian al calificar de "hipergradualismo fiscal hormiga" a los intentos de corrección del desequilibrio fiscal, en la conferencia anteriormente citada. Esa lentitud demandaba mayor esfuerzo esterilizador al BCRA tras la compra de los dólares de deuda soberana, emitida esta última para cubrir el déficit.

Antes de analizar el problema en cuanto a su evolución cuantitativa, conviene una breve explicación teórica sobre la restricción presupuestaria a la que está sujeto cualquier gobierno³¹.

Como es sabido, el primer recurso con que cuenta un gobierno para la cobertura de sus gastos (G) son los impuestos (T). Pero dado que los gobiernos suelen gastar más que sus recursos tributarios, necesitan obtener financiamiento para ese gasto excedente o déficit fiscal.

En símbolos, si $G > T$ el gobierno incurre en déficit fiscal. Para cubrirlo podría recurrir a un aumento impositivo, el cual se plasmaría en la creación de nuevos impuestos o en incrementos de alícuotas de impuestos ya en aplicación (Δt). Dado que subir la presión impositiva es bastante impopular, sobre todo cuando ésta es ya demasiado elevada, el gobierno recurre a otras formas de financiamiento: emisión de deuda para ser adquirida por el público inversor (ΔB) o emisión de deuda para su adquisición por parte del Banco Central (ΔH), éste último mecanismo, o sea la compra por parte de la autoridad monetaria de la deuda emitida por el gobierno, se conoce como "monetización del déficit". Excepcionalmente se podrían privatizar empresas estatales, pero esta opción no es demasiado frecuente.

La restricción presupuestaria entonces, impone un máximo de gasto al gobierno, más allá del cual se le vuelve imposible la financiación. En símbolos:

$$G_t = T_t + (B_t - B_{t-1}) + (H_t - H_{t-1})$$

La ecuación muestra que el gasto total del gobierno en el período t se cubre con los impuestos cobrados en ese período t, con el incremento de la deuda del gobierno con el público, que consiste en el stock de deuda al final del período analizado menos el stock de deuda al final período anterior, y con el incremento en el stock de deuda del gobierno en manos del Banco Central.

Cualquier aumento del gasto (lado izquierdo de la ecuación), demanda un aumento de alguna, o algunas de las formas de financiación (lado derecho de la ecuación).

Ante una presión impositiva heredada sumamente elevada, según se indicó anteriormente, y un Banco Central atestado de Letras Intransferibles del Tesoro (instrumento favorito del gobierno

31 El análisis está basado en Cuadrado Roura J.R; y otros (2006). Política Económica. Objetivos e instrumentos. Reimpresión revisada de la tercera edición. McGraw-Hill.(p.336)

anterior para financiar el déficit), la nueva administración recurrió a la emisión de deuda externa.

Este endeudamiento le fue posible dada la apertura de los mercados financieros para con la Argentina tras el arreglo con los acreedores holdouts y la mejora institucional percibida con el cambio de gobierno.

Se esperaba que el gradualismo fuera reduciendo el exceso de gasto por sobre los ingresos tributarios, y por lo tanto las necesidades de financiamiento fueran marcadamente descendentes. Sin embargo, el endeudamiento aumentaba las erogaciones por intereses y por lo tanto las leves mejoras en el resultado primario quedaban opacadas por el déficit financiero, o sea el que incluye los intereses de deuda.

Volvamos a observar la ecuación de la restricción presupuestaria, pero esta vez agregando los intereses de deuda:

$$G_t + i_t B_{t-1} = T_t + (B_t - B_{t-1}) + (H_t - H_{t-1})$$

Se agregó del lado izquierdo el producto del tipo de interés al momento t y del stock de deuda con el público al momento $t - 1$, para simbolizar los intereses negativos devengados a causa de la deuda acumulada.

El gobierno se enorgullecía comunicando reducciones en el déficit primario, buscando brindar la sensación de que el gradualismo funcionaba y que, aunque algo lento, era constante y seguro. No solo se subestimaba la lentitud en la corrección primaria, sino también la carga financiera que imponía tal lentitud.

Al adicionar al déficit primario, en leve descenso, el gasto creciente en intereses, se observaba un crecimiento preocupante del déficit total (primario más intereses).

La reducción del gasto estuvo enfocada principalmente en la gradual quita de subsidios al consumo de servicios elementales (electricidad, gas, agua etc.) de modo que los usuarios fueran progresivamente pagando tarifas más cercanas al costo de producción de esos servicios. Pero a la par, otros gastos no financieros aumentaban, como las prestaciones de la seguridad social de la administración nacional. En efecto, en 2017 las erogaciones por dichas prestaciones sumaron \$ 1.022.540,8 (en millones de pesos), en 2016 fueron de \$ 734.716,8 millones y en 2015 \$535.697,1 millones³². Dado que se trata de magnitudes nominales, pongamos las cifras como porcentaje del total de los ingresos corrientes para los respectivos años, de modo de dimensionar mejor su crecimiento:

Prestaciones de la seguridad social como porcentaje de los ingresos corrientes :

2015: 44,53%

2016: 45,11%

2017: 51,25%

En cambio, los gastos de capital como porcentaje de los ingresos corrientes iban en descenso:

32 Ministerio de Hacienda. Presidencia de la Nación. Informes fiscales. Sector Público Nacional Base Caja Años 2015 a 2017. Recuperados de <https://www.minhacienda.gob.ar/onp/documentos/resultado/caja/c2015/2015.pdf>
<https://www.minhacienda.gob.ar/onp/documentos/resultado/caja/c2016/2016.pdf>
<https://www.minhacienda.gob.ar/onp/documentos/resultado/caja/c2017/2017.pdf>

2015: 13,37%
2016: 11,18%
2017: 10,42%

Es decir que se estaba tomando deuda externa para financiar gasto público mayormente corriente, mientras que el gasto de capital, aquel que aumenta la competitividad y por lo tanto la capacidad de pago, si bien aumentaba en términos nominales disminuía en relación a los ingresos corrientes.

Respecto de la baja del gasto público medida como porcentaje del PBI podemos recurrir a las estimaciones de Fundación Mediterránea, la cual ha calculado una reducción de apenas 0,2 puntos porcentuales entre 2015 y 2017 en el gasto público nacional no financiero, pasando éste de ser 25,8% del PBI en 2015 a 25,6% en 2017. Los principales ítems en los cuales se redujo el gasto fueron transferencias corrientes al sector privado (-0,6 puntos porcentuales) y transferencias de capital (-0,5). Las subas se explican principalmente por intereses (+ 0,8) y seguridad social (+ 0,8).³³

El gobierno, por su parte, se jactaba del incremento en el gasto de tipo "social", considerándolo un logro de su gestión, dado que argumentaba que se trataba de una protección hacia los sectores más vulnerables, buscando neutralizar de esta manera las críticas de supuesta falta de sensibilidad en la aplicación del ajuste. Pero más allá de la estrategia comunicacional, podrían interpretarse los incrementos de tales prestaciones como un fracaso, en lugar de motivo de orgullo. Pues, a mayor creación de riqueza y de empleos, el gasto social debería ser paulatinamente menos necesario en su magnitud. Independientemente de estas consideraciones, el gradualismo en este rubro fue un "gradualismo al revés", el gasto aumentaba en lugar de disminuir, afectando el camino hacia el equilibrio fiscal.

A continuación, podemos observar la evolución del déficit primario y del financiero:

<u>Resultado Fiscal Primario</u>	<u>Resultado Financiero</u>
2015: \$ - 224.594,6 Millones <u>Según anterior metodología:</u> -3,8% del PBI (Primario), -5,2% del PBI (Financiero) <u>Según nueva metodología, aplicada desde 2017 y comentada anteriormente:</u> Primario: -5,4% del PBI (\$ -291,66 mil millones) Financiero: -5,3%. del PBI ³⁵ (\$ -282,18 mil millones)	\$ - 303.760,8 Millones ³⁴
2016: \$ - 343.525,5 Millones (-4,3% del PBI)	\$ - 474.785,5 Millones ³⁶ (-5,9% del PBI)
2017: \$ - 404.142,3 Millones (-3,9% del PBI)	\$ - 629.049,5 Millones ³⁷ (-6,1% del PBI) ³⁸

33 Capello M; Laguinge L. 19 de Enero de 2018. "Administración Macri en 2017: Similar déficit fiscal que en 2015, con una política fiscal en transición y de mejor calidad". IERAL . Fundación Mediterránea. Año 12 - Edición Nº 40. Córdoba. (p. 06)

34 Ministerio de Hacienda. Sector público base caja - año 2015 Ahorro - Inversión – Financiamiento. Recuperado de <https://www.minhacienda.gob.ar/onp/documentos/resultado/caja/c2015/2015.pdf>

35 Ministerio de Hacienda. Sector Público Nacional. Resultado Primario - Base Caja Año 2015. Recuperado de <https://www.economia.gob.ar/wp-content/uploads/2016/03/Prensa-Caja-anual-2015-FINAL2.pdf>

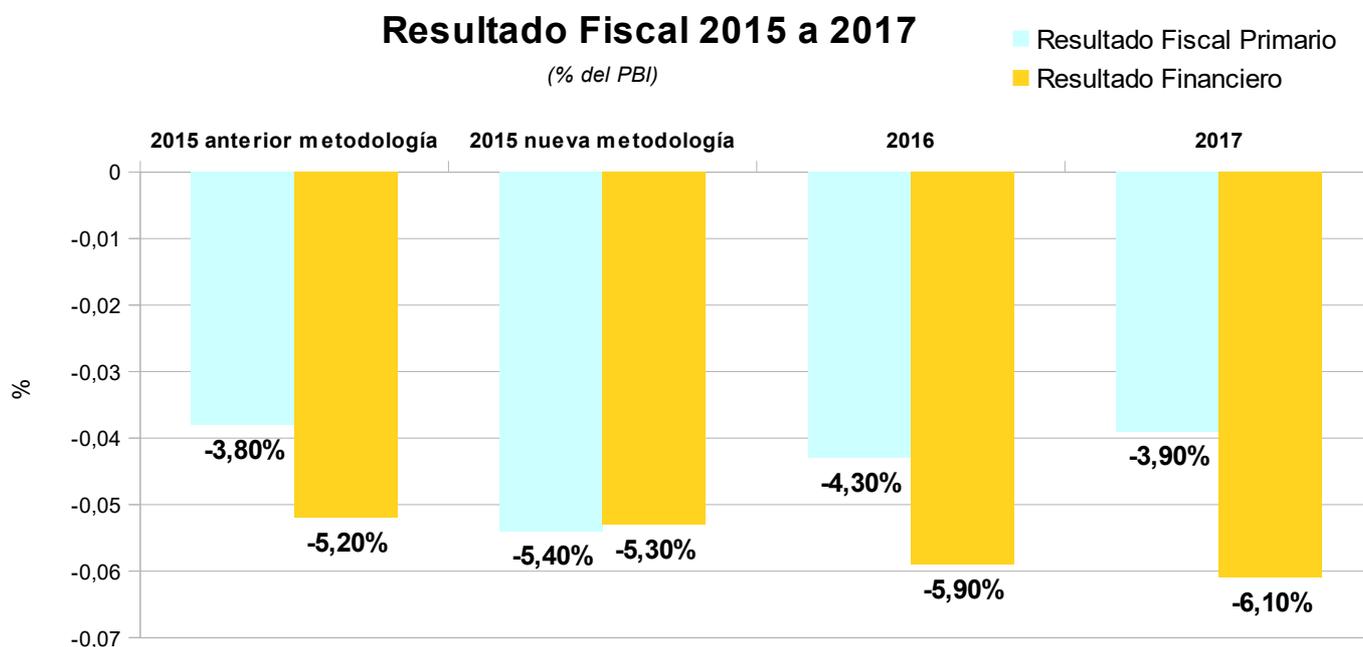
36 Ministerio de Hacienda. Sector público base caja - Año 2016. Esquema - Ahorro - Inversión – Financiamiento. Recuperado de <https://www.minhacienda.gob.ar/onp/documentos/resultado/caja/c2016/2016.pdf> (p. 01)

37 Ministerio de Hacienda. Sector público base caja - año 2017. Esquema - Ahorro - Inversión – Financiamiento. Recuperado de <https://www.minhacienda.gob.ar/onp/documentos/resultado/caja/c2017/2017.pdf> (p. 01)

38 Centro de Investigación y Formación de la República Argentina. Central de Trabajadores de la Argentina (CTA).

Veamos estos datos gráficamente para su mejor apreciación:

Gráfico n° 24



(Elaboración propia en base a datos de Ministerio de Hacienda y Dirección Nacional de Cuentas Nacionales-INDEC)

Debe destacarse que en 2017 el déficit primario estuvo cerca de la meta, lográndose una baja de 0,4 puntos porcentuales con respecto al año anterior, pero el incremento en el déficit financiero (el que agrega al primario los intereses de deuda) fue notable y preocupante, y generaba cuestionamientos acerca de la excesiva gradualidad en la corrección fiscal primaria.

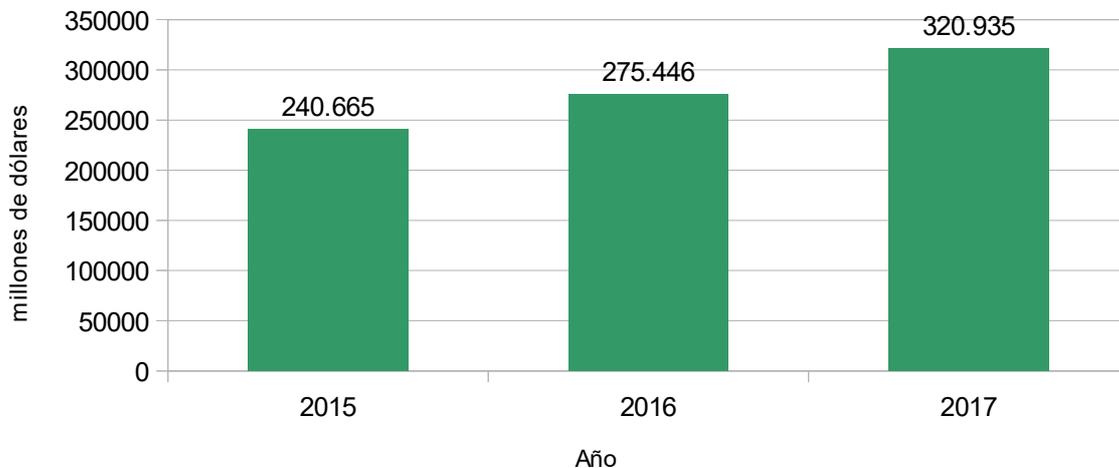
Quienes cuestionaban el excesivo gradualismo fiscal solían advertir acerca del enorme grado de endeudamiento que tal estrategia correctora implicaba que, como se vio recientemente, llevó al aumento de la carga por intereses de deuda en 0,8 puntos del PBI entre 2015 y 2017. En el gráfico siguiente se observa el incremento de la deuda entre 2015 y 2017:

Gráfico n° 25

Enero de 2018. "El balance fiscal de los dos primeros años del gobierno de Macri: Ajuste con crecimiento del déficit". Recuperado de <http://www.centrocifra.org.ar/docs/Balance%20Fiscal%20CIFRA.pdf> (p. 03)

Deuda de la Administración Central 2015 a 2017

(en millones de dólares)



(Elaboración propia en base a datos de Ministerio de Hacienda)³⁹

Surge del gráfico que entre 2015 y 2017 la deuda de la Administración Central se incrementó un 33,35%. En términos de porcentaje del PBI se partió de 52,60% en 2015, pasando a 53,10% el año siguiente, y llegando a 56,60% en 2017. Por supuesto, luego de la corrección cambiaria del año 2018, el ratio deuda/PBI sufriría un gran incremento. Asimismo, cabe destacar que, de no haberse retrasado el tipo de cambio en el año 2015 en base a las agresivas ventas de dólar futuro y a las restricciones cambiarias, el ratio heredado hubiese sido algo superior.

2.2.7. Deterioro del tipo de cambio real y déficit comercial

Analicemos la relación entre déficit fiscal y tipo de cambio para el caso en que éste último sea plenamente flexible. Para ello partamos de una economía con déficit fiscal, en la cual el Estado se endeuda con el Banco Central para poder cubrir su déficit, el Banco Central le entrega el dinero contra los títulos de deuda emitidos por el gobierno. Ese dinero comienza a circular en la economía alterando la composición de las carteras de los agentes económicos, parte del nuevo dinero emitido será destinado a la demanda de moneda extranjera, tanto para atesorarla como para la adquisición de activos externos como acciones y títulos.

La presión de la demanda sobre la moneda extranjera, para nuestro análisis el dólar estadounidense, hará que la moneda local se deprecie con respecto al dólar. Como el tipo de cambio es flexible, no hay compromiso por parte del Banco Central de vender tantas reservas como sea necesario para evitar la depreciación. De hecho, no tendría que vender nada si el régimen cambiario fuera plenamente flexible. Los productos transables serán los primeros en subir de precio con motivo de la suba en el valor de la divisa, o lo que es lo mismo, de la depreciación del valor de la moneda local.

39 Ministerio de Hacienda. Secretaría de Finanzas. Presentación gráfica de la deuda. "Evolución de la deuda bruta de la administración central" Recuperado de <https://www.argentina.gob.ar/hacienda/finanzas/presentaciongraficadeudapublica>

Para que el tipo de cambio real mantenga la paridad poder adquisitivo (PPA), y bajo el supuesto simplificador de que el nivel de precios externo se mantiene constante, la tasa de inflación debe igualar a la variación del tipo de cambio nominal:

$$\text{PPA: } P = E P^*$$

Siendo:

P: nivel de precios interno en moneda local.

E: Tipo de cambio nominal

P*: nivel de precios externo.

Condición de mantenimiento de la paridad para P* constante: $(\Delta E/E) = (\Delta P/P)$

Para el caso argentino analizado, de tipo de cambio administrado o parcialmente reprimido, la persistente inflación no estaba siendo acompañada por un crecimiento igual en el tipo de cambio nominal, a la vez que la inflación en los Estados Unidos se mantenía muy baja. Así es como se iba deteriorando cada vez más el tipo de cambio real. Esto equivale a una constante pérdida de competitividad, que termina afectando la balanza comercial.

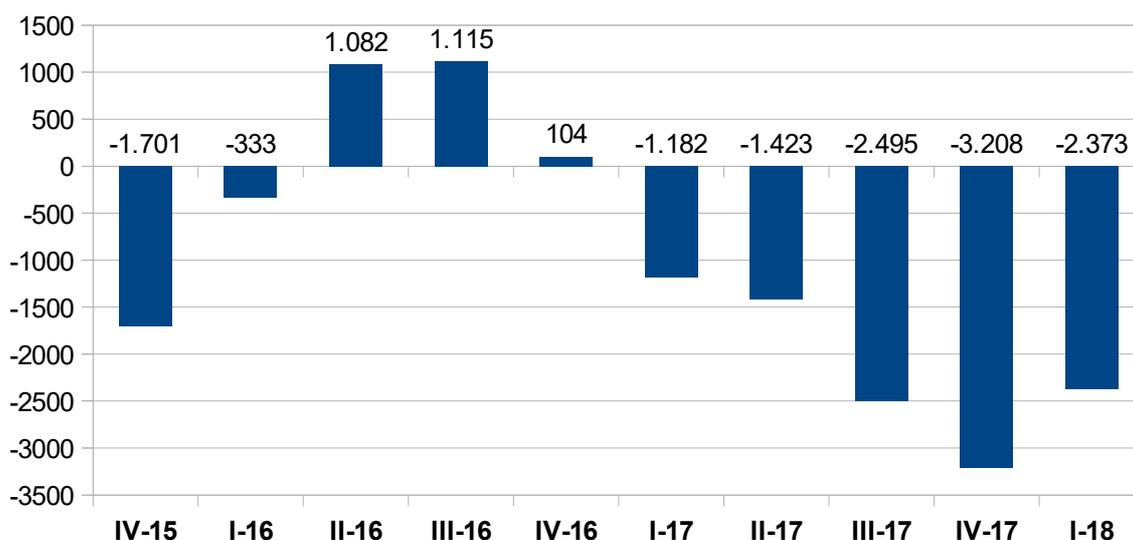
Violación de la PPA con pérdida de competitividad local: $P > E P^*$

En efecto, los resultados trimestrales de la balanza comercial resultaron negativos entre el último trimestre de 2015 y el primer trimestre de 2018 (previo a la crisis), excepto por los trimestres segundo, tercero y cuarto de 2016 que exhibieron un resultado superavitario. La observación de la evolución de este desequilibrio generaba la sospecha de que una fuerte depreciación correctora podría producirse en caso de no revertirse el deterioro:

Gráfico n° 26

Resultados trimestrales balanza comercial argentina IV-2015 a I-2018

(en millones de dólares)



2.2.8. Gradualismo al revés en la administración central

Gran parte de la opinión pública, personajes de la política y algunos analistas, tanto fronteras adentro como en el exterior, tildaron a la administración de Mauricio Macri de "neo" liberal, en el sentido de que se estaría llevando a cabo un proyecto de achicamiento del Estado. Así, el cuestionado mandatario venezolano Nicolás Maduro expresó que *"En Argentina ganó una opción ultraderechista, neoliberal, extremista, anti latinoamericana y profundamente anti bolivariana."* La ex presidente Cristina Fernández también ha denunciado varias veces en sus declaraciones públicas el supuesto "neo" liberalismo anti Estado de Mauricio Macri y su gobierno.

El gradualismo, para estos críticos, consistía en un plan de "desmantelamiento" gradual del Estado, lo cual suele identificarse con la equívoca palabra "neoliberalismo". Curiosamente, con ésta última expresión se señala a gobiernos que han mantenido o incluso incrementado el peso del Estado sobre la economía, como en el caso de la presidencia de George W. Bush en los Estados Unidos, y en algunos aspectos la de Mauricio Macri en Argentina. Al respecto, un componente de mayor peso estatal durante el gobierno de la coalición Cambiemos puede deducirse de la lectura de un informe del Centro de Implementación de Políticas Públicas para la Equidad y el Crecimiento (CIPPEC) del mes de julio de 2018, titulado "GPS del Estado: radiografía 2017-2018"⁴¹

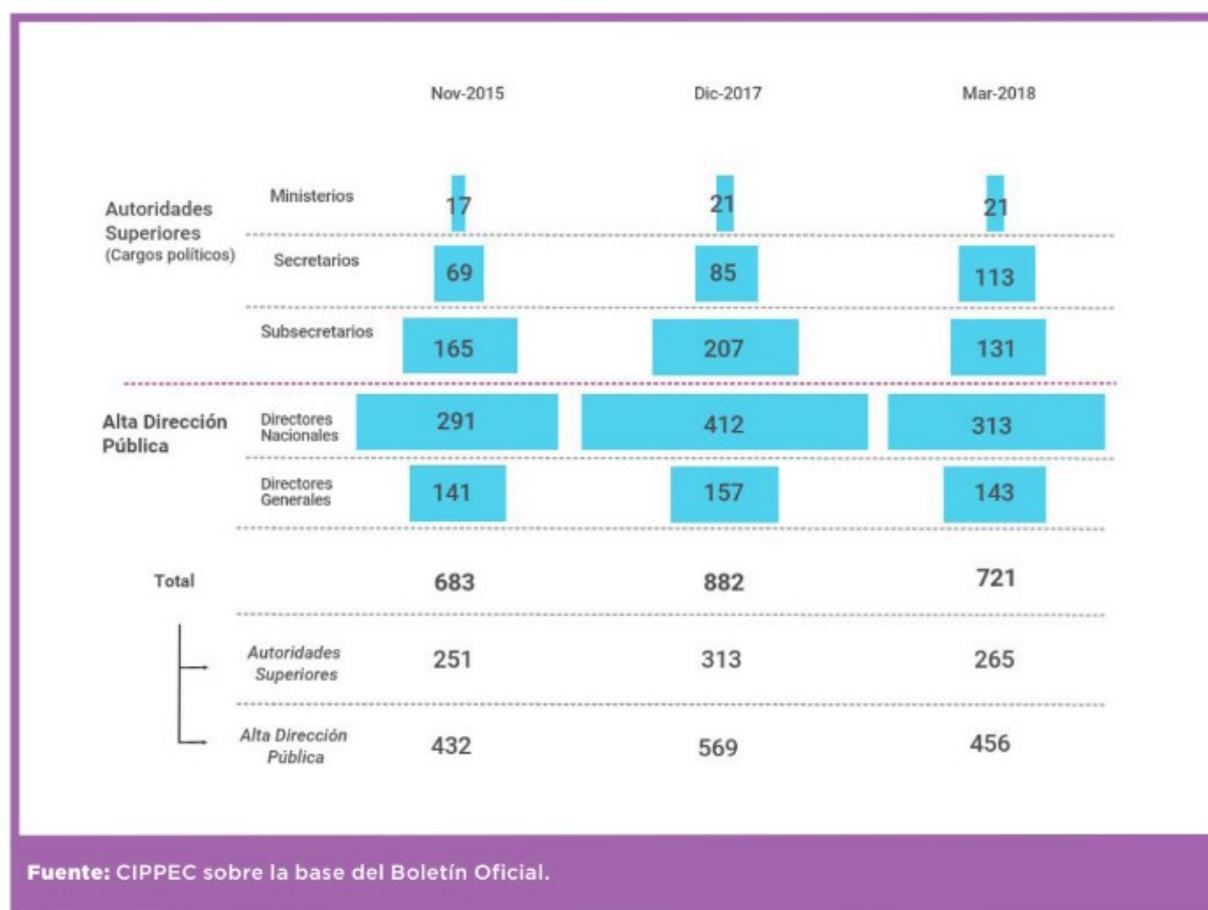
El informe citado comenta que, con el gobierno de Cambiemos, continuó la fuerte expansión en la estructura del sector público a nivel nacional iniciada en el año 2003. Así, solo entre 2015 y 2017, el número de ministerios pasó de 17 a 21, superando incluso a los 20 de la vecina Bolivia bajo la administración de Evo Morales, un fuerte crítico de la reducción del Estado que se endilga al mentado "neoliberalismo". Esta expansión ministerial tuvo su correlación con el número de Secretarías y Subsecretarías, lo cual a su vez llevó al incremento en la nómina de empleados públicos en la referida estructura organizacional de la administración central. El siguiente gráfico publicado en el documento del CIPPEC resulta esclarecedor al respecto:

Gráfico n° 27

40 Ministerio de Hacienda www.minhacienda.gob.ar/datos/. Base de Datos Económicos Agregados (Series de Tiempo). Intercambio Comercial Argentino. Recuperado de <https://apis.datos.gob.ar/series/api/dump/sspm/series-tiempo.xlsx>

41 Gasparin, J. y Diéguez, G. (julio de 2018) GPS del Estado: radiografía de 2017-2018. Documento de Políticas Públicas / Análisis N°206. Buenos Aires: CIPPEC.

Evolución en la estructura organizacional de la Administración Central (2015-2018)



[Fuente gráfico: Gasparin, J. y Diéguez, G. (julio de 2018) GPS del Estado: radiografía de 2017-2018. Documento de Políticas Públicas / Análisis N°206. Buenos Aires: CIPPEC. (p 05)]

Se desprende del gráfico que entre noviembre de 2015 y marzo de 2018 la cantidad de autoridades superiores (ministros, secretarios y subsecretarios) se incrementó un 5,57% y la de los funcionarios de la alta dirección pública un 5,55%. No se trató, claro está, de cantidades sorprendentes, pero tal incremento contribuyó a alimentar la percepción de que el camino elegido era contrario al requerido para la corrección de los desequilibrios fiscales y para la consecuente reducción del peso estatal sobre el sector privado.

Cabe agregar, además, que el informe del CIPPEC no sólo había dirigido su crítica al aumento de la estructura estatal, sino también al componente discrecional y político en las designaciones de los cargos, tanto por parte del gobierno actual como de los tres anteriores. Al respecto se puede leer entre sus conclusiones:

"Desde inicios del 2002 hasta la actualidad, la función directiva en la Administración Pública Nacional ha sido cubierta centralmente a través de las designaciones transitorias de las posiciones con funciones jerárquicas superiores. Esta modalidad -que tiene un corte discrecional y netamente político en tanto posibilita la excepción de los requisitos profesionales para ocupar cargos de directivos públicos- comenzó a instrumentarse a principios de 2002, se consolidó progresivamente durante los gobiernos de Néstor Kirchner y Cristina Fernández, y se extendió también como modalidad en la administración de Mauricio Macri." (p.10)

Dado que una de las cuestiones más complicadas de la pesada herencia dejada por la gestión anterior fue el aumento del tamaño del Estado y su consecuente efecto incremental en el gasto

público, tema ya analizado anteriormente en este trabajo, se puede afirmar que, en cuanto a la estructura organizacional de la administración central, el gobierno de Cambiemos también ha estado llevando a cabo un gradualismo al revés, afectando el logro del equilibrio en las finanzas públicas.

Evidentemente los funcionarios del gobierno buscaban brindar una imagen de mayor eficiencia, transparencia y dinamismo en el funcionamiento del Estado, en comparación a la corrupción e ineficiencia de la gestión saliente, sin advertir que el problema no se limitaba a la corrupción o a la falta de pericia, sino que se extendía al tamaño de la estructura del Estado. Esa falta de advertencia complicó el camino hacia la corrección de los desequilibrios macroeconómicos heredados.

2.2.9. Incorrecta aplicación del sistema de metas de inflación

El famoso economista José Luis Espert llegó a calificar al sistema de metas de inflación para el caso argentino como una "metodología estrambótica".⁴² Por supuesto, no todos los economistas locales fueron tan severos en la apreciación de la estrategia anti inflacionaria adoptada. Lo cierto es que, estrambótica o no, las metas anunciadas por el ministro Prat Gay estuvieron muy lejos de poderse cumplir, lo cual llevaría a más de uno a desconfiar de la eficacia de tal sistema de combate contra la inflación. Más allá de toda crítica al pobre desempeño que tuvo el mismo para el caso que estamos analizando, es necesario que, antes de culpar al sistema de metas por sí mismo, se compare el fracaso local con lo sucedido en otros países que aplicaron el mismo mecanismo.

El sistema de metas de inflación o "Inflation Targeting" fue implementado por primera vez en Nueva Zelanda en el año 1990, resultando su aplicación muy exitosa. Sucesivamente se fue implementando en otros cuantos países. Al respecto, un informe del Instituto Provincial de Estadística y Censos (IPEC) de Santa Fe presenta 35 casos de aplicación del sistema y sus resultados.⁴³

Dicho trabajo citado informa que en los 5 años previos a la implementación del "Inflation Targeting" la inflación neozelandesa promedio anual fue de 11,3% y en los 5 primeros años de su aplicación la inflación promedio anual bajó a 2,2%. Por lo que la metodología demostró un contundente éxito inicial. Luego, y en el mismo año, Chile decide su implementación, reduciendo el promedio anual de 20,4% correspondiente a los 5 años anteriores a 17,5% de promedio para los primeros 5 años de implementación del sistema. Aunque menos espectacular y convincente que el caso neozelandés, la inflación efectivamente se redujo.

Luego se observaron varios casos más, entre ellos Canadá (1991), Israel (1991), Reino Unido (1992), Australia (1993) etc.

¿Cómo les ha ido a nuestros vecinos con su aplicación? Al respecto, compararemos la inflación promedio anual de años anteriores al inicio del "Inflation Targeting" con el promedio correspondiente a los años de su aplicación para algunos países de la región.

Así, además del ya mencionado caso de Chile, el sistema se aplicó exitosamente en Brasil (1999), México (2001), Perú (2002) y Uruguay (2007). En el caso de Brasil, según un informe de

42 Espert, J.L. 12 de enero de 2018. ¿Por qué no baja la inflación?. Infobae. Recuperado de <https://www.infobae.com/opinion/2018/01/12/por-que-no-baja-la-inflacion/>

43 Instituto Provincial de Estadísticas y Censos. Noviembre de 2017. METAS DE INFLACIÓN ("Inflation Targeting"): de la teoría a su aplicación en Argentina. Santa Fe: IPEC. Recuperado de <https://www.santafe.gob.ar/index.php/web/content/download/242880/1279778/version/2/file/metas+inflacion.pdf>

S&P Global Ratings⁴⁴, durante su aplicación (2000-2016) la inflación promedió el 6,8%, previo a su implementación (1995-1999) la misma fue de 19,3% en promedio. En México el promedio de inflación durante el sistema (2001-2016) fue de 4,2%, previo a su aplicación (1995-2000) promedió el 22%. En Perú durante su aplicación (2002-2016) la inflación promedio fue 3%, previamente (1981-2001) promediaba 606.4%. Y en el caso de Uruguay, la inflación promedio fue de 8,1% durante las metas de inflación (2007-2016), previo a ellas (1981-2006) fue de 41,8% en promedio. De estos datos podría deducirse que el éxito del "Inflation Targeting" no tiene tanto que ver con el grado de desarrollo del país que lo aplica. Pero entonces ¿Con qué tiene que ver? Sobre este punto, y siguiendo un trabajo de PAPP, Paula (2002),⁴⁵ podemos comentar algunos requisitos de implementación exitosa:

- Independencia del Banco Central: Al respecto, el trabajo citado de Papp, aunque publicado en 2002, afirma con plena vigencia:

"Para que sea posible, no deben presentarse síntomas de "predominio fiscal", es decir, los préstamos del Banco Central y del sistema bancario al sector público deben ser escasos o nulos a la vez que los mercados financieros ser lo suficientemente activos para absorber colocaciones de deuda pública; así el gobierno no depende de los ingresos generados por la emisión monetaria. De no cumplirse con estas condiciones, los desequilibrios fiscales generarán presiones inflacionarias y llevarán a que la política monetaria actúe en forma acomodaticia."

Efectivamente, la condición recién mencionada no se cumplió. El desequilibrio fiscal persistente llevó al BCRA a actuar de manera "acomodaticia" e inconsistente con respecto a las ambiciosas metas de inflación anunciadas.

- Evitar objetivos múltiples: El objetivo principal debe ser el cumplimiento de la meta inflacionaria. Como se explicará luego, la conferencia del 28 de diciembre de 2017 hirió la percepción de que el objetivo dominante en la política del BCRA fuera el cumplimiento de las metas inflacionarias.
- Metas de inflación explícitas: Las metas para el corto y mediano plazo se anuncian públicamente. Tal como se mencionó anteriormente, se establecieron en términos de rangos objetivo para los siguientes 4 años. También debe especificarse cuál es la variable operativa que se manipulará para su cumplimiento, que en el caso analizado fue la tasa de interés de referencia de corto plazo.
- Compromiso institucional: por parte de la autoridad monetaria, siguiendo reglas estrictas para el logro de las metas anunciadas.

Además de estos importantes requisitos, la política monetaria debe ser transparente, de modo que los agentes económicos formen sus expectativas en concordancia a las metas anunciadas y puedan comprender cómo las variables operativas utilizadas por la autoridad monetaria se correlacionan con el logro de los compromisos asumidos. Como se puede ver, la confianza por parte del público y la rendición de cuentas estricta por parte del Banco Central son indispensables para

44 Cottani J; Oliveros-Rosen E. 8 de noviembre de 2016 "Metas de inflación en América Latina: ¿Qué hemos aprendido?". S&P Global Ratings. Recuperado de https://www.spratings.com/documents/20184/1491337/ER_LA_Noviembre8_2016_MetasdeinflacionenAmericaLatinaQuehemosaprendido/db2ba999-68dc-4ead-af2c-9b081d96854e (p. 03)

45 Papp, Paula I. Junio 2002. Control de la Inflación en Argentina . Econlink (06 de Jul de 2012).

Recuperado de: <https://www.econlink.com.ar/economia/inflacion/inflacion.shtml> (Consultado el 05 de Abr de 2019)

que el sistema resulte exitoso.

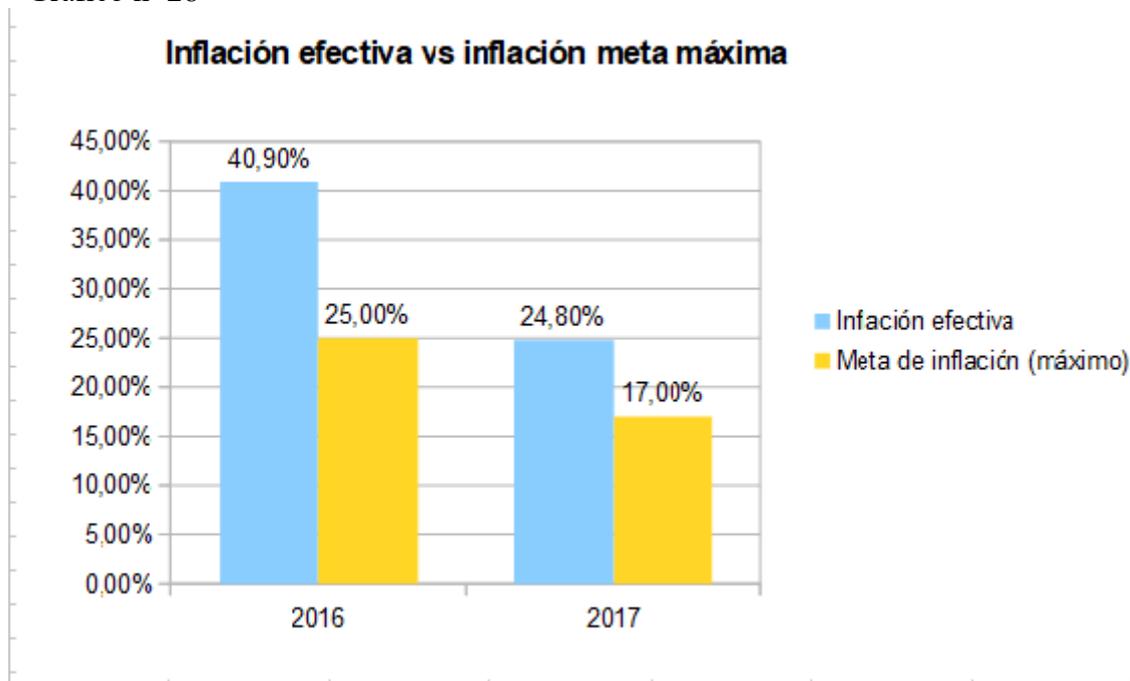
Y por supuesto, la coordinación con la política fiscal. Si la corrección fiscal lleva un ritmo desacoplado del pretendido para la estabilización monetaria, los resultados podrían no ser satisfactorios. La corrección fiscal lenta exige a la autoridad monetaria un esfuerzo enorme de esterilización para poder acercarse a las metas inflacionarias, aumentando el endeudamiento de la entidad y generando problemas en el resultado cuasifiscal. Situación insostenible que alienta presiones sobre el tipo de cambio.

En general, se podría suponer que el público argentino, a grandes rasgos podía comprender el sistema dada su sencillez, y podríamos concederle al gobierno cierto grado de transparencia, pues la lógica instrumentada era sencilla: si la inflación se proyectaba por encima del límite superior del rango, se subía la tasa; si en cambio se proyectaba por debajo, la tasa se bajaba. Pero la falta de coordinación de los objetivos monetarios con el "hipergradualismo" fiscal y la confusa conferencia del 28 diciembre de 2017 llevaron a una crisis de credibilidad, al fracaso y posterior abandono del sistema.

Además, la no muy buena reputación del Banco Central debido a la lamentable historia inflacionaria argentina, conspiró en contra de la eficacia del plan antiinflacionario. La desconfianza en la moneda local, tiene su fundamento histórico. Este punto se ampliará más adelante en este trabajo.

En el siguiente gráfico se comparan las metas de inflación (límite superior del rango objetivo) con la inflación efectiva:

Gráfico n° 28



(Elaboración propia en base a INDEC y a Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas)

Se observa que la inflación en el primer año del plan gradualista fue 15,9 puntos porcentuales superior a la meta anunciada (nivel máximo). Este desajuste provocó que las expectativas de los agentes privados se corrigieran al alza para el año 2017. Es decir, el Banco

Central ya no podía controlar las expectativas en consonancia a las metas anunciadas al inicio del plan, lo cual llevaría a un problema de inconsistencia temporal planteado por el siguiente interrogante: ¿Debía buscarse el cumplimiento rígido del 17% anunciado para 2017 como nivel máximo de inflación o sería mejor suavizar la contracción monetaria para evitar efectos negativos en el nivel de actividad? Independientemente de la forma en que los hacedores de la política macroeconómica hayan respondido a esta pregunta, no pudieron lograr el rescate de la credibilidad para evitar así que el sistema implementado naufragara. En efecto, el año 2017 registró una inflación 7,8 puntos porcentuales por encima de la meta máxima.

En base a esto, surge otra pregunta de carácter más general: ¿el sistema de metas de inflación es esencialmente bueno o es malo? Podríamos argumentar que no es malo si se dan las condiciones necesarias para su aplicación, las cuales no se dieron para el caso argentino. De todas formas, a pesar del mal resultado del primer año, y de lo lejos que estuvo el año 2017 de la meta, calificar rotundamente de fracaso una baja de 40,9% a 24,8% en la inflación de un año a otro, es decir una baja anual de 16,1 puntos porcentuales, sería quizá algo injusto, pero tampoco puede ser festejado como un éxito, los resultados observados estuvieron muy lejos de las metas.

En el gráfico siguiente se ilustra la inflación mensual desde el mes de asunción del nuevo gobierno hasta abril de 2018, mes de inicio de la crisis cambiaria:

Gráfico n° 29

Inflación mensual
Diciembre 2015 a Abril 2018



(Elaboración propia en base a INDEC excepto para datos desde diciembre de 2015 hasta abril de 2016 para los cuales se recurrió al índice "Inflación Congreso")

Nótese el fuerte incremento en la inflación mensual que se produce al comenzar el año 2018. El último mes de 2017 registró un 1,8% de inflación mensual, bastante por debajo del 2,4% de enero y febrero del año siguiente, y del 2,3% y 2,7% de marzo y abril respectivamente. Para entender, al menos en parte, el brusco cambio ascendente en el nivel de precios, debe analizarse la histórica conferencia del 28 de diciembre de 2017 y sus efectos nocivos en la credibilidad de la conducción del Banco Central de la República Argentina e incluso sobre el plan económico en su totalidad. Tal análisis se realiza a continuación.

2.2.10. Conferencia del 28 de diciembre de 2017: ilusión de la curva de Phillips y punto de quiebre

El día 28 de diciembre de 2017 se produce una conferencia por parte de cuatro importantes funcionarios del gobierno: el Jefe de Gabinete, los ministros de Hacienda y de Finanzas, y el presidente del Banco Central. En la misma, en la cual tuvo un rol protagónico el Jefe de Gabinete de ministros Marcos Peña, se anunció un cambio en las metas de inflación que pasaron del rango 8-12% o diez por ciento de promedio para 2018 al 15%, en sintonía con el 15,7% previsto en el presupuesto. Para el año 2019 la nueva meta anunciada fue del 10% y del 5% para el 2020. En el esquema original el 5% de inflación anual como promedio del rango, estaba previsto para 2019, con este anuncio tal objetivo se posterga un año.

En defensa del nuevo esquema se argumentó que el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) esperaba un 16,6% de inflación para 2018, y que el relajamiento de las metas permitiría bajar las tasas de interés para impulsar la actividad económica.

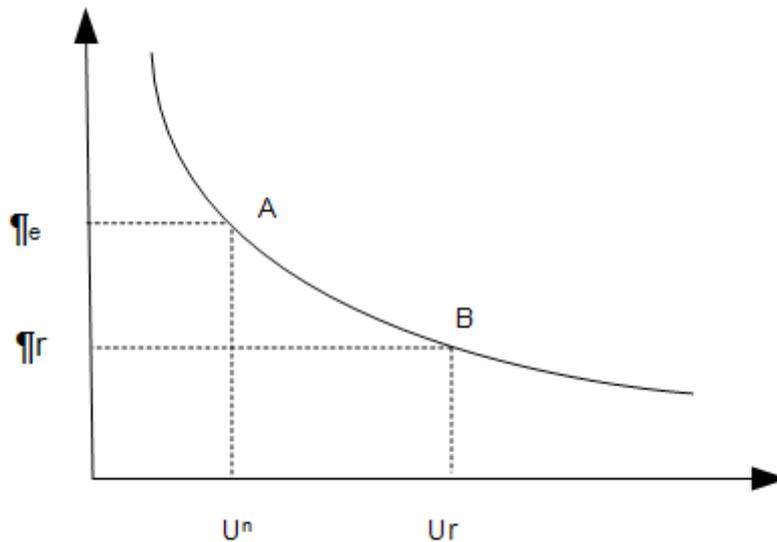
Debe enfatizarse que entre los requisitos principales para el buen funcionamiento del sistema de metas de inflación se encuentran: la independencia del Banco Central, su credibilidad por parte del público, y el firme compromiso institucional con las metas inflacionarias. Estos requisitos quedaron severamente dañados tras la conferencia, en la cual se percibió un avance del Jefe de Gabinete sobre la autoridad del presidente del BCRA, quien tuvo un papel menos predominante en la misma, en su calidad de "invitado".

El compromiso institucional con las metas inflacionarias implica que la autoridad monetaria tiene como único o principal objetivo lograr las metas inflacionarias, subordinándose cualquier otro objetivo al cumplimiento del principal. La conferencia dejó dudas al respecto. ¿No se estarían subordinando los objetivos de inflación al impulso del crecimiento económico?

Como se mencionó, el presupuesto preveía una inflación de 15,7% para el año 2018, por lo tanto, los agentes económicos habrían incorporado a sus expectativas esa cifra al menos. Si los contratos laborales, incorporaban entonces, una expectativa inflacionaria similar a la prevista en el presupuesto, y el Banco Central se aferraba a la meta logrando una inflación menor a la prevista en tales contratos, los salarios reales habrían aumentado, lo que a su vez habría tenido efectos negativos en el nivel de empleo. El temor a este escenario sería una de las motivaciones de Jefatura de Gabinete para presionar al Banco Central de modo de lograr el corrimiento al alza de las metas de inflación.

Probablemente, los economistas que asesoraban al Jefe de Gabinete, críticos ellos de la gestión de Federico Sturzenegger como se pudo posteriormente saber, advirtieron a aquel del riesgo que para el nivel de empleo tendría una inflación menor a la esperada, y también, probablemente recurrieron para convencerlo a la conocida curva de Phillips:

Gráfico n° 30. Curva de Phillips



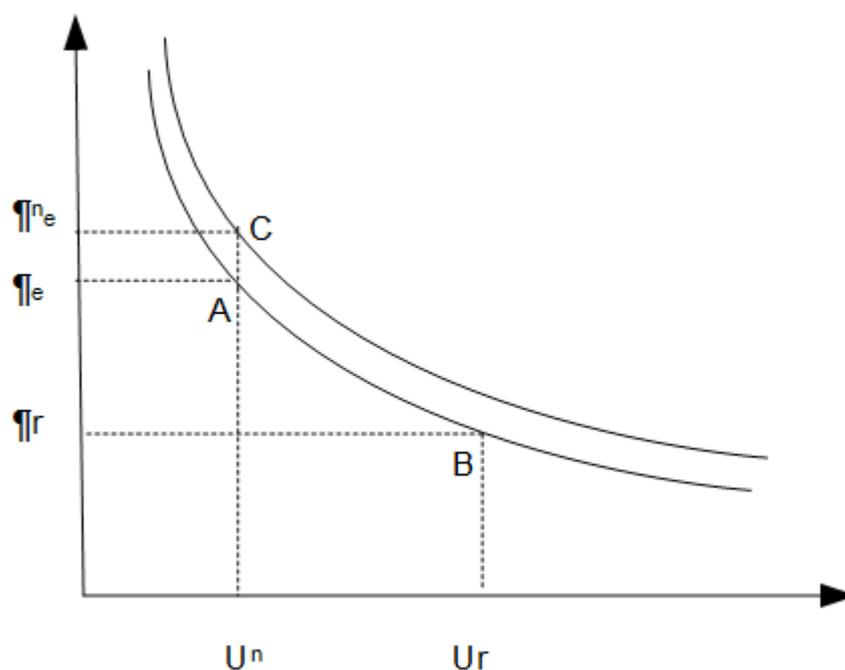
(Elaboración propia)

El punto A de la curva se corresponde a las expectativas inflacionarias, las cuales se relacionan con el nivel de desempleo U^n . Si el Banco Central se mantuviera firme en sus metas y lograra una inflación de π_r , menor a la prevista por los contratos laborales, entonces el nivel de desempleo ascendería a U_r , y la economía se ubicaría en el punto B de la curva. Los temores del Jefe de Gabinete, ante esta posible situación, haya éste o no observado la curva de Phillips, lo habrían llevado a presionar al Banco Central para que recalibre las metas de inflación al alza, y todo ello anunciado de una manera muy burda, mediante una conferencia de prensa donde el presidente del Banco Central tuvo un papel secundario, y el Jefe de Gabinete un elevado protagonismo tratándose de un anuncio preponderantemente monetario.

El mercado esperaba, como se dijo, 16,6% de inflación para el año 2018, pero lo que no habría tenido en cuenta el Jefe de Gabinete es que tal pronóstico era acorde a la meta original de 8-12%, si la nueva meta era 15% ¿no se corregirían al alza las expectativas inflacionarias, muy por encima de esta nueva meta? En tal caso la curva original se desplazaría y el logro de la inflación esperada inicial se correspondería a un nivel de desempleo más elevado que el U^n inicial. A la vez que la nueva inflación π_e^n para el logro del mismo nivel de desempleo U^n , sería mayor, posición del punto C en la curva de Phillips deslaza ante un cambio de expectativas:

:

Gráfico n° 31. Curva de Phillips desplazada



(Elaboración propia)

Este último gráfico incorpora la crítica monetarista a la curva de Phillips original. Según los monetaristas, liderados por el nobel de economía (1976) Milton Friedman, al aumentar las expectativas inflacionarias por parte de los agentes económicos, considerados racionales, la curva no presentará a largo plazo la relación negativa entre desempleo e inflación propia de su formulación original, sino que se volverá vertical. En nuestro gráfico la recta vertical de largo plazo sería la correspondiente a los puntos $(U^n; \pi_e)$ y $(U^n; \pi_e^n)$. Jefatura de Gabinete no habría tenido en cuenta esta última relación, subestimando la capacidad de adaptación de las expectativas inflacionarias por parte de los agentes económicos.

La conferencia del 28 de diciembre, que buscó mostrar coordinación y llevar tranquilidad, terminó generando aún más dudas sobre el plan antiinflacionario. Al respecto, ese mismo día, el mediático economista Javier Milei realizó una crítica tan devastadora como profética:

"Eso significa que hay un BCRA politizado. Así que perdió credibilidad y no podrá bajar la inflación. ¿Por qué? Al haber avanzado la jefatura de Gabinete sobre el BCRA poniéndole una meta de inflación más alta, van a presionar para que baje la tasa de interés. Y cuando esto ocurra, la gente va a empezar a salir de las Lebacs y se va a consolidar una corrida contra la moneda, es decir, irán a comprar dólares. Con lo cual habrá inflación y devaluación..."⁴⁶

2.2.11. Pérdida de confianza ante debilidad o ausencia de reformas estructurales

46 Iprofesional.com. 28 de diciembre de 2017. Javier Milei: Si yo fuera Sturzenegger, renunciaría hoy mismo. Recuperado de <https://www.iprofesional.com/notas/261047-bcra-indec-presupuesto-dolar-economia-tipo-de-cambio-federico-sturzenegger-actividad-javier-milei-Javier-Milei-sobre-las-nuevas-metas-de-inflacion-Si-yo-fuera-Sturzenegger-renunciaria-hoy-mismo>

Ya comenzado el año 2018, empresarios e inversores varios, tanto nacionales como extranjeros, comenzaron a desconfiar de la capacidad del gobierno para solucionar los desequilibrios que arrastraba la economía nacional, tales como el déficit fiscal y de cuenta corriente, así como la pesada carga tributaria y regulatoria. Las llamadas "reformas estructurales" seguían pendientes y no se observaba determinación, ni capacidad suficiente para emprenderlas. Debe reconocerse en favor del gobierno que tampoco existía apoyo político para llevar adelante tales reformas y se observaba además una feroz resistencia por parte de ciertos sectores. Con la expresión "reformas estructurales" se hacía y se sigue haciendo referencia a aquellas que deben ser llevadas a cabo para dotar de mayor competitividad, equidad y prosperidad en general a nuestro país, y poder colocarlo así entre las naciones más avanzadas del planeta en cuanto a sus indicadores socioeconómicos. Estas reformas abarcan varios ámbitos, se comentarán 3 de ellas que se consideran urgentes, sin restar importancia a las demás:

2.2.11.1. Reforma laboral: Se ha instalado como tema de discusión la necesidad de una reforma laboral que contemple el mayor dinamismo y flexibilidad que exigen los nuevos tiempos, en los cuales adquiere cada vez más importancia el trabajo a distancia, la robotización y el empleo de tiempo parcial. Es clave, además, la reducción de la litigiosidad y de los costos extra salariales, de manera de lograr una legislación más moderna y flexible que permita dotar de mayor impulso al mercado laboral y pueda otorgar a las empresas, sobre todo a las pymes, mayor competitividad y certidumbre.

Como explica la Microeconomía, el salario real está dado por lo que se conoce como Productividad Marginal del Trabajo, esto implica que los sobre costos laborales en aportes patronales, cuotas sindicales, y provisiones por posibles juicios e indemnizaciones, no pueden salir sino de la misma productividad laboral, es decir, los paga el propio trabajador asalariado. Si éstos sobre costos fueran menores, entonces mayor sería el salario neto percibido por el asalariado cada mes. En símbolos:

$$PMGL \times P = W$$

Siendo PMGL: Producto marginal del trabajo.

P: Precio del producto.

W= Salario nominal.

Si los sobre costos laborales llevan al costo total de contratación a un nivel superior al valor de la productividad marginal (PMGL x P) entonces se producirán despidos hasta que se restablezca la ecuación, esto es debido a que la curva correspondiente es descendente con respecto a la cantidad de trabajo contratado. Por lo tanto, una reforma que disminuya los costos extra salariales impuestos por nuestra legislación laboral debería traducirse en una disminución del desempleo y del empleo no registrado. El nivel de desempleo ha sido particularmente preocupante durante estos últimos años. Al respecto, la cifra informada por el INDEC para el primer trimestre de 2018, es decir, previo a la crisis cambiaria, fue de 9,1% de la población económicamente activa, naturalmente, luego de la crisis esta cifra empeoraría. La reforma laboral es entonces una de las reformas estructurales postergadas, que además de reducir el desempleo traería consigo un gradual incremento en los salarios reales producto del mayor dinamismo que imprimiría en el sector privado una legislación laboral menos rígida.

La deseable dinamización del mercado laboral podría requerir, entre otras cosas, de: mayor descentralización en las negociaciones laborales para que las condiciones pactadas en los contratos contemplen las distintas realidades de empresas y tipos de trabajadores, en lugar del actual

mecanismo de convenios colectivos de trabajo de imposición generalizada; contratos especiales para quienes no tengan experiencia laboral y por lo tanto posean desventaja al momento de la búsqueda de empleo, tales contratos deben implicar mayor flexibilidad y promover a su vez la capacitación de los ingresantes; y tal como se mencionó, una disminución de los costos extra salariales para disminuir el desempleo e incrementar gradualmente el salario real.

2.2.11.2. Reforma previsional: El sistema previsional, además de orientarse al logro de jubilaciones y pensiones dignas, debe ser sustentable. Al respecto, el Australian Centre for Financial Studies (ACFS) analizó el estado de los sistemas de pensión de 30 países, incluyendo a la Argentina, en su informe Melbourne Mercer Global Pension Index 2017⁴⁷. Se consideraron tres características: suficiencia, sustentabilidad e integridad. La Argentina obtuvo el peor puntaje de los 30 países evaluados. El centro de estudios recomienda, entre otras cosas, elevar la edad de retiro en los sistemas estatales y que se generen mecanismos que permitan aumentar el nivel de ahorro privado.

El planteamiento de la falta de sustentabilidad del sistema adquirió mayor fuerza a raíz de las moratorias previsionales otorgadas en 2006 y luego extendidas en 2014, las cuales elevaron enormemente el número de beneficiarios. Bajo este esquema se han otorgado alrededor de 3,5 millones de jubilaciones a personas que no tenían acreditados los aportes correspondientes, lo cual ha demandado y continúa demandando un enorme esfuerzo fiscal.

Una discusión más amplia abarcaría la puesta en cuestión de la propia conveniencia del sistema previsional conocido como "de reparto", el cual rige en nuestro país luego de la estatización de las AFJPs (Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones) en el año 2008. En efecto, el sistema de Reparto, no está estrictamente basado en el ahorro, sino en impuestos pagados por los trabajadores en actividad para financiar el pago de los jubilados de ese momento corriente, por lo que no existe una cuenta de ahorro individual perteneciente a cada aportante. Dado que la esperanza de vida es cada vez mayor, principalmente gracias a los constantes avances en medicina, y que se observa un incremento en la proporción de jóvenes que ingresan a edades más avanzadas al mercado laboral debido al seguimiento de estudios terciarios, la cantidad de trabajadores activos disminuye en relación a la cantidad de jubilados. Esto vuelve al sistema inviable. Tal inviabilidad se agrava cuando el nivel de desempleo se encuentra elevado o existe gran cantidad de trabajadores en la informalidad sin realizar aportes al sistema, situación frecuente en nuestro país.

2.2.11.3. Reforma fiscal: La elevada carga impositiva que sufren empresas y consumidores atenta contra la competitividad de las primeras y erosiona el poder adquisitivo de los segundos. Según cálculos del Banco Mundial⁴⁸, la tasa tributaria total (impuestos nacionales, provinciales y municipales más las cargas sociales) medida como porcentaje de las utilidades comerciales fue de 106% en el año 2017. El gráfico siguiente muestra la evolución de este índice desde 2012 a 2017 para la Argentina y el mundo:

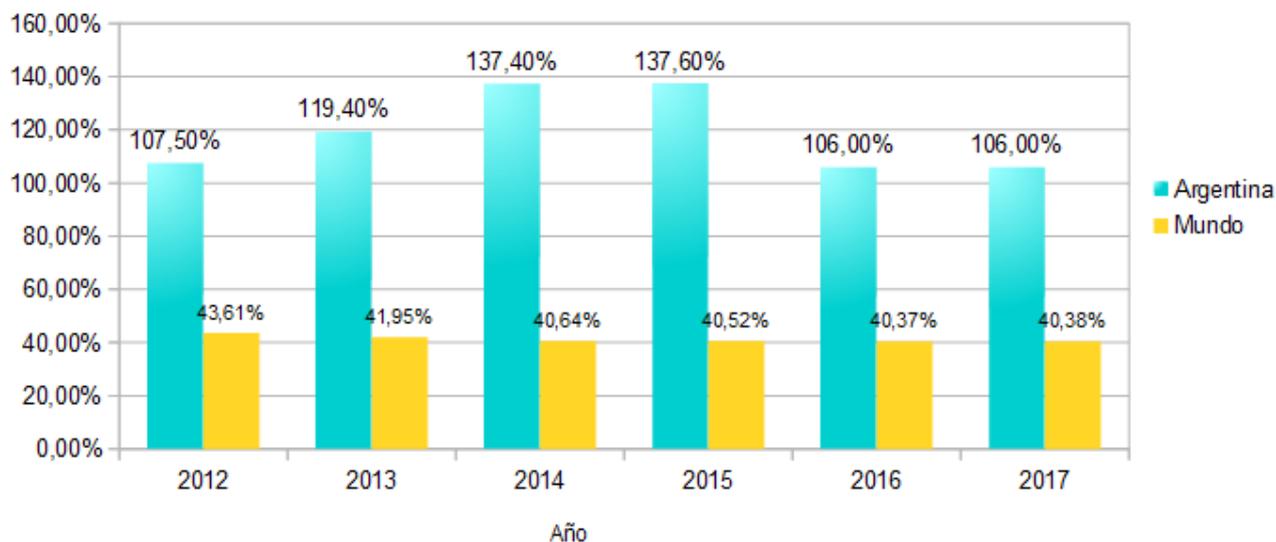
Gráfico n° 32

47 Mercer (2017), Melbourne Mercer Global Pension Index, Australian Centre for Financial Studies, Melbourne

48 Banco Mundial. Tasa tributaria total (% de utilidades comerciales). Proyecto Doing Business. Recuperado de <https://datos.bancomundial.org/indicador/IC.TAX.TOTL.CP.ZS?view=map&year=2017>

Tasa tributaria total sobre utilidades comerciales

Argentina vs el mundo



(Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial)

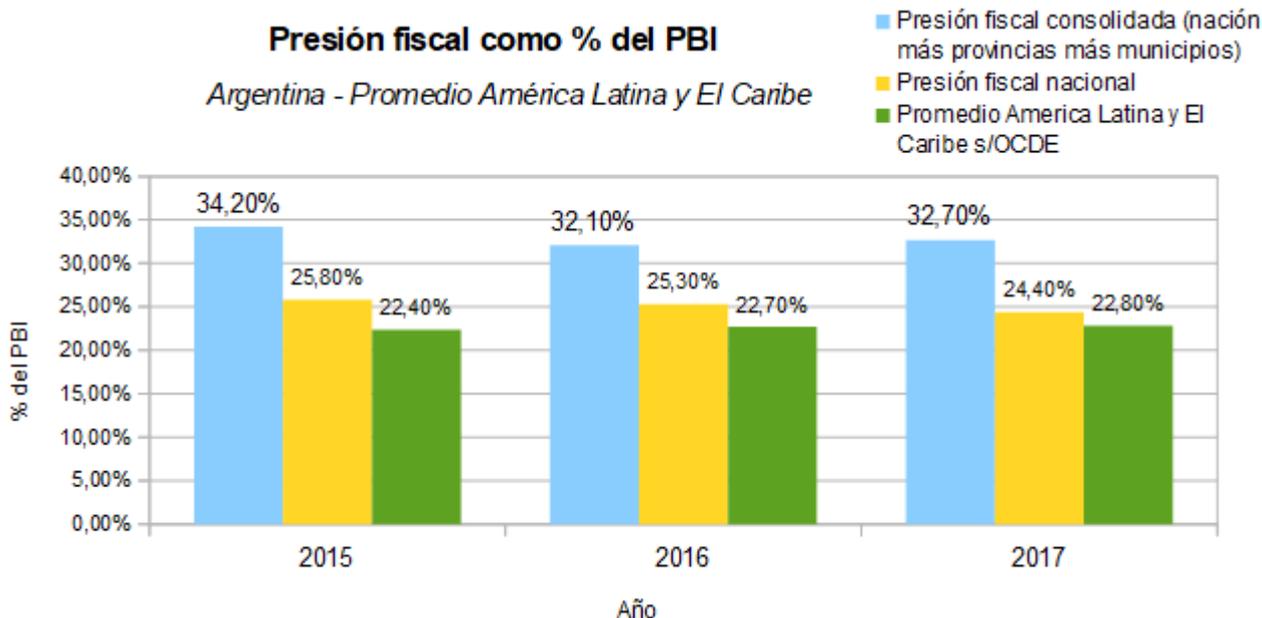
El gráfico informa que la nueva administración redujo la tasa tributaria total medida como porcentaje de las utilidades comerciales, sin embargo, continuó excesivamente alta en relación a la cifra mundial.

Otra forma de medir la presión fiscal, como ya se ha exhibido en este trabajo, es considerando ésta como porcentaje del PBI. Así, según un informe del Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, la presión impositiva consolidada (nación más provincias más municipios) fue de 32,7% en 2017, mayor al 32,1% de 2016, y levemente menor al 34,2% de 2015⁴⁹ (esta última cifra no difiere significativamente de la informada anteriormente para el mismo año acorde a los cálculos de IERAL). Puede considerarse como parámetro de comparación la presión tributaria efectiva que registró el promedio de América Latina y el Caribe, esta cifra en 2016 fue de 22,7% y en el año 2017 llegó al 22,8% según datos de la OCDE. La carga tributaria nacional, según el informe anteriormente citado del Consejo Profesional, ascendió al 24,4% del PBI en 2017, algo menor al 25,3% en 2016 y al 25,8% heredado en 2015⁵⁰. Veamos estos datos gráficamente:

Gráfico n° 33

49 Argañaraz, N.; Barraud, A. Octubre 2018. Estado Grande e Impuestos Pesados. Proyección Económica. Año VII | Edición N° 11. Buenos Aires: Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. (p. 21)

50 *Ibíd.* (p. 16)



(Elaboración propia en base a informe del Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y a datos de la OCDE en <https://stats.oecd.org/>)

Debe considerarse que la gravedad de la presión fiscal en el país también comprende la gran complejidad de nuestro sistema tributario, en este sentido la Fundación Libertad y Progreso enumeró 100 impuestos, tasas y contribuciones que pesaban sobre el contribuyente en el año 2018⁵¹.

El peso y la complejidad de nuestro sistema impositivo demandan una reforma integral, ambiciosa y abarcativa de todos los niveles del Estado para dotar de mayor competitividad al sector privado, favoreciendo el crecimiento, el empleo y en consecuencia el valor y la confianza en la moneda local. Por supuesto, esta reforma impositiva debe ir de la mano de la reducción del nivel de gasto público, tema sobre el que se ha comentado anteriormente en este trabajo.

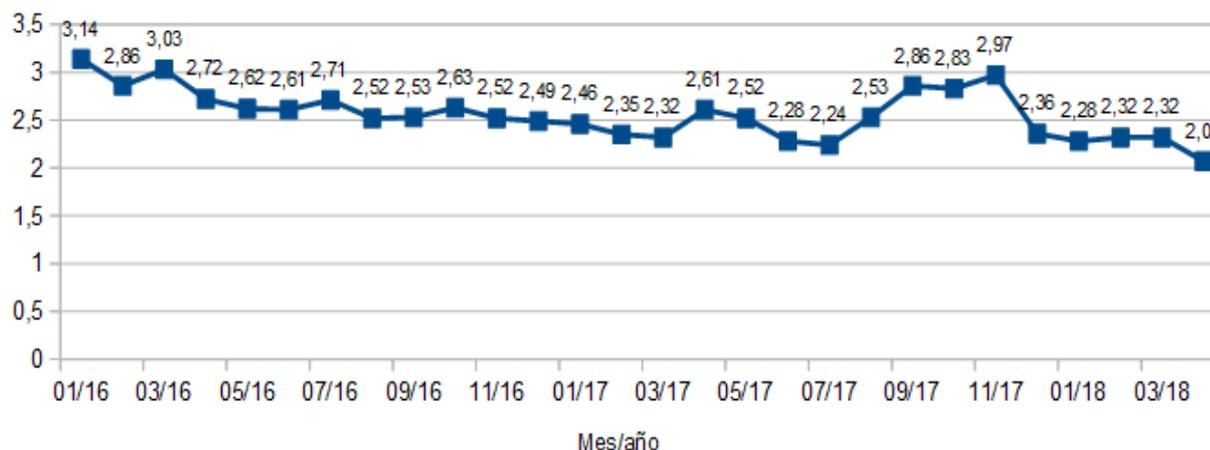
Como se mencionó, estas 3 reformas no agotan lo que se conoce como "reformas estructurales", también se proponen deseables reformas en el sistema de salud, en la educación, en la integración de nuestra economía en el comercio internacional, en la estructura y eficiencia del Estado, así como la ampliación y dinamismo del sistema financiero local, entre otras. El tema es muy abarcativo y complejo y excede este trabajo. Lo que se busca transmitir aquí es que la ausencia o debilidad de las reformas llevadas a cabo por el gobierno de Mauricio Macri, en el cual se depositaron enormes expectativas de realización, fue provocando una erosión en la confianza por parte de ahorristas e inversores, tanto nacionales como extranjeros y demás actores económicos de relevancia. Tal pérdida de confianza puede reflejarse en la medición de la Universidad Torcuato Di Tella, que se llama justamente Índice de Confianza en el Gobierno (ICG), el cual tiene un valor mínimo de cero y un valor máximo de cinco puntos, veamos su evolución desde el primer mes del gobierno de Cambiemos hasta abril de 2018:

Gráfico n° 34

51 Etchebarne, A.; Julio 11, 2018. Los 100 impuestos, tasas y contribuciones que destruyen la competitividad de Argentina. Recuperado de: <http://www.libertadyprogresonline.org/2018/07/11/los-100-impuestos-tasas-y-contribuciones-que-destruyen-la-competitividad-de-argentina/>

Índice de Confianza en el Gobierno

Desde inicio de gobierno de Cambiemos hasta mes de inicio de crisis cambiaria



(Elaboración propia en base a datos de Universidad Torcuato Di Tella)⁵²

Se observa que el gobierno partió con 3,14 puntos de confianza, el cual fue su máximo. El mínimo del período analizado fue justamente el del último mes, abril de 2018, cuando se inicia la crisis. Por lo que perdió 1,07 puntos, un 34,07% de caída.

Por supuesto, esta merma en la confianza en el gobierno no indica que todos los desencantados estén de acuerdo acerca de cuáles deben ser las reformas estructurales a emprender o en cómo éstas deben ser llevadas a cabo, pero sí refleja en gran medida la pérdida o disminución de la esperanza en que el gobierno tenga la capacidad de encarar reformas de importancia para que el país pueda salir de su relativo estancamiento. Así explica el índice la Universidad Torcuato Di Tella:

"El ICG tiene como objetivo medir la evolución de la opinión pública respecto de la labor que desarrolla el gobierno nacional. Está diseñado de forma de captar lo que los ciudadanos piensan respecto de aspectos esenciales del gobierno nacional, a partir de la estimación de cinco dimensiones: 1. La imagen o evaluación general del gobierno. 2. La percepción sobre si se gobierna pensando en el bien general o en el de sectores particulares. 3. La eficiencia en la administración del gasto público. 4. La honestidad de los miembros del gobierno. 5. La capacidad del gobierno para resolver los problemas del país."⁵³

La notable pérdida de confianza tuvo, por supuesto, efectos económicos que afectaron negativamente la demanda de moneda nacional. Los errores de política económica ya comentados, como la conferencia del 28 de diciembre de 2017, la descoordinación entre la corrección fiscal y la corrección monetaria, entre otros, permiten comprender a grandes rasgos por qué se produjo la citada pérdida de credibilidad y gran parte de los motivos por los cuales la tan ansiada "lluvia de inversiones" nunca llegó, y cómo en cambio se generó el escenario propicio para la crisis cambiaria que terminaría abruptamente con el plan gradualista de corrección macroeconómica.

52 Universidad Torcuato Di Tella. Índice de Confianza en el Gobierno (ICG). Escuela de Gobierno. Recuperado de https://www.utdt.edu/ver_contenido.php?id_contenido=1351&id_item_menu=2970

53 Ibid.

2.3. Aspectos contextuales desfavorables

Los errores de política económica cometidos por el gobierno fueron varios y notorios, como se acaba de ver. No se busca negar en este trabajo que también hubo muchos e importantes aciertos, tales como logros diplomáticos, ostensibles mejoras institucionales, incluso medidas económicas acertadas como por ejemplo la eliminación de los controles cambiarios; ni mucho menos se pone aquí en duda las buenas intenciones para la corrección de los graves problemas heredados. Como se ha mencionado, el motivo de este trabajo es explicar las causas de la crisis cambiaria, y ello lleva a enfatizar en los errores cometidos y no en los aciertos, que por supuesto los hubo. Además de los ya citados desaciertos en política económica y del inoportuno impuesto a la renta financiera que se analizará más adelante, hubo factores contextuales desfavorables sobre los cuales el gobierno no poseía ningún tipo de control. Éstos hacen que, en cierta medida, las culpas fueran compartidas entre el gobierno argentino (incluyendo la administración anterior) y las imposiciones contextuales. Hubo principalmente dos restricciones: el fenómeno de economía internacional denominado comúnmente como "Fly to Quality" y condiciones climáticas extraordinariamente adversas. Se analizan a continuación.

2.3.1 Fly to Quality

En economía, la expresión "fly to quality" (vuelo hace la calidad, en español), se utiliza para describir aquella situación en la cual los ahorristas prefieren reducir posiciones en activos riesgosos y aumentar la proporción de sus carteras en colocaciones de menor riesgo. Suele darse en situaciones de inestabilidad e incremento de la incertidumbre. Los activos considerados más seguros son los bonos del tesoro de los Estados Unidos, dado que se considera que su probabilidad de default es cero. Durante una situación de "fly to quality" los países emergentes, riesgosos por naturaleza, suelen verse castigados en cuanto al valor de sus activos, por lo que el precio de los bonos cae y en consecuencia las tasas de interés suben.

El vuelo hacia la calidad implica una mayor aversión al riesgo por parte de inversores, provocada por pesimismo e incremento de la incertidumbre acerca de la evolución de las variables económicas relevantes. Si los inversionistas no se conforman con las primas de riesgo que ofrecen los títulos de países emergentes de economías volátiles "volarán" su capital hacia activos más seguros. En consecuencia, las economías problemáticas deben tomar medidas para evitar o disminuir la fuga de capitales, principalmente se recurre a la suba de tasas de interés con las consecuencias negativas en términos de actividad económica que ello conlleva, tal como se comentó en el marco teórico al inicio de este trabajo.

La Argentina fue afectada con particular fuerza por este fenómeno en el año 2018, ante un contexto internacional que ya venía siendo para el país gradualmente menos favorable. El enfriamiento de la economía global y términos de intercambio menos favorables que los excepcionalmente altos disfrutados por el gobierno anterior permitían hablar de un "viento de frente" para el proceso de estabilización iniciado unos dos años antes.

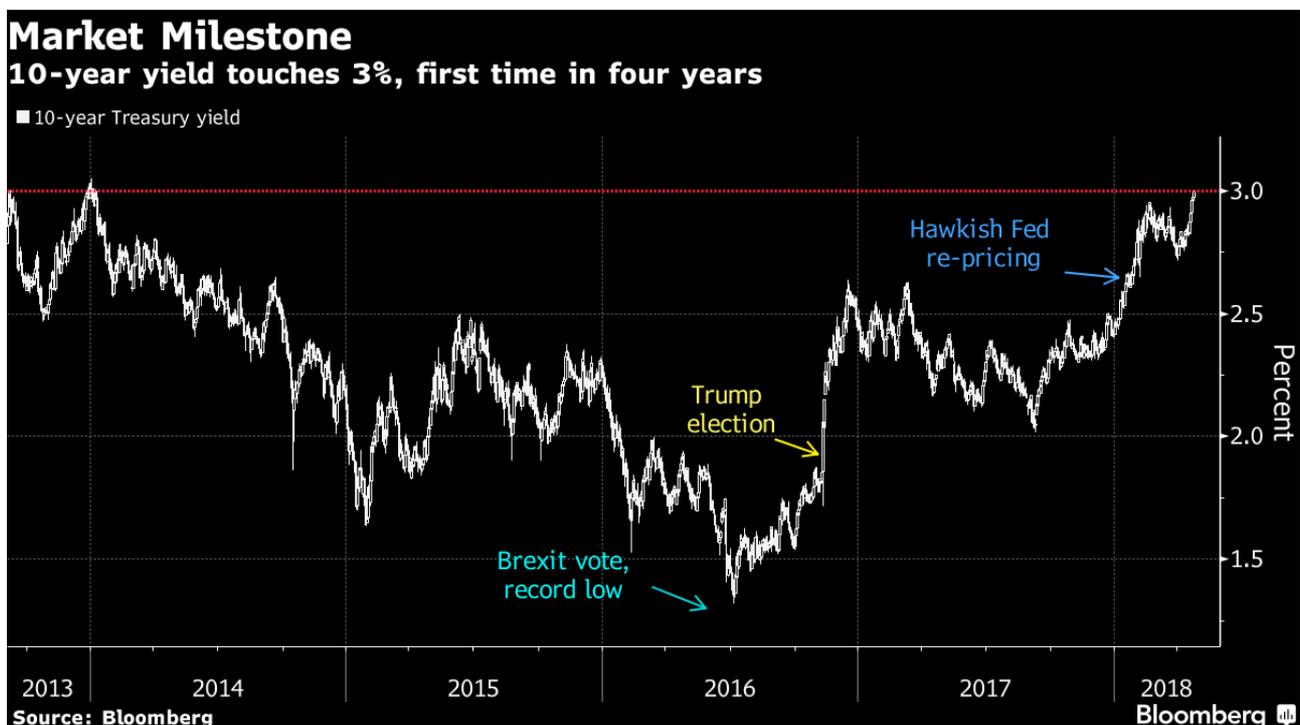
Una de las razones del nerviosismo que dominaba a los mercados en los primeros meses de 2018 era la creciente tensión comercial entre EEUU y China. La aplicación de aranceles al acero y al aluminio por parte de la administración del presidente Donald Trump al país asiático, así como las críticas de Trump al trato comercial desfavorable de varios países para con los productos estadounidenses, generaba el temor a una guerra comercial que llevaría casi inevitablemente a un mayor enfriamiento de la economía global.

El fly to quality estuvo alentado además por los mayores rendimientos del bono del tesoro estadounidense a 10 años. Tales rendimientos constituyen el punto de referencia a nivel global del costo del crédito. Si la compra de deuda emitida por el tesoro de los Estados Unidos resulta más rentable, el costo de emitir deuda para cualquier economía se incrementará. Esto último ha afectado especialmente al plan gradualista argentino de corrección de los desequilibrios macroeconómicos.

Así, el 25 de abril de 2018, el bono del tesoro estadounidense alcanzó un rendimiento del 3,02% anual, generando pánico entre los países emergentes necesitados de financiamiento externo y especialmente vulnerables al fly to quality. La suba reflejaba la demanda de mayores rendimientos por parte de los inversionistas, debido a un nivel de precios que podría ir en aumento por encima de las previsiones. En efecto, la economía estadounidense disfrutaba de una aceleración como consecuencia de los estímulos fiscales dispuestos por la administración de Donald Trump. La baja de impuestos impulsada llevó a incrementar el nivel de inversiones productivas por parte de las corporaciones en los Estados Unidos, provocando a su vez una baja en el nivel de desempleo a un punto que algunos analistas lo consideraron muy cercano al nivel de pleno empleo. La política fiscal expansiva alertaba acerca de las necesidades de financiamiento del gobierno de los Estados Unidos ante una posible menor recaudación. Todo ello, sumado al incremento en los costos energéticos y a un mayor consumo consecuencia del incremento de los salarios y del empleo, presionó sobre el nivel de precios, y por lo tanto en los rendimientos demandados por inversionistas. Las consecuencias para la economía norteamericana fueron: suba de tasas, incremento en la recepción de capitales y fortalecimiento del dólar. Las consecuencias para las economías emergentes: fuga de capitales, suba de tasas y debilitamiento de la moneda nacional. Siendo los dos países más castigados Argentina y Turquía.

El siguiente gráfico fue publicado en la web de Bloomberg, el mismo ilustra la evolución de los rendimientos anuales de bonos del tesoro de los Estados Unidos a 10 años:

Gráfico n° 35. Evolución rendimiento del bono del tesoro estadounidense a 10 años



(Fuente Gráfico: McCormick, L.; Chappatta, B. 24 de abril de 2018. U.S. 10-Year Yield Breaching

3% Bolsters Calls for Higher Rates. Bloomberg. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-04-24/treasury-10-year-yield-tops-3-for-first-time-since-january-2014>)

Claramente se puede notar la tendencia creciente de los rendimientos a partir de la votación que decidió la salida del Reino Unido de la Unión Europea, proceso conocido como "Brexit". Esta tendencia se aceleró con la elección de Donald Trump como presidente de los Estados Unidos en noviembre de 2016, y luego de unos vaivenes en 2017, se produce un fuerte ascenso a inicios de 2018 en consonancia con el endurecimiento de la política monetaria de la FED ("Federal Reserve System") que en marzo de ese año elevó la tasa de referencia al rango 1,5 a 1,75%. La evolución de esta última tasa, la denominada Federal Funds Rate, demuestra que los tiempos de crédito barato a nivel global estaban llegando a su fin:

17 de diciembre de 2015:	0.25-0.50%
15 de diciembre de 2016:	0.50-0.75%
16 de marzo de 2017:	0.75-1.00%
15 de junio de 2017:	1.00-1.25%
14 de diciembre de 2017:	1.25-1.50%
22 de marzo de 2018:	1.50-1.75% ⁵⁴

La Federal Funds Rate es aquella tasa de préstamos interbancaria de un día a otro, es decir, aquella a la que los bancos privados se prestan dinero mutuamente a un plazo de un día por medio de la Reserva Federal, y es la que la FED manipula para influir en el ritmo de crecimiento de la economía estadounidense. Su ciclo de subas estaba indicando un endurecimiento de la política monetaria con el objetivo de evitar un alza en el ritmo de crecimiento del nivel de precios.

La economía argentina no se encontraba en absoluto preparada para este proceso de restricción monetaria global. El plan gradualista tenía gran parte de su justificación en la amplia liquidez internacional, que hacía supuestamente innecesaria una política de shock para el ordenamiento de las finanzas públicas por las eventuales consecuencias negativas en el plano socioeconómico que tal ajuste traería consigo. Pero el fin de la era del "crédito barato" a nivel mundial contribuiría al colapso del plan gradualista.

2.3.2. Condiciones climáticas adversas

En octubre de 2017 se inició en la Argentina un proceso climático anómalo, que se llegó a calificar como "la peor sequía en 50 años". El fenómeno afectó a la "zona núcleo" que comprende las provincias de Buenos Aires, Entre Ríos, Santa Fe, Córdoba y La Pampa. Estas provincias, además de por la pronunciada escasez de lluvias, fueron afectadas por un verano de muy elevadas temperaturas. La región castigada es la más importante en cuanto a la producción de granos y en consecuencia es clave para la generación de divisas a través de la exportación de productos agropecuarios. Por lo que el clima anormalmente hostil en estas provincias, afectó la economía de todo el país.

El siguiente gráfico elaborado por el Servicio Meteorológico Nacional ilustra muy bien el fenómeno:

Gráfico n° 36

⁵⁴ Board of Governors of the Federal Reserve System. FOMC's target federal funds rate or range, change (basis points) and level. Recuperado de <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>

Evolución de la anomalía mensual de precipitación en la zona núcleo (2017-2018)



(Fuente Gráfico: Servicio Meteorológico Nacional. 2018.. Informe Especial sobre Condiciones Extremadamente Secas en la Zona Núcleo de Argentina entre Octubre 2017 y Marzo 2018. (p. 02) https://www.smn.gob.ar/sites/default/files/informe_especial_sequ%C3%ADa20172018.pdf)

Lo que muestra el gráfico es la desviación de las precipitaciones mensuales entre enero de 2017 y marzo de 2018 con respecto a un valor estadístico de referencia que fue elaborado en base al período 1981-2010. Así vemos que, durante 2017 hubo inicialmente una gran abundancia de precipitaciones, este fenómeno cambió bruscamente en octubre de ese mismo año dando lugar al fenómeno contrario, una escasez de precipitaciones muy pronunciada que se prolongó durante gran parte de 2018.

La Bolsa de Comercio de Rosario ha calculado que la caída en el ingreso de divisas a causa de la sequía habría sido alrededor de 8.000 millones de dólares, importe que equivale al 14% del total exportado por el país en el 2017 (58.428 millones de dólares)⁵⁵. Los principales productos afectados fueron los siguientes:

	Perdida de producción en millones de toneladas	Exportación potencial en millones de toneladas
Poroto de soja	19,2	3
Aceite de soja	2,7	2
Harina de soja	11,5	11
Maíz en grano	10,3	10,3

Para un país mayormente agroexportador como la Argentina, la "peor sequía de los últimos 50 años" fue crítica, y la fuerte caída en el ingreso de divisas consecuente, fue otros de los factores

⁵⁵ Bergero, P.; Calzada, J.; Terré, E.; 24 de mayo de 2018. Los productores agropecuarios se quedaron sin 30 Mt de granos para vender; un duro golpe para ellos y para la economía argentina. Año XXXVI - N° Edición 1859. Bolsa de Comercio de Rosario. Recuperado de <https://bcr.com.ar/es/mercados/investigacion-y-desarrollo/informativo-semanal/noticias-informativo-semanal/los-1>

que alentó la crisis cambiaria iniciada en abril de 2018.

2.4. Impuesto a la renta financiera y desarme de posiciones en Lebac

El establecimiento del "impuesto a la renta financiera" en un contexto de creciente restricción de liquidez global, suba de tasas de bonos del tesoro norteamericano y fuertes necesidades de financiamiento por parte del Estado argentino, es imposible de entender desde la lógica económica. Dadas las condiciones internacionales adversas y las dificultades para estabilizar la macroeconomía nacional, el impuesto fue claramente inoportuno. La aceptación por parte del gobierno de este nuevo tributo se habría tratado más bien de una concesión a la oposición de modo de poder lograr, de parte de ésta, el apoyo para la aprobación legislativa de la reforma impositiva impulsada por el oficialismo.

En efecto, el novedoso impuesto fue parte de la reforma tributaria establecida por la Ley 27.430 de fines de 2017 y afectaría a distintas formas de colocaciones financieras en instrumentos nacionales. Dada su complejidad y extensión, se remite para su mayor entendimiento y profundización, al análisis de la normativa realizado por el Instituto Argentino de Análisis Fiscal (IARAF) en su informe titulado "Impuesto a la renta financiera: Elevada penalización al ahorro en pesos durante 2018"⁵⁶

Uno de los efectos más devastadores del inoportuno flamante impuesto fue el impulso que éste brindó para el desarme de posiciones en Lebac por parte de inversores extranjeros que, atentos al incremento de los rendimientos de los bonos del tesoro estadounidense, dejaron de encontrar atractivo el instrumento utilizado por el BCRA para captar ahorros.

La reglamentación establecía que, a partir del 26 de abril del año 2018, las colocaciones en Lebac por parte de inversores extranjeros comenzarían a ser afectadas por el tributo, con retroactividad al 1ro de enero. La alícuota impuesta era del 5% de los intereses, para las letras en moneda nacional que no tuvieran cláusula de ajuste. Para el caso de que sí tuvieran esta última cláusula, la alícuota ascendía al 15%. Además, si los fondos provenían de países con los cuales no se tuviera algún sistema de intercambio de información financiera, tales colocaciones sufrirían una retención del 35% sobre la ganancia neta.

Ante este trato local menos favorable para con las colocaciones realizadas por inversores extranjeros, y un mejor rendimiento de los activos estadounidenses menos riesgosos y de los bonos sin riesgo del tesoro de ese país, el vuelo a la calidad fue alentado por partida doble.

Al respecto, conviene analizar la condición necesaria para que sea indistinto el endeudamiento en una moneda o en otra, condición conocida como Paridad Tipo de Interés, cuya expresión analítica es:

$$(1 + r)^t = (1 + r^*)^t \frac{\varepsilon(E_t)}{E_0}$$

Siendo:

r: tipo de interés local

t: tiempo

r*: tipo de interés externo.

56 Mir, A.; Nadin, A.; Panighel, B.; 27 de diciembre de 2018. Impuesto a la renta financiera: Elevada penalización al ahorro en pesos durante 2018. Instituto Argentino de Análisis Fiscal. Recuperado de https://drive.google.com/file/d/1Tm67uLyTCuCGED_LmmES9ZirMUi_nGbK/view?usp=sharing

$\varepsilon(E_t)$: tipo de cambio nominal esperado para el momento t.

E_0 : tipo de cambio nominal actual.

Si esta ecuación en algún momento deja de cumplirse, rápidamente los capitales se moverán logrando el restablecimiento de la igualdad. Este proceso de ajuste se ve favorecido por el alto grado de integración financiera internacional y por los bajos costes de transacción que disfrutaban los mercados de capitales en la actualidad.

Veamos el caso en que no se cumple la paridad de tipo de interés, favoreciendo el endeudamiento en moneda extranjera:

$$(1 + r)^t > (1 + r^*)^t \frac{\varepsilon(E_t)}{E_0}$$

Se observa en la expresión anterior que el rendimiento en moneda local es superior al correspondiente en moneda extranjera luego de ajustar éste por el tipo de cambio esperado para el final del horizonte temporal de inversión sobre el tipo de cambio del momento inicial. En este caso conviene endeudarse en dólares al momento cero para devolver el préstamo al momento t, convirtiendo esos dólares a pesos apenas recibidos, de modo de colocarlos a la tasa local hasta el momento t, en el cual se compran los dólares para devolver el préstamo obteniendo un sobrante de dinero. Esta operatoria se conoce popularmente como "Carry Trade", o en su versión argentina, "bicicleta financiera".

Ahora veamos el caso en que no se cumple la paridad alentando la fuga de capitales:

$$(1 + r)^t < (1 + r^*)^t \frac{\varepsilon(E_t)}{E_0}$$

En este caso, quien apostara al Carry Trade en pesos claramente perdería dinero, lo cual alentaría el desarme de las colocaciones en pesos para posicionarse en moneda extranjera. La restauración del equilibrio demandará un incremento en la tasa de interés local y/o un cambio en las expectativas sobre el tipo de cambio hacia la baja.

En los años 2016 y 2017 se favoreció la primera inecuación, es decir, el Carry Trade en pesos. En 2018 se cambió el sentido de la desigualdad generando la fuga desde el peso hacia el dólar.

Según los cálculos de la agencia GMA Capital, en 2016 el rendimiento en dólares del Carry Trade mediante el posicionamiento en la LEBAC más corta fue de 12,4%, y de 8,6% (también en dólares) para 2017, así lo comentaba en uno de sus informes:

*"Invertir en pesos para conseguir retornos en dólares sin cobertura cambiaria, estrategia conocida en el mercado como "carry trade", se volvió un furor y una costumbre. En 2016, colocar pesos en la LEBAC más corta rindió 36,9% en pesos. Pero como el precio del dólar aumentó 21,9%, la tasa en dólares alcanzó 12,4%. Durante el año siguiente, la historia del retorno en pesos (28,6%) por encima del avance del tipo de cambio (18,4%) se repitió y produjo ganancias en dólares de 8,6%"*⁵⁷

Para calcular estos rendimientos puede partirse de la ecuación de paridad tipo de interés,

57 Persichini, N.; Ronchi, C. 14 de diciembre de 2018. El adiós final a las LEBAC. GMA Capital.. Recuperado de <http://www.gmacap.com/reportes/informe-semanal-14-diciembre-18.pdf> (p. 03)

cambiando el tipo de interés externo (r^*) por el rendimiento anual en dólares de la colocación en la Lebac más corta (r^d), luego solo hay que despejar dicha variable:

Para 2016: $(1 + 36,9\%) = (1 + r^d) 1,219$
 $\Rightarrow r^d = 12,3\%$ (Aproximadamente 12,4%, pudo haber algún que otro redondeo en los cálculos de GMA Capital)

Para 2017: $(1 + 28,6\%) = (1 + r^d) 1,184$
 $\Rightarrow r^d = 8,61\%$

La crisis cambiaria desencadenada en abril de 2018 pondría fin súbitamente al atractivo de la estrategia de Carry Trade, cambiando bruscamente la dirección de los flujos de capitales.

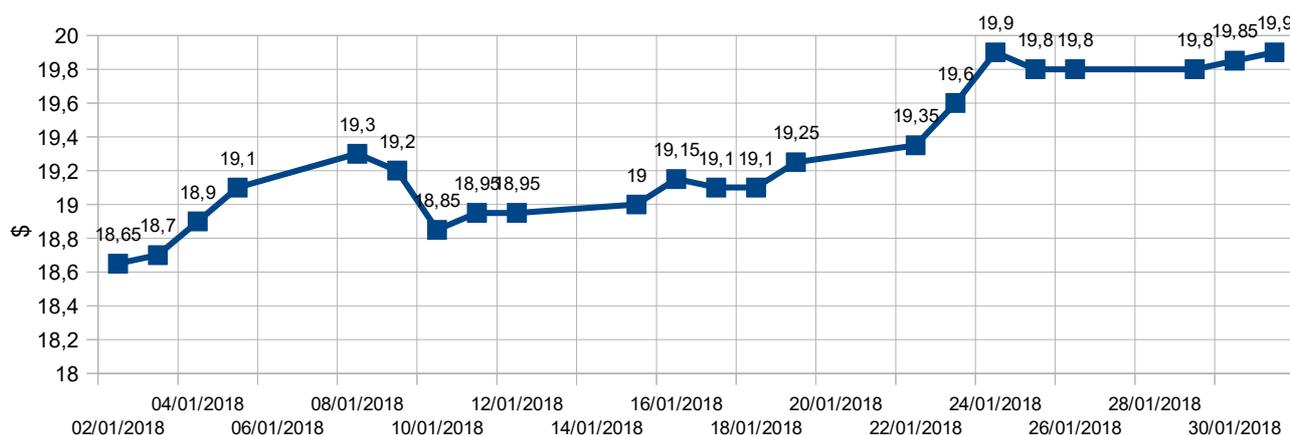
2.5. Caída de reservas y suba del tipo de cambio: enero a mayo de 2018

Sin corrección de los desequilibrios fiscales y de cuenta corriente, con reservas relativamente exiguas, sin haber llevado a cabo reformas estructurales y con la percepción de una fuerte pérdida de independencia del Banco Central, se llega a 2018. Ante este panorama, ahorristas e inversionistas ya no contemplaban al gobierno con la misma confianza ni paciencia inicial. Parte de la prensa afirmaba que el sector empresarial había sido demasiado cauteloso ante un gobierno que enviaba señales positivas a los mercados, pero con más exactitud analistas varios criticaban la debilidad o ausencia de reformas e incluso la falta de un plan económico consistente e integral. Bajo este punto de vista el mercado había perdido la larga paciencia ante una política económica improvisada y apoyada en un optimismo sin sustento. A continuación, se observará gráficamente la evolución del precio de la divisa norteamericana según el Banco Nación de la Argentina para cada mes desde enero hasta mayo de 2018. Se comentará brevemente cada gráfico:

Gráfico n° 37

Precio dólar Banco Nación (para la venta)

Enero 2018



(Elaboración propia en base a Banco Nación de la Argentina)

El mes de enero de 2018 inicia con un dólar a \$18,90 (precio de cierre al 29 de diciembre de 2017) y termina con el precio de la divisa en \$19,90. Esto significa que la moneda estadounidense

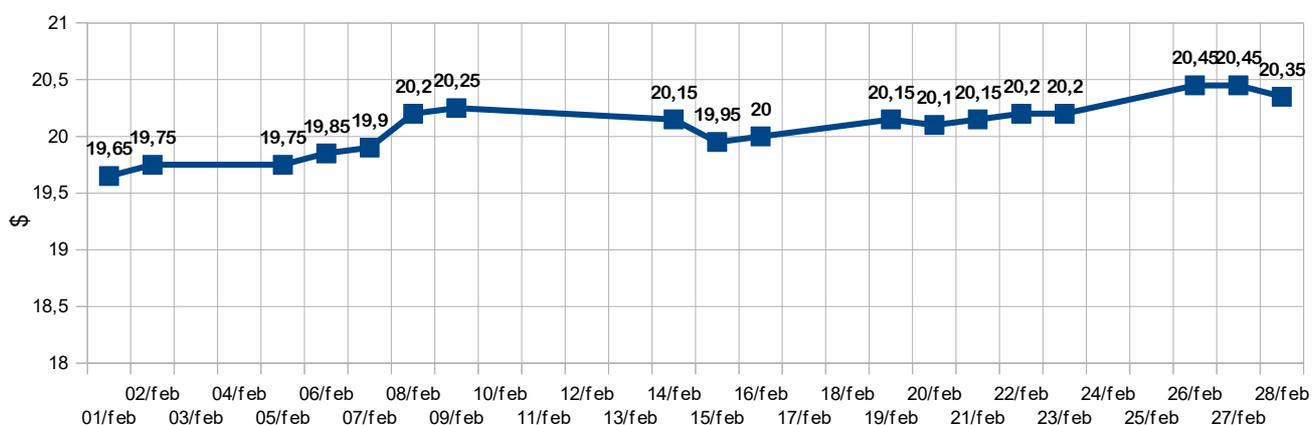
subió en valor con respecto al peso un 5,29% en el primer mes del año 2018. El volumen operado en el mercado de cambios rozó los 52.000 millones de dólares en el citado mes, un record para ese entonces. Por su parte, las reservas tuvieron un comportamiento positivo, principalmente por el ingreso de divisas con motivo de la emisión de bonos por parte del gobierno. El 2 de enero el Banco Central informó un nivel de reservas de 55.731 millones de dólares, al final del mes la cifra llegó a 62.024 millones.

A continuación, el gráfico de evolución del precio del dólar para la venta del Banco Nación de la Argentina, correspondiente al mes de febrero de 2018:

Gráfico n° 38

Precio dólar Banco Nación (para la venta)

Febrero 2018



(Elaboración propia en base a Banco Nación de la Argentina)

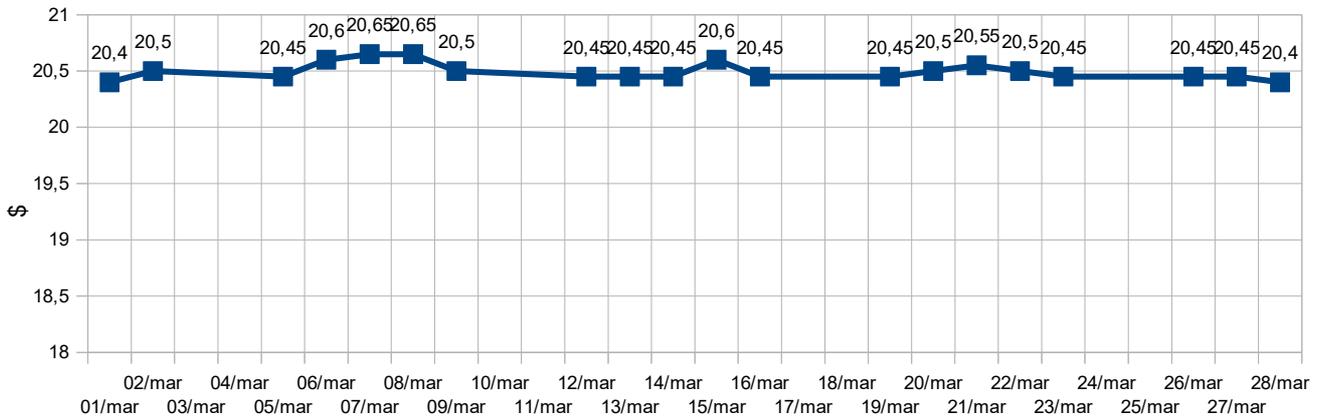
Febrero inicia con el precio del dólar a \$19,90 (cierre de enero) y finaliza con dicho precio en \$20,35. Esto implica una apreciación del dólar de 2,26%; o lo que es lo mismo, una depreciación del peso frente al dólar de 2,21%. Las reservas del Banco Central no sufrieron gran variación en este mes, ya que iniciaron en 62.024 millones de dólares y terminaron en 61.509 millones el 28 de febrero. A pesar de la suba en el precio de la divisa el Banco Central siguió sin realizar intervención directa en el mercado cambiario.

A continuación, gráfico correspondiente a la evolución del precio de la divisa en marzo de 2018:

Gráfico n° 39

Precio dólar Banco Nación (para la venta)

Marzo 2018



(Elaboración propia en base a Banco Nación de la Argentina)

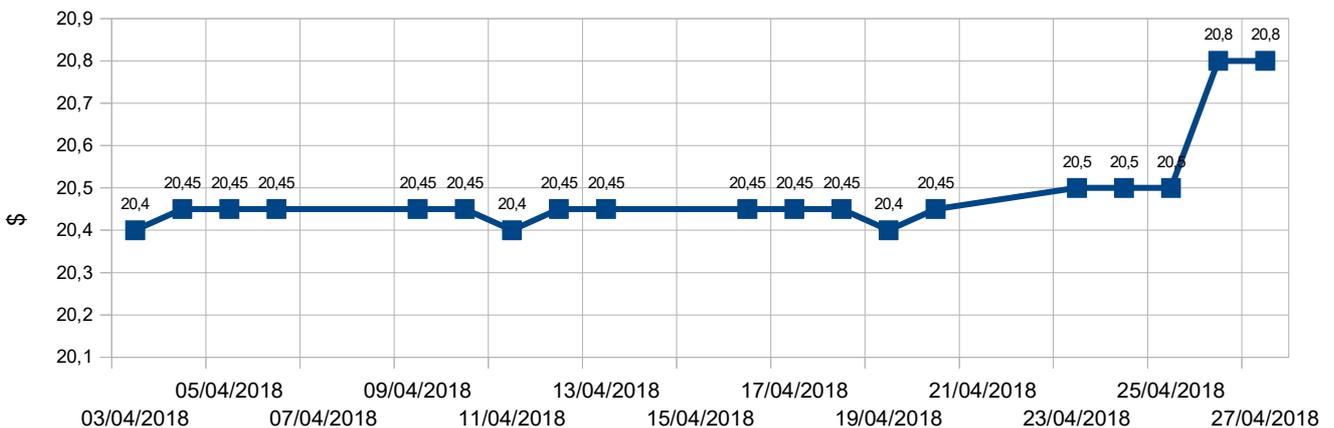
Si bien el mes de marzo no se caracterizó por un movimiento importante en el tipo de cambio, se pudo observar una clara señal por parte del Banco Central: éste intervino fuertemente en el mercado cambiario para evitar la apreciación de la divisa, luego de 7 meses sin haberlo hecho. Así, la autoridad monetaria vendió 2.040,4 millones de dólares de sus reservas con objeto de contener el precio del dólar. A pesar de esta fuerte intervención, las reservas tuvieron una variación neta positiva en el mes, pasando de 61.509 millones de dólares a 61.726 millones. Pero el mensaje fue claro: no se permitiría que el precio de la divisa flotara libremente y se haría un contundente uso de las reservas de ser necesario con objeto de poner techo al tipo de cambio. La flotación, claro está, no venía siendo estrictamente libre dada la constante emisión de títulos por parte del Banco Central, pero a partir de marzo la estrategia se reveló más agresiva, incorporando la directa intervención en el mercado cambiario por parte de la autoridad monetaria.

El gráfico de abril ilustra cierto movimiento ascendente en el precio de la divisa sobre los últimos días del mes:

Gráfico n° 40

Precio dólar Banco Nación (para la venta)

Abril 2018



(Elaboración propia en base a Banco Nación de la Argentina)

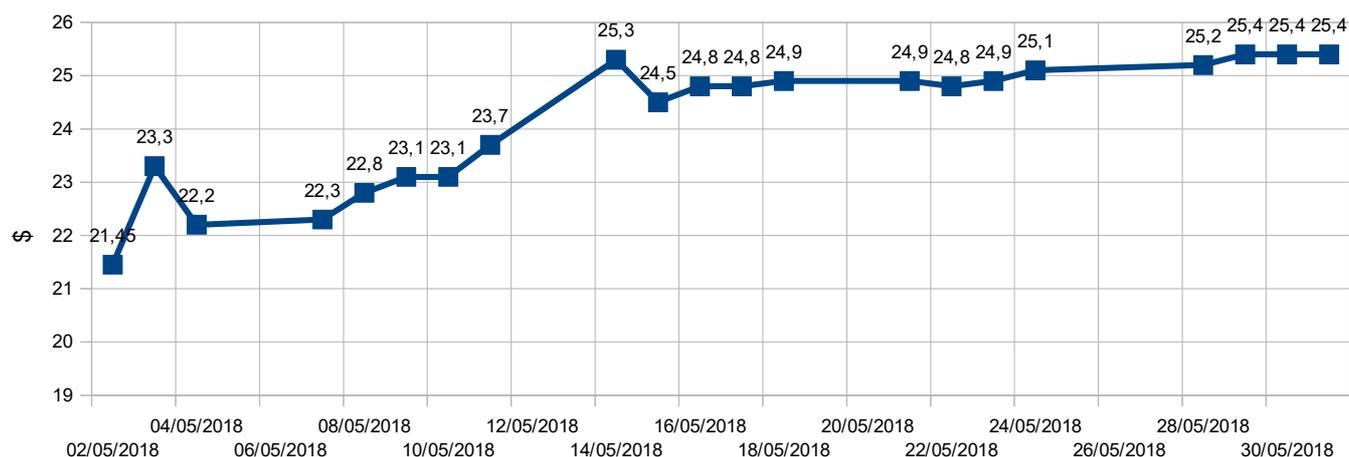
La suba del precio del dólar en el mes de abril fue de \$0,40; un 1,96%. Esto implica una depreciación del peso de 1,92%. Si bien no parece un movimiento tan violento en el tipo de cambio, la gravedad se dio por el costo incurrido en pérdida de reservas y suba de tasas para evitar una mayor apreciación de la divisa. Así, la autoridad monetaria intervino 7 veces durante el mes vendiendo reservas por 4.344 millones de dólares, principalmente sobre el final del mes como respuesta a la creciente demanda y la consecuente presión sobre el tipo de cambio. Esto se debió en gran medida a que los fondos del exterior iniciaron un fuerte desarme de sus posiciones en Lebac, justo antes del comienzo de la vigencia del "impuesto a la renta financiera", el día 26 de abril. El mes inició con un monto de reservas de 61.726 millones de dólares, y cerró con 56.623 millones, es decir con 5.103 millones menos, una caída del 8,27%. El ataque especulativo había comenzado.

A continuación, el gráfico de la evolución del precio de la divisa para el mes de mayo de 2018:

Gráfico n° 50

Precio dólar Banco Nación (para la venta)

Mayo 2018



(Elaboración propia en base a Banco Nación de la Argentina)

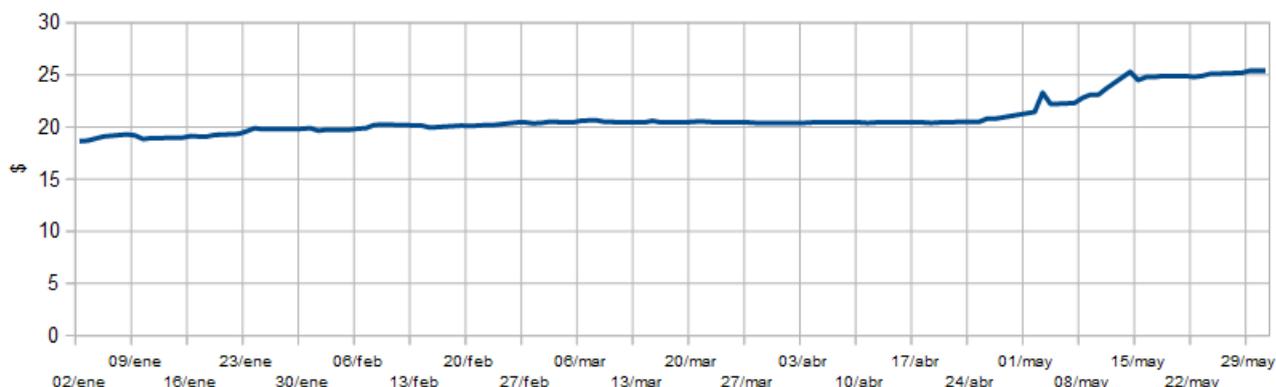
Durante el mes de mayo la crisis cambiaria deja totalmente al descubierto la vulnerabilidad de la economía argentina y el agotamiento del plan gradualista. Se inicia el mes con el precio de la divisa en \$20,80 (precio cierre de abril); llegando a \$25,4 sobre el final. Una apreciación del dólar de 22,11%, lo que implicó una depreciación del peso argentino de 18,11%. Esta brusca suba del tipo de cambio se dio a pesar de la fuerte respuesta del Banco Central ante el ataque especulativo. En efecto, la tasa de interés de referencia subió desde 27,50% a 40%, y las reservas de la entidad monetaria disminuyeron desde 56.623 millones de dólares a 50.098 millones, es decir una caída de 6.525 millones de dólares, lo cual corresponde a un 11,52%.

Veamos en un solo gráfico la evolución el precio de la divisa para los 5 meses analizados:

Gráfico n° 51

Precio dólar Banco Nación (para la venta)

Enero a mayo 2018



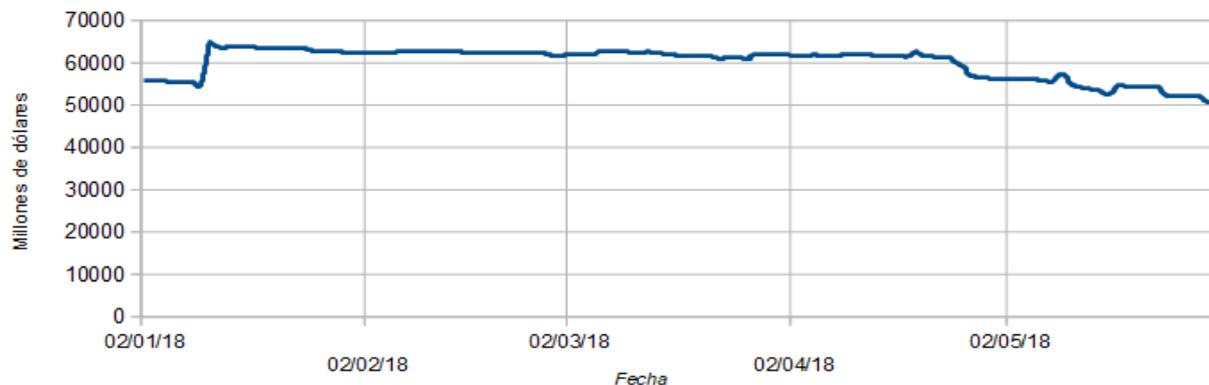
(Elaboración propia en base a Banco Nación Argentina)

Tal como se comentó recientemente, se puede observar que a pesar de todos los esfuerzos del Banco Central el tipo de cambio tuvo una brusca corrección al alza durante la primera mitad de mayo. La evolución de las reservas de la entidad monetaria se ilustra en el gráfico siguiente:

Gráfico n° 52

Reservas Banco Central de la República Argentina

Enero a mayo 2018



(Elaboración propia en base a Banco Central de la República Argentina)

La crisis cambiaria tomó de sorpresa al público y, si bien algunos especialistas anticiparon que tal cosa podría pasar, también los sorprendió a ellos en cierta medida dada la brusquedad de la corrección cambiaria y la poca eficacia que parecía tener el accionar del Banco Central ante el ataque especulativo. Debe recordarse que indicadores tales como crecimiento, pobreza y empleo se encontraban en franca mejoría meses previos a la crisis, eso evitó que gran parte de los agentes económicos viera venir un ataque especulativo tan fuerte y repentino.

2.6. Aspectos históricos de influencia en la generación de la crisis

2.6.1. Inflación: significado y análisis histórico

2.6.1.1. Significado

En primer lugar, es conveniente una breve reflexión sobre el significado económico del término inflación, para de esta manera poder entender mejor sus implicaciones.

Usualmente se refiere al fenómeno inflacionario como al aumento generalizado y sostenido en el nivel de precios de los bienes y servicios de una economía. Esta definición, aunque usada de manera generalizada y sostenida, no está exenta de críticas. Pues, se ha acusado a la misma de describir una consecuencia del fenómeno inflacionario y no a la inflación misma. Alejandro Indacochea, en su trabajo "Finanzas en Inflación", lo comenta de esta manera:

"...en sentido estricto, el alza de los precios es la consecuencia de la inflación, y no la inflación misma. La inflación es el aumento del circulante (cantidad de dinero que maneja el país) sin un crecimiento correspondiente de bienes y servicios. Es el resultado del desequilibrio entre lo que una sociedad produce y lo que ella exige."⁵⁸

Siguiendo esta línea crítica encontramos a Alberto Benegas Lynch (h), quien comenta que la definición comúnmente utilizada adolece de dos defectos. En primer lugar, la inflación según este autor, no es el aumento de precios sino "la expansión monetaria por causas exógenas al mercado" y, en segundo lugar, su efecto no es estrictamente el aumento generalizado de precios, sino la distorsión de precios relativos. Esta consecuencia es la que provoca los mayores trastornos a la economía, y no el simple aumento de precios. Si los precios aumentaran de manera uniforme, incluyendo los salarios como precio de los servicios laborales, entonces las consecuencias para una determinada economía, si bien problemáticas, no revestirían mayor gravedad. El hecho de que los precios aumenten en distintas proporciones es lo que genera los mayores efectos destructivos en el funcionamiento de una economía que sufre de crisis inflacionaria. Sobre la naturaleza del fenómeno inflacionario comenta Benegas Lynch (h):

"La inflación es la emisión monetaria por causas exógenas y la deflación es la contracción monetaria por causas exógenas. Si el gobierno decide mantener constante el volumen de la moneda, esta política se traducirá en deflación o inflación, según sea la cantidad de moneda que hubiera requerido el mercado de no haber mediado la intervención gubernamental. Si el mercado hubiera requerido mayor cantidad de moneda, el mantenimiento del volumen dinerario por la autoridad política implicaría deflación. Por el contrario, habría inflación si el volumen requerido por el mercado hubiera sido menor que la cantidad de moneda que la autoridad mantiene constante."⁵⁹

Esta última definición nos remite a la ecuación cuantitativa del dinero, de la cual se deriva el equilibrio entre oferta monetaria real y su demanda, siendo la inflación y la deflación producto de transgresiones a tal equilibrio.

Comentado el significado económico del término inflación, se procede a realizar un breve análisis acerca de cómo el fenómeno ha afectado a la Argentina a lo largo de su historia reciente.

58 Indacochea, A.; Octubre de 1992. Finanzas en Inflación. Quinta Edición. Recuperado de <https://indacocheanoticias.files.wordpress.com/2013/01/finanzas-en-inflacion3b3n-92.pdf> (p. 20)

59 Benegas Lynch (h), A.; (Octubre 1985). ¿Autoridad monetaria, norma monetaria o moneda de mercado?. Revista Libertas 3. Instituto Universitario ESEADE. Recuperado de http://www.esade.edu.ar/files/Libertas/47_4_Benegas%20Lynch.pdf (p. 03)

2.6.1.2. Breve análisis histórico de la inflación en Argentina

Aunque la Argentina no haya sufrido picos de inflación tan feroces como los registrados en Alemania en 1923, o en nuestra vecina Bolivia en 1984-1985, entre otros casos a los que podrían sumarse los de Zimbabwe (2008-2009) o Hungría (1945-1946), presenta quizá el caso más grave de persistencia inflacionaria en el tiempo. Al punto que se ha calculado que en los últimos 100 años el promedio de inflación anual sufrido por el país fue de 105%. Por lo que, claramente el fenómeno inflacionario en la Argentina constituye un mal estructural, que desde mediados de la década de 1940 se instaló definitivamente y sólo pudo domarse transitoriamente y de manera cuestionable entre 1992 y 2001 mediante la ley de convertibilidad que estableció la paridad de la moneda local con el dólar estadounidense. Proceso éste último inviable a largo plazo dado el persistente déficit fiscal, que culminó con la crisis cambiaria de 2001-2002. Esta crisis se puede explicar en cierta medida (aunque no totalmente) con los modelos de primera generación vistos en el marco teórico de este trabajo.

Para el caso de la Alemania de 1923, se calculó que la inflación mensual promedio alcanzó un 29500%, pocos años antes había perdido la primera guerra mundial y se encontraba pagando reparaciones de guerra, además de enormes gastos de seguridad social asumidos por el gobierno. Nuestra vecina Bolivia registró una grave hiperinflación en 1985, en 1988 Nicaragua sufre un 13109% de inflación anual. Zimbabwe (2008), Hungría (1946), Yugoslavia (1993), China (1947-1949) y Grecia (1943) ofrecen también cifras inflacionarias espectaculares. Estos picos inflacionarios superaron con creces a los sufridos por la Argentina, cuyo máximo fue alcanzado en 1989 cuando la cifra ascendió al 3079%, la de 1990 por su parte fue de 2314%.

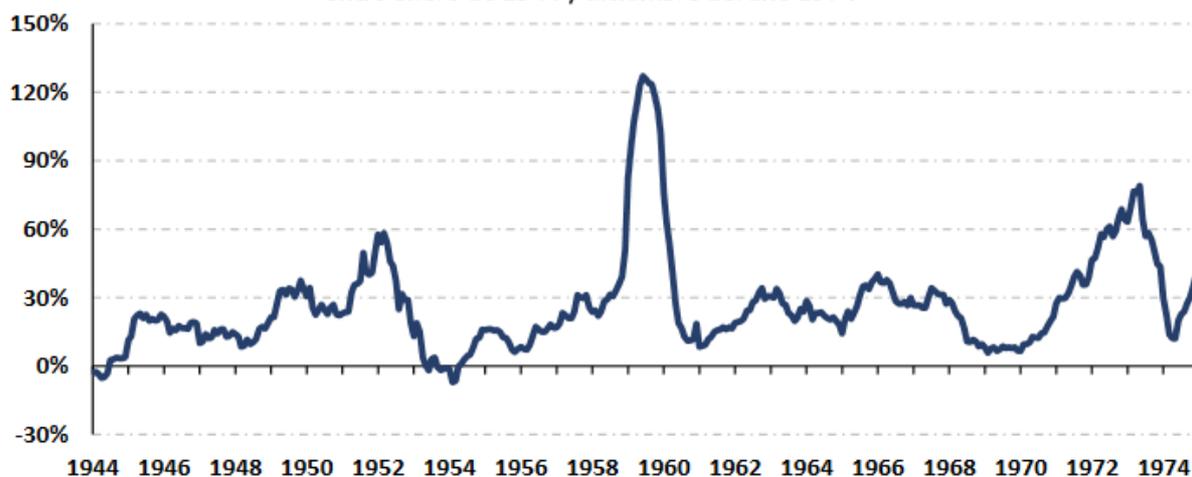
Pero la gravedad principal del problema inflacionario argentino se debe, como se dijo, a su persistencia, que ha convertido a este fenómeno monetario en un mal endémico para nuestro país. Mal que persiste, junto a su causa última: un déficit fiscal estructural que lleva a la constante emisión monetaria por sobre la demanda de dinero.

Los siguientes gráficos elaborados por la Cámara Argentina de Comercio y Servicios ilustran el problema desde 1944 a 2018:

Gráfico n° 53 ⁶⁰

60 Cámara Argentina de Comercio y Servicios. Julio de 2018. Historia de la inflación en Argentina. Unidad de Estudios y Proyectos Especiales. (p. 01) http://www.cac.com.ar/data/documentos/10_Historia%20de%20la%20inflaci%C3%B3n%20en%20Argentina.pdf

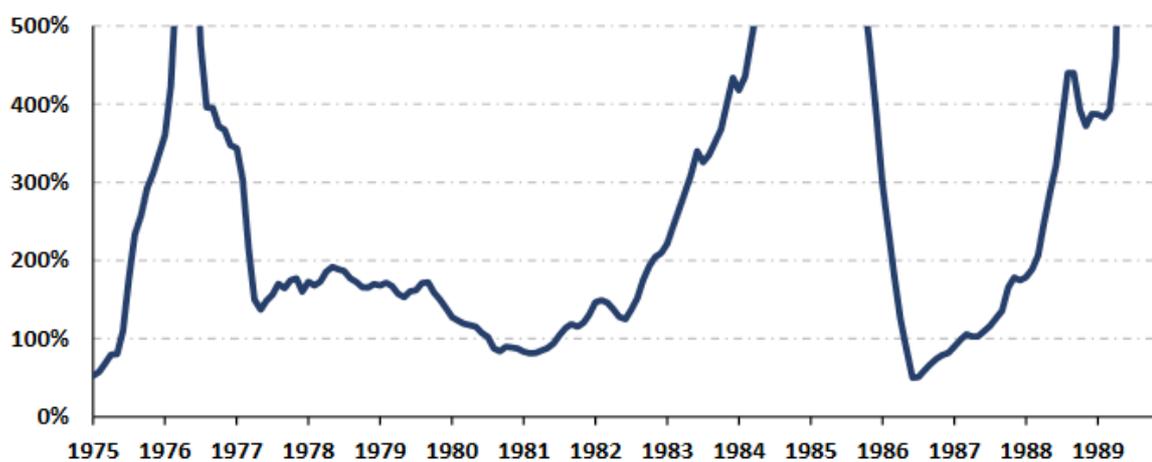
Variación interanual de precios al consumidor
entre enero de 1944 y diciembre del año 1974



Fuente: UEPE CAC en base a Indec.

Gráfico n° 54 ⁶¹

Variación interanual de precios al consumidor
entre enero de 1975 y diciembre del año 1989



Nota: se determinó un máximo de 500% en el eje vertical para una mejor representación gráfica.

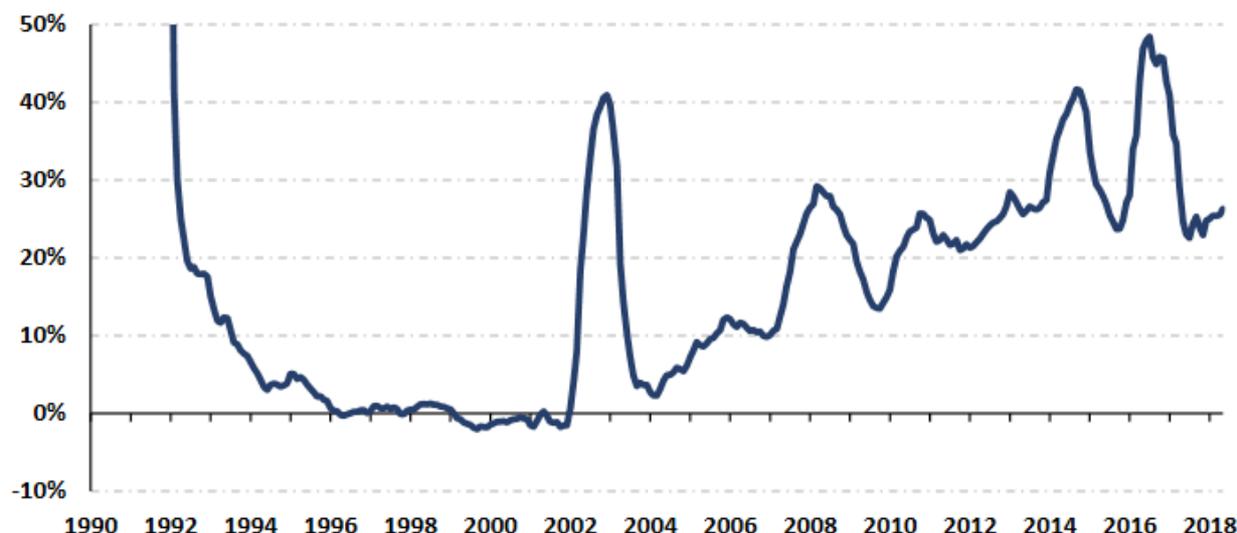
Fuente: UEPE CAC en base a Indec.

Gráfico n° 55 ⁶²

61 Ibid. (p. 02)

62 Ibid. (p. 04)

Variación interanual de precios al consumidor
entre enero de 1990 y mayo del año 2018



Nota: se determinó un máximo de 50% en el eje vertical para una mejor representación gráfica.

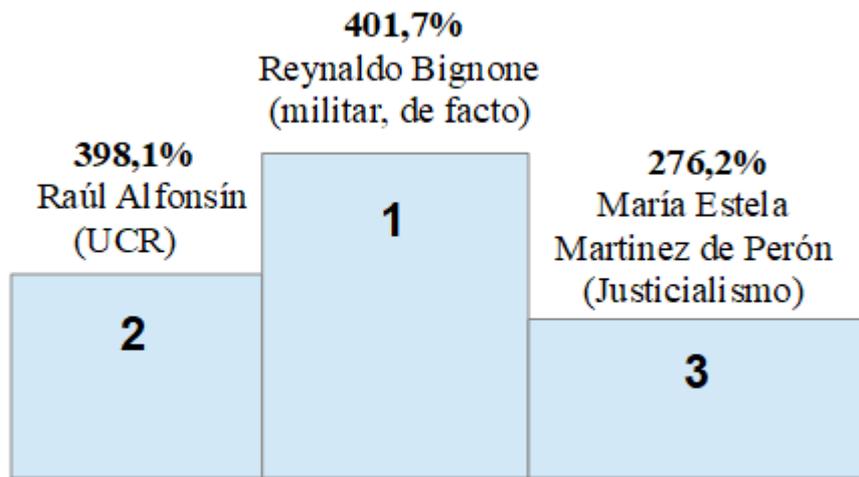
Fuente: UEPE CAC en base a Indec (1990-2005 y 2016-2018) y Graciela Bevacqua (2006-2015).

De la observación de los gráficos se desprende que desde 1944 a 2018 el flagelo inflacionario afectó a gobiernos de todo signo político: peronistas, radicales socialdemócratas, radicales desarrollistas, militares; con la notable excepción de los 2 mandatos del peronista Carlos Menem, quien venció el aumento de precios en base a un sistema de tipo de cambio fijo, que resultó insostenible dada la persistencia del elevado déficit fiscal. Aun así, la inflación anual promedio durante el mandato de Menem fue de 69,7%, debido a que en 1990 se sufrió un proceso hiperinflacionario. La estabilidad fue lograda gracias a la Ley de Convertibilidad, instrumentada en abril de 1991. En cuanto a la breve inflación negativa o deflación observada durante la presidencia de Fernando De La Rúa (2000-2001) cabe considerar que el sistema de convertibilidad impuesto por la presidencia anterior decidió sostenerse y que el país sufría una dura recesión económica.

Los distintos gobiernos del período analizado pertenecieron a diversos partidos políticos y corrientes ideológicas, pero en algo coincidieron en su operatoria: por falta de pericia o de voluntad, no solucionaban los graves desequilibrios fiscales, al punto que el superávit fiscal fue la excepción en la historia económica argentina, y el déficit la norma.

Sobre la afiliación del fenómeno inflacionario a las distintas corrientes políticas que han gobernado el país puede resultar ilustrativo que en el podio de los 3 presidentes en cuyos mandatos se registraron las mayores inflaciones anualizadas, encontramos un presidente de facto (dictadura militar), un radical (Unión Cívica Radical) y un peronista (Partido Justicialista), en ese orden:

Gráfico n° 56. Podio de inflación anualizada



Podio: Presidencias con mayor inflación anualizada

(Elaboración propia en base a datos de Unidad de Estudios y Proyectos Especiales. Cámara Argentina de Comercio y Servicios)

El inicio temporal de la inflación argentina como mal persistente podría fecharse en el año 1945, no porque antes el país no conociera en absoluto el fenómeno inflacionario, sino porque hasta ese momento la inflación local no presentaba grandes diferencias con respecto a la inflación mundial. ¿Y por qué 1945? Porque desde ese año el tamaño del Estado y su grado de intervención en la economía comienza a crecer fuertemente, y tal engordamiento estatal implicaba, naturalmente, un importante aumento en la cantidad de dependencias estatales y de empleados públicos. El Estado grande, redistribucionista e intervencionista impulsado por Juan Domingo Perón, primero desde la Secretaria del Trabajo y Previsión y luego ya como presidente de la Argentina, llevó al aumento de la presión impositiva y de la emisión monetaria para su sostenimiento. Las empresas estatizadas en este proceso de profundas reformas económicas operaron de manera deficitaria e ineficiente agravando la situación fiscal. Así es como la emisión monetaria descontrolada para financiar el excesivo crecimiento en los gastos del Estado instala el mal inflacionario como fenómeno persistente. Por lo que este flagelo, tan nocivo para el conjunto de la economía, no puede ser disociado de los importantes desequilibrios fiscales sufridos durante el siglo XX y lo que va del XXI.

En efecto, desde el año 1900 hasta el 2017, solo 10 años no exhibieron déficit fiscal. Entre estos se encuentran los años de superávit obtenidos durante la gestión del presidente Néstor Kirchner. Estos ocurrieron luego de la fuerte devaluación que implicó la salida de la convertibilidad durante la gestión de su predecesor Eduardo Duhalde, y además se dieron en un contexto de default y términos de intercambio extraordinariamente favorables para el país. Aun así, ese superávit se fue deteriorando vertiginosamente.

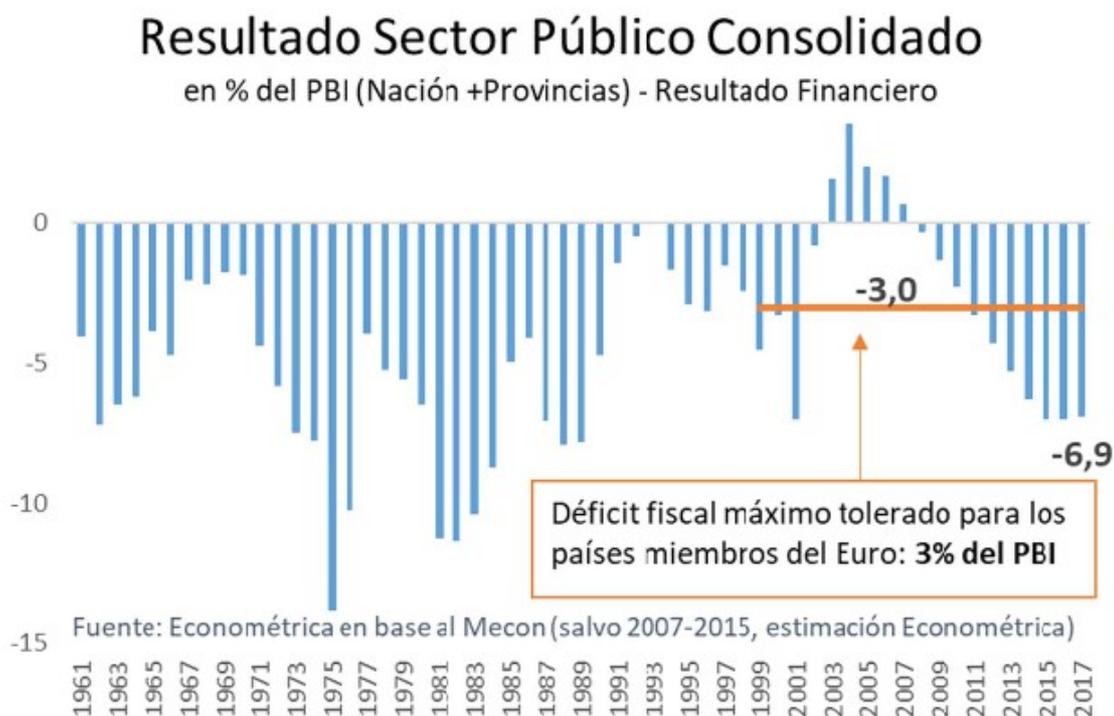
Estos enormes y persistentes desequilibrios fiscales se han financiado básicamente de dos maneras: con deuda cuando el país tenía acceso a los mercados internacionales, y con emisión monetaria (monetización) cuando tal acceso estaba restringido. Esta monetización ha conducido a muy elevadas tasas inflacionarias, lo que demuestra el funcionamiento de la inflación como un impuesto no legislado. En efecto, los gobiernos han incurrido en elevados niveles de gasto público, que varias veces han financiado mediante emisión monetaria para evitarse así los pasos legislativos que implica todo aumento impositivo, además del costo político consecuente debido al alto nivel de rechazo que suele generar el aumento de la carga impositiva. El entonces llamado "impuesto

inflacionario" ha sido utilizado impiadosamente sobre la población argentina por parte de gobiernos fiscalmente irresponsables, y dado que las personas de menores ingresos son las que poseen mayor proporción de su patrimonio en moneda local, esta forma de imposición no legislada ha consistido en un mecanismo impositivo regresivo y de funestas consecuencias sociales sobre los sectores más pobres.

Durante la gestión Kirchner-Fernández de Kirchner, los mercados internacionales estaban cerrados para la Argentina, por lo que el déficit se financió mayormente con emisión monetaria y pérdida de reservas, recibiendo el Banco Central por las divisas entregadas y por los pesos emitidos, títulos denominados "Letras intransferibles del Tesoro" y pagarés computados como "adelantos transitorios". Durante la gestión "Cambiemos", se pudo volver a los mercados de crédito internacionales, pero no se evitó la emisión monetaria dado que, tal como se explicó anteriormente, el Banco Central emitía pesos para comprar los dólares de deuda y de esta manera incrementar las reservas. Así, el problema fiscal subyacente sobrevive a distintos gobiernos y procesos políticos, cambiando, según las circunstancias, el modo de financiamiento. Alternando endeudamiento con emisión monetaria, o ambos mecanismos a la vez.

El siguiente gráfico de la consultora Econométrica muestra el resultado fiscal consolidado (nación más provincias) desde 1961 a 2017:

Gráfico n° 57



(Fuente Gráfico: Castiñeira, R. Febrero 2018. Cuentas públicas sanas permiten una moneda sana. Monitor Macroeconómico. Buenos Aires: Econométrica.)

Se puede observar que, desde 1961 solo hubo 5 años de superávit, que fueron los accidentales post devaluación, luego, desde 2008, el resultado derivó en deficitario persistiendo en

tal condición hasta 2017. La consultora informa en el gráfico, el máximo déficit fiscal permitido para los países de la Eurozona, correspondiente al 3% del PBI, como medida de comparación.

Los intentos de aplacar la inflación con medidas heterodoxas invasivas de la actividad privada y de conocida ineficacia tales como controles de precios y de cambios no solo no solucionaban el problema, sino que agravaban el carácter distorsivo de la inflación. Esto se pudo comprobar con crudeza a mediados de 1975 cuando Celestino Rodrigo, ministro de economía durante la presidencia de Isabel Perón, quiso corregir las distorsiones de precios acumuladas tras los controles dispuestos desde mayo de 1973 por el ministro José Gelbard. La feroz crisis económica que sobrevino con este intento de corrección fue conocida popularmente como "rodrigazo", en referencia al apellido de quien emprendió la difícil tarea. El académico Manuel Solanet comenta que esta crisis trajo como consecuencia el fenómeno conocido como "huida del dinero", el cual lleva a un agravamiento de las crisis inflacionarias, en palabras de Solanet:

"...aquella experiencia mostró por primera vez en la Argentina el fenómeno de huida del dinero y su efecto multiplicador de la inflación. Cuando la gente advierte que el dinero pierde valor cada vez más aceleradamente, también se desprende de él más rápidamente. Se apura a gastarlo o a cambiarlo por dólares, oro u otros valores estables. Los billetes permanecen menos tiempo en las billeteras y los depósitos bancarios rotan rápidamente. La velocidad de circulación aumenta y una misma masa de medios de pago sirve para aumentar el número de transacciones, o bien si la producción no aumenta físicamente lo que sucede es que se incrementan los precios."⁶³

En base a esta reflexión de Solanet volvamos a ver la ecuación de igualdad entre la oferta y la demanda monetaria que surge de la ecuación cuantitativa del dinero:

$$M/P = Q/V$$

Como se puede observar, si la velocidad de circulación (V) aumenta, y el producto (Q) permanece constante o aumenta en menor magnitud a la velocidad de circulación, la demanda de dinero disminuye, por lo que en un contexto de incremento de la oferta monetaria nominal (M), el mantenimiento de la igualdad demandará un incremento del nivel de precios (P), es decir habrá mayor inflación.

Los controles o "acuerdos" de precios, tantas veces instrumentados en la Argentina, parecieran no contemplar la naturaleza monetaria de la inflación, expresada en la ecuación cuantitativa. Con estos controles se ataca la consecuencia y no las causas del problema. Siendo los precios un conjunto de señales que orienta a los agentes económicos en la toma de decisiones para la asignación de sus recursos, controlarlos o acordarlos constituye un ataque al mensajero, por lo que de ninguna manera un plan efectivo contra el mal inflacionario puede basarse en estos controles.

Desde un punto de vista conceptual riguroso cabe preguntarse si los papeles de curso legal emitidos por el BCRA constituyen efectivamente moneda o si en realidad no califican para ser considerados como tal. En rigor, para ser moneda estas emisiones deben cumplir con 3 requisitos:

1- Medio de intercambio: deben ser aceptadas ampliamente como medio de intercambio indirecto de bienes y servicios, evitando los inconvenientes propios del trueque.

63 Solanet, M.A. 24 de junio de 2015. Historia y Causas de la Inflación en la Argentina. Buenos Aires: Academia Nacional de Ciencias Morales y Políticas. Recuperado de <https://www.ancmyp.org.ar/user/files/Solanet.D.15.pdf> (p. 13)

2- Unidad de cuenta: para facilitar el cálculo económico, midiendo el valor de los demás bienes en unidades del bien utilizado como moneda.

3- Reserva de valor: Se espera que la moneda que se posee hoy, pueda ser utilizada en el futuro para la adquisición de bienes y servicios. Por ejemplo, una manzana no serviría como reserva de valor, porque con el paso del tiempo se pudre y ya no tiene valor alguno.

Estrictamente hablando entonces, lo que emite el BCRA no cumple con el requisito de reserva de valor y, en cierta medida y como consecuencia de lo anterior, no resulta adecuada como unidad de cuenta, sobre todo cuando se planifica a largo, o incluso mediano plazo.

Considerando que, desde 1945 se le han quitado 13 ceros a la moneda de curso legal emitida por el BCRA, difícilmente pueda confiarse en que las emisiones de tal entidad sirvan como reserva de valor. Por eso es que muchas veces, al hacer cálculo económico, tanto a futuro, como para analizar períodos de la historia económica argentina, se recurre al dólar estadounidense como unidad de cuenta. "El argentino piensa en dólares" suele decirse.

Esta pésima trayectoria del BCRA afecta al atractivo del dinero emitido por esta entidad a la hora de decidir en qué moneda se ahorrará. La desconfianza lleva a los argentinos a refugiarse principalmente en el dólar estadounidense, el cual cumple en mayor medida el requisito de reserva de valor mencionado.

La desconfianza, bien justificada, hacia los billetes de curso legal emitidos por nuestro Banco Central alienta naturalmente los procesos de fuga de capitales o de crisis cambiarias como el que se está analizando.

2.6.2. Inseguridad jurídica: violación a los derechos de propiedad

Según la Real Academia Española, Seguridad Jurídica es "*el principio general del derecho que impone que toda persona tenga conocimiento cierto y anticipado sobre las consecuencias jurídicas de sus actos y omisiones*". Llevado al ámbito económico el término claramente se relaciona con el respeto a los derechos de propiedad, lo cual a su vez remite a la certeza en el estricto cumplimiento de los contratos. Es decir, si existe seguridad jurídica, los agentes económicos sabrán siempre a qué atenerse, lo cual les inspirará confianza para la realización de transacciones comerciales en él y con el país.

Desgraciadamente en la Argentina la seguridad jurídica es débil, lo cual equivale a decir que se trata de un país jurídicamente inseguro. Esta situación obliga al pago de primas de riesgo elevadas en la emisión de deuda por parte del sector público y también del privado.

Desde lo económico, esta falta de seguridad está relacionada con las sucesivas y escandalosas violaciones a los derechos de propiedad a lo largo de la historia económica reciente. Se enumeran las siguientes en modo no exhaustivo:

2.6.2.1. **Impagos de deuda:** conocidos generalmente como "defaults", los impagos de compromisos financieros asumidos generan desconfianza hacia el deudor incumplidor. La Argentina tiene sus amplios antecedentes de falta de cumplimiento en condiciones de préstamos contraídos. Además del caso reciente de default parcial con los acreedores holdouts, se pueden mencionar dos casos relativamente recientes de grave incumplimiento. Uno fue en 1982 en el marco de la crisis de deuda latinoamericana y el otro fue el escandaloso default de 2002, mientras el país

se encontraba sufriendo la peor crisis de su historia. El anuncio de la cesación de pagos de 2002, realizado en el Congreso, fue vergonzosamente festejado por los legisladores allí presentes.

2.6.2.2. **Plan Bonex:** Instrumentado en 1989, durante la presidencia de Carlos Menem, se trató de un intento de detener la crisis hiperinflacionaria que aquejaba al país en ese entonces y consistió en canjear compulsivamente los depósitos a plazo fijo por bonos a 10 años. El objetivo de los "bonex" era quitar liquidez del mercado para de esta manera tratar de vencer la hiperinflación reinante, mal este último que solo pudo eliminarse mediante la ley de Convertibilidad. El plan Bonex generó un pésimo antecedente de confiscación de ahorros por parte del gobierno argentino, constituyendo un caso más de grave violación a los derechos de propiedad, alimentando así la inseguridad jurídica.

2.6.2.3. **Limitación a extracciones bancarias:** Durante el año 2001, la desconfianza generalizada hacia el sistema bancario, generó un retiro masivo de depósitos de los bancos por parte de ahorristas atemorizados. Como respuesta a esta situación, el nuevo ministro de economía Domingo Cavallo, designado por el debilitado presidente Fernando De La Rúa, decide establecer limitaciones a los retiros de dinero depositados en los bancos. Así, el público pasó a poder retirar solo \$250 (en el marco de la Convertibilidad era equivalente a 250 dólares) por semana, se impusieron además restricciones a cierto tipo de transferencias al exterior.

2.6.2.4. **Pesificación asimétrica:** Iniciado el año 2002 y tras el abrupto final del gobierno de Fernando De La Rúa, se toma una decisión respecto a los depósitos bancarios, y deudas con el sistema financiero y entre particulares denominadas en dólares. Seguía en vigencia la limitación a las extracciones bancarias comentadas en el ítem anterior, las cuales recibieron por parte del público el simpático nombre de "corralito". En este marco es que se decide pesificar todos los depósitos en entidades financieras denominados en moneda extranjera a una relación de \$1,40 por dólar. También serían convertidas a pesos todas las deudas en moneda extranjera con el sistema financiero y entre particulares a una relación de 1 peso por cada dólar tal como regía en la recientemente abandonada paridad. Estas deudas pesificadas serían actualizadas por un Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER). Esta severa violación al cumplimiento de los contratos dio un duro golpe a la seguridad jurídica, y dinamitó así la confianza en el sistema financiero y en el gobierno argentino, cuyas consecuencias persisten en la actualidad. La frase del entonces presidente Eduardo Duhalde de "el que depositó dólares recibirá dólares" quedó grabada colectivamente como símbolo de mentira y de irrespeto por la propiedad privada por parte de la dirigencia política argentina.

2.6.2.5. **Estatización de las AFJPs:** En el año 2008 se sancionó la ley que eliminó las cuentas de capitalización privadas para jubilaciones y pensiones, pasando el sistema previsional a ser completamente estatal o "de reparto". Los más de 70 mil millones de pesos en manos de las administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones (AFJPs) se transfirieron al manejo del Estado, con independencia de las preferencias de los aportantes. Una gravísima violación al respeto de los contratos y de la propiedad privada.

2.6.2.6. **Restricciones en el mercado de capitales:** Este tema se ha tratado anteriormente bajo el título **Restricciones en mercado cambiario**. Como se puede deducir de su lectura, implicó un nuevo atentado a la seguridad jurídica al limitar severamente la libertad de contratación, perjudicando la actividad económica y la misma credibilidad del Estado argentino en cuanto al respeto por las libertades económicas.

Estos casos de graves violaciones a la seguridad jurídica son solo algunos de los muchos que en la historia argentina reciente los distintos gobiernos han cometido. Nuestras crisis económicas

tienen mucho que ver con la desconfianza que imprimen estos atropellos institucionales, por eso es que los mismos no deben omitirse al momento de reflexionar acerca de las causas de la crisis cambiaria bajo estudio.

2.7. La crisis argentina de abril-mayo 2018 y su relación con los principales modelos teóricos

A continuación, se relacionará la crisis, con los 3 tipos de modelos teóricos sobre colapsos de tipos de cambio, para así poder analizar en qué medida estos aportes teóricos explican lo sucedido en abril y mayo de 2018 en nuestro país. Recuérdese que el tipo de cambio no era estrictamente fijo, sino que estaba siendo reprimido por la política antiinflacionaria adoptada.

2.7.1. En relación a los modelos de primera generación: Se explicó anteriormente que estos modelos hacen énfasis en la imposibilidad de sostener en el tiempo el tipo de cambio para el caso en que el gobierno incurra en un persistente déficit fiscal. La monetización del déficit lleva inevitablemente a la pérdida constante de reservas. Las reservas disminuirán a ritmo moderado inicialmente hasta que los operadores financieros juzguen que es el momento del ataque especulativo, entonces la caída de las reservas será vertiginosa.

En efecto, como se ha analizado en este trabajo, la crisis cambiaria argentina de abril-mayo de 2018 fue precedida de un persistente déficit fiscal. El año 2008 fue el último de superávit, por lo que al inicio de la crisis cambiaria la situación deficitaria llevaba poco más de 9 años. Hasta 2015 inclusive, la monetización del déficit fue principalmente instrumentada mediante la asistencia directa al tesoro por parte del BCRA al comprar, éste último, los títulos emitidos por aquel. Desde 2016 el déficit fue siendo monetizado mediante la compra por parte del Banco Central de los dólares recibidos por el gobierno al emitir, éste último, deuda en los mercados internacionales. Este mecanismo evitaba la constante erosión de las reservas planteada en los modelos de primera generación. Incluso, hubo aumento en las reservas durante gran parte de la gestión del gobierno de Cambiemos. La caída de las mismas comenzó a darse con fuerza a partir del 25 de abril de 2018, cuando los especuladores emprendieron un intenso ataque a la moneda local, un día antes de la entrada en vigencia del "impuesto a la renta financiera" sobre las Letras del Banco Central para inversores extranjeros.

La inevitabilidad de la suba del tipo de cambio es otro de los elementos característicos de estos modelos. Al respecto, los esfuerzos del Banco Central de la República Argentina para contener el tipo de cambio ante el ataque especulativo no llevaron a los especuladores a abandonar la ofensiva, y la depreciación del peso se tuvo que producir, inevitablemente. En efecto, el BCRA respondió con fuertes subas en las tasas de interés y ventas de divisas que no pudieron calmar el apetito de la demanda. Los especuladores anticiparon el desenlace y actuaron en consecuencia. Y aunque previamente no se observaba un nivel de reservas en franco descenso, las mismas eran exiguas en comparación al elevado stock de pasivos del BCRA, de hecho, la diferencia negativa entre el nivel de reservas medido en pesos y el stock de pasivos remunerados de la entidad monetaria, se venía incrementando peligrosamente. Los atacantes detectaron la insostenibilidad de esta situación, y por lo tanto la inevitabilidad de la corrección cambiaria.

En síntesis, la crisis comparte con los modelos de primera generación las siguientes características: persistente déficit fiscal, monetización del mismo, fuerte ataque especulativo en un momento determinado y, presumiblemente, inevitabilidad de la suba del tipo de cambio. No comparte: pérdida constante de reservas.

2.7.2. En relación a los modelos de segunda generación: Estos modelos enfatizan en las expectativas y en la dinámica autogeneradora de la crisis, aunque no existan inconsistencias en la política económica. Como se pudo apreciar, inconsistencias había, y fueron determinantes. Pero también hubo un fuerte cambio de expectativas con motivo de dos factores contextuales exógenos, a saber: la feroz sequía que impactó negativamente en el ingreso de divisas y la suba de tasas de interés en los Estados Unidos. A estas dos restricciones se les unió la entrada en vigencia del flamante "impuesto a la renta financiera", de este modo las expectativas cambiaron y en consecuencia los operadores decidieron atacar.

El carácter autogeneracional se observó en el hecho de que la elevada pérdida de reservas en los días previos a la depreciación, junto con las fuertes subas de la tasa de interés, no desalentaron a los especuladores. Más costos percibidos en la defensa del tipo de cambio, mayor la percepción de ocurrencia de la depreciación de la moneda local.

El gobierno tuvo que sopesar los costos esperados del abandono de la lucha por la contención del tipo de cambio con los relacionados con la continuación de los esfuerzos por reprimirlo. La lucha por contener el precio de la divisa estaba demandando un muy elevado nivel de reservas, así como altas tasas de interés que habrían de afectar cada vez más intensamente a la actividad económica. Resignarse a la depreciación de la moneda implicaba costos políticos y sociales. Por el lado político el gobierno perdería credibilidad, por el lado social, el empeoramiento en el nivel de consumo golpearía a gran parte de la población, generando un enorme descontento, y alimentaría a su vez los costos políticos. No se abandonaron del todo los esfuerzos, cabe destacar. Pues, si bien el tipo de cambio nominal pasó a un nivel bastante más alto, no se renunció a los intentos de contención luego de la depreciación de la moneda. El análisis y explicación de esto último excede a los objetivos de este trabajo, que se enfoca en las causas de la crisis y no en los equilibrios posteriores.

En síntesis, se comparte con los modelos de segunda generación: un cambio brusco de expectativas, interacción gobierno-público que lleva a una dinámica autogeneracional debido al aumento percibido en los costos de la defensa de la paridad. No se comparte: la innecesidad de inconsistencias de política económica.

2.7.3. En relación a los modelos de tercera generación: La tercera generación de modelos plantea la previa apertura al mercado financiero internacional, algo que podemos asimilar a la eliminación de los controles cambiarios y al arreglo con los acreedores con los que la Argentina se encontraba en default. Estos modelos, recordemos, alertan sobre el fuerte endeudamiento que se produce luego de la apertura, aprovechando un mercado financiero enorme en relación al pequeño sistema financiero local. Así ocurrió también en nuestro país, aunque el endeudamiento externo se dio más bien por parte del sector público para financiar sus problemas presupuestarios. Esta diferencia con respecto a la crisis asiática de 1997, inspiradora de la tercera generación de modelos, evitó que el sistema financiero local se viera afectado por problemas de balance (deudas a corto plazo en moneda extranjera contra activos a largo plazo en moneda local). Tampoco hubo corrida bancaria en el año 2018, por lo que la crisis fue solo cambiaria en el citado año, sin golpear al sistema bancario.

La tercera generación también comenta acerca de la apreciación real de la moneda local que podría producirse luego de la apertura, lo cual sucedió en nuestro país. Pero con todo, la crisis cambiaria de abril-mayo 2018 no fue una crisis gemela como las planteadas en tales modelos, dado que los bancos no sufrieron mayores sobresaltos.

En síntesis, se comparte con los modelos de tercera generación: apertura a los mercados financieros internacionales, mercado financiero local poco desarrollado, fuerte endeudamiento en moneda extranjera con apreciación real de la moneda local. No se comparte: problemas de balance en bancos, ni corrida bancaria.

2.7.4. En síntesis, sobre los tres tipos de modelos y la crisis argentina de abril-mayo 2018

Si bien no puede explicarse la crisis de manera total o exclusiva mediante un solo modelo, o a través de una sola generación de éstos, cada uno de ellos nos brinda herramientas de análisis que nos ayudan a comprender la gestación y el desencadenamiento de la crisis bajo estudio. Como se analizó recientemente, los de primera generación refieren a los desequilibrios presupuestarios persistentes que son monetizados y llevan a la pérdida de reservas y al predecible colapso de la paridad defendida. Los de segunda generación enfatizan en los cambios de expectativas y en la interacción público-gobierno que imprime un carácter autogeneracional a la crisis. Los de tercera generación advierten acerca del sobre endeudamiento externo que se produce tras la apertura financiera, así como la apreciación real de la moneda local y los riesgos para el sistema bancario existente. Si bien durante la crisis de 2018 bajo estudio no se presentó crisis bancaria, el aporte teórico de la tercera generación tiene su importancia, dado que, de encontrarse el sistema bancario en una situación más vulnerable, la crisis también podría haber golpeado a los bancos.

Como todo fenómeno económico, el que se abordó en este trabajo tiene sus peculiaridades, pero también ofrece sus puntos en común con otras crisis similares. Es por esto último, que el marco teórico sobre crisis cambiarias es el punto de partida obligado para adentrarse en el entendimiento de las causas de la crisis cambiaria argentina manifestada en abril-mayo de 2018.

2.8. Conclusión

Los conceptos y herramientas básicas y generales de la teoría económica, así como aquellos aportes específicos brindados por los modelos sobre crisis cambiarias, nos permiten analizar y comprender cómo y por qué se fue gestando el colapso y entender asimismo su brusca manifestación en los meses de abril y mayo de 2018.

Dado que este trabajo se enfoca en las causas de la crisis acaecida en los mencionados meses, no se aborda el estudio de la continuidad de la misma. Tal cosa además excedería el horizonte temporal bajo análisis.

Las causas abarcan factores exógenos de imposible control por parte del gobierno, así como errores de política económica. En cuanto a los primeros se observan restricciones internacionales y fenómenos climáticos adversos. En cuando a los segundos, se detectan fallos en la política económica implementada por el gobierno asumido a fines de 2015 así como graves desequilibrios generados por la gestión anterior.

En lo internacional, la suba del rendimiento de los bonos del tesoro estadounidense, fue determinante por su efecto de encarecimiento en los costos de endeudamiento, siendo particularmente crítico para una economía cuyo programa gradual de reducción del déficit fiscal, entre otros desequilibrios, requería de constante emisión de deuda soberana. Mayores tasas en los Estados Unidos unidas al inoportuno "impuesto sobre la renta financiera" provocaron una fuerte

fuga de capitales desde nuestra endeble economía hacia instrumentos de inversión de mayor seguridad. Estos sucesos, es decir, la suba de tasas internacionales y la inoportuna nueva imposición a los rendimientos de instrumentos financieros locales, se dieron bajo un contexto de acumulación de desequilibrios fiscales y comerciales, con creciente stock de pasivos remunerados emitidos por el Banco Central, todo ello en una peligrosa descoordinación entre la política monetaria y la política fiscal por parte del plan gradualista de corrección de los desequilibrios macroeconómicos recibidos como herencia del gobierno anterior. A las dificultades crecientes mencionadas se sumó una súbita percepción de pérdida de independencia del Banco Central ante la imprudente interposición de Jefatura de Gabinete en el funcionamiento del sistema de metas de inflación, minando la autoridad del presidente de la entidad monetaria.

La creciente falta de confianza en el gobierno no solo se debía a la errática implementación del plan gradualista sino también a la ausencia de reformas estructurales, necesarias éstas para animar a inversores a llevar a cabo emprendimientos de largo plazo que permitan empujar positivamente el empleo y la producción y en consecuencia la demanda de moneda local. Las ansiadas reformas en el ámbito laboral, previsional y fiscal seguían pendientes, en gran medida por falta de acuerdo y convicción de las principales fuerzas políticas, pero también por la rígida oposición de sectores sindicales e intelectuales de influencia.

Desde la teoría económica se encuentran las tres generaciones de modelos sobre crisis cambiarias, que aportan algunas luces para el entendimiento del fenómeno concreto bajo estudio, sin ser explicado este último, entera y exclusivamente por algún modelo específico. Cada una de las tres generaciones ofrece su aporte. La primera generación explica la incompatibilidad entre el intento de contener el tipo de cambio y la persistencia de un déficit fiscal financiado con emisión monetaria, así como ofrece algunas pautas para la predicción del momento de ocurrencia del ataque especulativo. La segunda generación enfatiza en el carácter autogeneracional de la crisis, dónde el gobierno debe sopesar los costos de la defensa del tipo de cambio con aquellos relacionados con la permisión de su modificación hacia el alza. La tercera generación advierte sobre el endeudamiento externo que sigue a la apertura a los mercados de capitales internacionales, así como sobre los problemas causados por la apreciación real de la moneda local y sobre los riesgos a los cuales está sometido el sistema bancario de cualquier país emergente bajo este contexto de apertura-endeudamiento.

A los factores exógenos y a la mala praxis, tanto por parte de la gestión de la coalición Cambiemos como por parte del gobierno anterior, se agrega la fuerte desconfianza que genera el Estado argentino, y en particular la moneda emitida por su Banco Central. Desconfianza motivada por las severas violaciones a los derechos de propiedad observadas en la historia económica reciente, así como por la persistencia del fenómeno inflacionario como mal estructural asociado a excesos presupuestarios graves y persistentes.

Llegado a su final, se espera que este trabajo resulte de utilidad para el entendimiento de las causas del fenómeno económico analizado y que su lectura suscite asimismo interés intelectual para posteriores aportes en las áreas temáticas abordadas.

3. ANEXOS

3.1. ANEXO 1. Sector externo y deuda externa 1992 a 2001

		1992	1993	1994	1995	1996
Sector Externo						
Exportaciones de bienes (fob)	Millones de dólares	12.235	13.118	15.839	20.963	23.811
Importaciones de bienes (cif)	Millones de dólares	14.872	16.784	21.590	20.122	23.762
Saldo comercial	Millones de dólares	-2.637	-3.666	-5.751	842	49
Coefficiente de Exportaciones	Como porcentaje del PIB	4,5	4,6	5,1	6,8	7,3
Coefficiente de Importaciones	Como porcentaje del PIB	5,4	5,9	7,0	6,5	7,3
Saldo de la cuenta corriente	Millones de dólares	-5.558	-8.209	-10.981	-5.104	-6.755
Saldo de la cuenta corriente	Como porcentaje del PIB	-2,0	-2,9	-3,6	-1,7	-2,1
Deuda						
Deuda Externa Total	Millones de dólares	63.950	73.654	87.524	101.462	114.423
Deuda Externa Privada	Millones de dólares	13.272	20.048	26.257	34.271	40.310
Deuda Externa Pública	Millones de dólares	50.678	53.606	61.268	67.192	74.113
Deuda Externa Pública	Como porcentaje del PIB	18,5	18,9	19,9	21,8	22,7
		1997	1998	1999	2000	2001
Sector Externo						
Exportaciones de bienes (fob)	Millones de dólares	26.431	26.434	23.308	26.341	26.542
Importaciones de bienes (cif)	Millones de dólares	30.450	31.378	25.508	25.280	20.319
Saldo comercial	Millones de dólares	-4.020	-4.944	-2.200	1.061	6.223
Coefficiente de Exportaciones	Como porcentaje del PIB	7,5	7,4	6,9	7,7	8,3
Coefficiente de Importaciones	Como porcentaje del PIB	8,7	8,8	7,5	7,4	6,3
Saldo de la cuenta corriente	Millones de dólares	-12.116	-14.465	-11.910	-8.955	-3.780
Saldo de la cuenta corriente	Como porcentaje del PIB	-3,5	-4,0	-3,5	-2,6	-1,2
Deuda						
Deuda Externa Total	Millones de dólares	129.964	147.634	152.563	155.015	166.272
Deuda Externa Privada	Millones de dólares	55.052	64.523	67.813	70.079	78.365
Deuda Externa Pública	Millones de dólares	74.912	83.111	84.750	84.936	87.907
Deuda Externa Pública	Como porcentaje del PIB	21,4	23,2	25,0	25,0	27,3

Fuente: CEI en base a Banco Central de la República Argentina, Ministerio de Economía e INDEC

<http://www.cei.gob.ar/>

Fuente: Ministerio de Hacienda www.minhacienda.gob.ar/datos/. Base de Datos Económicos Agregados (Series de Tiempo). Intercambio Comercial Argentino. <https://apis.datos.gob.ar/series/api/dump/sspm/series-tiempo.xlsx>

3.2. ANEXO 2. Precio dólar para la venta Banco Nación Argentina. Enero a mayo 2018
 (Elaboración propia en base a Banco Nación Argentina)

Fecha	Precio								
02/ene	18,65	01/feb	19,65	01/mar	20,4	03/abr	20,4	02/may	21,45
03/ene	18,7	02/feb	19,75	02/mar	20,5	04/abr	20,45	03/may	23,3
04/ene	18,9	05/feb	19,75	05/mar	20,45	05/abr	20,45	04/may	22,2
05/ene	19,1	06/feb	19,85	06/mar	20,6	06/abr	20,45	07/may	22,3
08/ene	19,3	07/feb	19,9	07/mar	20,65	09/abr	20,45	08/may	22,8
09/ene	19,2	08/feb	20,2	08/mar	20,65	10/abr	20,45	09/may	23,1
10/ene	18,85	09/feb	20,25	09/mar	20,5	11/abr	20,4	10/may	23,1
11/ene	18,95	14/feb	20,15	12/mar	20,45	12/abr	20,45	11/may	23,7
12/ene	18,95	15/feb	19,95	13/mar	20,45	13/abr	20,45	14/may	25,3
15/ene	19	16/feb	20	14/mar	20,45	16/abr	20,45	15/may	24,5
16/ene	19,15	19/feb	20,15	15/mar	20,6	17/abr	20,45	16/may	24,8
17/ene	19,1	20/feb	20,1	16/mar	20,45	18/abr	20,45	17/may	24,8
18/ene	19,1	21/feb	20,15	19/mar	20,45	18/abr	20,45	18/may	24,9
19/ene	19,25	22/feb	20,2	20/mar	20,5	19/abr	20,4	21/may	24,9
22/ene	19,35	23/feb	20,2	21/mar	20,55	20/abr	20,45	22/may	24,8
23/ene	19,6	26/feb	20,45	22/mar	20,5	23/abr	20,5	23/may	24,9
24/ene	19,9	27/feb	20,45	23/mar	20,45	24/abr	20,5	24/may	25,1
25/ene	19,8	28/feb	20,35	26/mar	20,45	25/abr	20,5	28/may	25,2
26/ene	19,8			27/mar	20,45	26/abr	20,8	29/may	25,4
29/ene	19,8			28/mar	20,4	27/abr	20,8	30/may	25,4
30/ene	19,85							31/may	25,4

3.3. ANEXO 3. Reservas BCRA. Enero a mayo 2018 (Elaboración propia en base a Banco Central de la República Argentina)

Fecha	Reservas del BCRA en millones de dólares	Fecha	Reservas del BCRA en millones de dólares	Fecha	Reservas del BCRA en millones de dólares	Fecha	Reservas del BCRA en millones de dólares	Fecha	Reservas del BCRA en millones de dólares
02/01/18	55731	01/02/18	62174	01/03/18	61450	03/04/18	61548	02/05/18	55998
03/01/18	55706	02/02/18	62216	02/03/18	61767	04/04/18	61566	03/05/18	56147
04/01/18	55623	05/02/18	62228	05/03/18	61707	05/04/18	61667	04/05/18	56015
05/01/18	55459	06/02/18	62367	06/03/18	62456	06/04/18	61610	07/05/18	55593
08/01/18	55261	07/02/18	62622	07/03/18	62610	09/04/18	61668	08/05/18	55196
09/01/18	55130	08/02/18	62565	08/03/18	62515	10/04/18	61769	09/05/18	57016
10/01/18	55022	09/02/18	62587	09/03/18	62414	11/04/18	61840	10/05/18	56322
11/01/18	63906	14/02/18	62665	12/03/18	62364	12/04/18	61832	11/05/18	54428
12/01/18	63683	15/02/18	62460	13/03/18	62390	13/04/18	61648	14/05/18	53422
15/01/18	63746	16/02/18	62313	14/03/18	62235	16/04/18	61377	15/05/18	52727
16/01/18	63588	19/02/18	62292	15/03/18	61951	17/04/18	61476	16/05/18	52433
17/01/18	63504	20/02/18	62217	16/03/18	61689	18/04/18	61364	17/05/18	54427
18/01/18	63378	21/02/18	62268	19/03/18	61604	19/04/18	62456	18/05/18	54321
19/01/18	63225	22/02/18	62226	20/03/18	61559	20/04/18	61599	21/05/18	54274
22/01/18	63148	23/02/18	62118	21/03/18	61616	23/04/18	61185	22/05/18	54262
23/01/18	63122	26/02/18	62124	22/03/18	61137	24/04/18	60795	23/05/18	53598
24/01/18	63167	27/02/18	61815	23/03/18	60899	25/04/18	59424	24/05/18	52102
25/01/18	62943	28/02/18	61509	26/03/18	60920	26/04/18	58401	28/05/18	51930
26/01/18	62533			27/03/18	60722	27/04/18	56623	29/05/18	50922
29/01/18	62403			28/03/18	61726			30/05/18	50590
30/01/18	62242							31/05/18	50098
31/01/18	62024								

4. Bibliografía:

-Benegas Lynch (h), A.; (Octubre 1985). ¿Autoridad monetaria, norma monetaria o moneda de mercado?. Revista Libertas 3. Instituto Universitario ESEADE. Recuperado de http://www.eseade.edu.ar/files/Libertas/47_4_Benegas%20Lynch.pdf

-Cachanosky, N. Reflexiones sobre la economía argentina. DRAFT ONLY. www.ncachanosky.com
Recuperado de:
http://www.ncachanosky.com/uploads/7/4/7/8/7478847/reflexiones_sobre_la_economia_argentina.pdf

-Cámara Argentina de Comercio y Servicios. Julio de 2018. Historia de la inflación en Argentina. Unidad de Estudios y Proyectos Especiales. (p. 01)
http://www.cac.com.ar/data/documentos/10_Historia%20de%20la%20inflaci%C3%B3n%20en%20Argentina.pdf

-Cottani J; Oliveros-Rosen E. 8 de noviembre de 2016 "Metas de inflación en América Latina: ¿Qué hemos aprendido?". S&P Global Ratings. Recuperado de
https://www.spratings.com//documents/20184/1491337/ER_LA_Noviembre8_2016_MetasdeinflacionenAmericaLatinaQuehemosaprendido/db2ba999-68dc-4ead-af2c-9b081d96854e

-Cuadrado Roura J.R; y otros (2006). Política Económica. Objetivos e instrumentos. Reimpresión revisada de la tercera edición. McGraw-Hill.

- Dornbush, R.; Fischer, S.; Startz, R. Macroeconomía. (2004). Novena edición. McGraw-Hill. Colombia.
- Flood, R.; Garber, P. (1984): "Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples", Journal of International Economics.
- Frenkel R. (2008). Tipo de cambio real competitivo, inflación y política monetaria. Jornadas Monetarias y Bancarias 2008. Buenos Aires: BCRA. Recuperado de http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/BCRA/R_Frenkel_020908.pdf
- Indacochea, A.; Octubre de 1992. Finanzas en Inflación. Quinta Edición. Recuperado de <https://indacocheanoticias.files.wordpress.com/2013/01/finanzas-en-inflacion3b3n-92.pdf>
- Instituto Provincial de Estadísticas y Censos. Noviembre de 2017. METAS DE INFLACIÓN ("Inflation Targeting"): de la teoría a su aplicación en Argentina. Santa Fe: IPEC. Recuperado de <https://www.santafe.gob.ar/index.php/web/content/download/242880/1279778/version/2/file/metast-inflacion.pdf>
- Kaminsky, Graciela, L., and Carmen M. Reinhart. 1999. "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems." American Economic Review, 89 (3): 473-500.
- Krugman, Paul. (Aug., 1979). A Model of Balance-of-Payments Crises. Source: Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 11, No. 3, pp. 311-325. Published by: Ohio State University Press
Stable URL: <http://www.jstor.org/stable/1991793>
- Larraín F.; Sachs J. (2002). Macroeconómica en la economía global., 2da ed. Pearson Education. Buenos Aires.
- Mir, A.; Nadin, A.; Panighel, B.; 27 de diciembre de 2018. Impuesto a la renta financiera: Elevada penalización al ahorro en pesos durante 2018. Instituto Argentino de Análisis Fiscal. Recuperado de https://drive.google.com/file/d/1Tm67uIyTCuCGED_LmmES9ZirMUi_nGbK/view?usp=sharing
- Obstfeld, Maurice (1994): "The Logic of Currency Crises", National Bureau for Economic Research, Working Paper No. 4640.
- Obstfeld, Maurice (1996): "Models of Currency Crises with self fulfilling Features", European Economic Review No. 40.
- Papp, Paula I. Junio 2002. Control de la Inflación en Argentina . Econlink (06 de Jul de 2012). Recuperado de: <https://www.econlink.com.ar/economia/inflacion/inflacion.shtml> (Consultado el 05 de Abr de 2019)
- Presidencia de la Nación (2016). EL ESTADO DEL ESTADO. Diagnóstico de la Administración Pública en diciembre de 2015. Recuperado de http://www.sigen.gob.ar/pdfs/el_estado_del_estado.pdf
- Solán, M.A. 24 de junio de 2015. Historia y Causas de la Inflación en la Argentina. Buenos Aires: Academia Nacional de Ciencias Morales y Políticas. Recuperado de <https://www.ancm.org.ar/user/files/Solanet.D.15.pdf>