



Universidad de  
**San Andrés**

Universidad de San Andrés

Departamento de Economía

Licenciatura en Economía

**¿Por qué la Argentina pasó de un importante superávit fiscal y de cuenta corriente del balance de pagos a inicios de los 2000s a un fuerte déficit en ambos balances años después?**

Autor: María del Pilar Vigo Malusardi

Legajo: 26277

Mentor: Jorge Baldrich

Victoria. Diciembre de 2018

¿Por qué la Argentina pasó de un importante superávit fiscal y de cuenta corriente del balance de pagos a inicios de los 2000s a un fuerte déficit en ambos balances años después?

María del Pilar Vigo Malusardi<sup>1</sup>

*Universidad de San Andrés*

Resumen

El siguiente trabajo tiene como objetivo comprender la dinámica de la macroeconomía argentina en los últimos años. Particularmente, se propone estudiar los desequilibrios macroeconómicos tanto internos como externos entre los años 2003 y 2015.

En los comienzos de los 2000s, Argentina atravesaba una situación de superávit fiscal y de cuenta corriente de la balanza de pagos –conocida como “superávits gemelos”–. En el año 2003, el superávit fiscal primario se ubicaba en 1.9% del producto bruto interno (“PIB”) –el superávit fiscal era 0.2% del PIB– mientras que el superávit de cuenta corriente era del 8.0% del PIB. Sin embargo, durante los años siguientes, el país sufre un ininterrumpido deterioro de ambas cuentas y arriba a un déficit fiscal del orden del 3.8% del PIB y déficit de cuenta corriente de 2.5% del PIB en el año 2015. En ese contexto, la presente tesis propone analizar las variables que causaron tal deterioro económico y, así, entender lo trascendido durante dicho período (2003-2015), el cual coincide con el gobierno kirchnerista –es decir, las presidencias de Néstor Kirchner y Cristina Fernández de Kirchner–. Principalmente, se observa un fuerte crecimiento del gasto público –impulsado en gran medida por un aumento significativo del gasto social y también de los subsidios, en especial al transporte y a la energía– que no es acompañado por un aumento igual en la recaudación.

---

<sup>1</sup> Agradezco a Jorge Baldrich, mi mentor, por su apoyo a lo largo de la carrera y, en especial, por su interés en la propuesta de investigación, su gran predisposición y paciencia durante la elaboración del trabajo, y su aliento para que lo concluyera. También quiero agradecerle a mi familia –en particular a mi madre, mis hermanas y mi abuela, mis mayores promotoras durante estos cuatro años– por confiar en mí y acompañarme. Agradezco a mi madre por ser mi inspiración, guía y principal apoyo, a mi hermana Luna por compartir largas noches de estudio, a mi hermana Mora y mi abuela Mamama por animarme a terminarla, y –finalmente– a mi hermana Juana por transmitirme su buena energía.

En lo que refiere a la recaudación, es posible afirmar que su aumento se debe a un incremento de los impuestos –en especial a partir del año 2012– y de los derechos de exportación e importación. Sin embargo, se observa que la apreciación cambiaria, la disminución del comercio internacional y las restricciones a la compra de divisas impactan en el volumen exportado e importado y, por consiguiente, presionan sobre la recaudación de los derechos del comercio exterior. A su vez, la apreciación del tipo de cambio, el aumento de las alícuotas al sector exportador que desincentivan las exportaciones, la desmejora de los precios internacionales de los *commodities* y el aumento de importaciones de energía debilitan la balanza comercial. Frente a lo expuesto, es sencillo deducir que para el año 2015 la Argentina se hallara inmersa en un contexto de déficits gemelos.



Universidad de  
**San Andrés**

## Índice

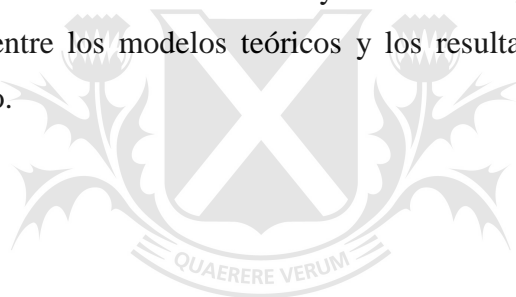
<b>1.</b>	<b>Motivación</b> .....	<b>4</b>
<b>2.</b>	<b>Marco teórico</b> .....	<b>6</b>
2.1	Modelo dinámico para una economía pequeña y abierta .....	7
2.2	Estado de la literatura .....	9
2.2.1	Modelo Mundell-Fleming modificado por hipótesis sobre el consumo y el ahorro .....	12
<b>3.</b>	<b>La trinidad imposible y el caso argentino</b> .....	<b>16</b>
3.1	Análisis de las cuentas fiscales .....	18
3.1.1	El avance de los tributos .....	20
3.1.2	El gasto público .....	23
3.1.3	El cáncer de la Argentina: el déficit fiscal .....	26
3.2	Análisis de las cuentas internacionales .....	30
3.2.1	El déficit de cuenta corriente: ¿Hijo del déficit fiscal? .....	32
<b>4.</b>	<b>Conclusión</b> .....	<b>41</b>
4.1	¿Causalidad reversa? .....	43
4.2	Nueva gestión y cambio de paradigma .....	45
<b>5.</b>	<b>Bibliografía</b> .....	<b>48</b>

## 1. Motivación

“Se decidió eliminar el principal problema económico de Argentina: el déficit fiscal” (Argarañaz, 2018). A diario se leen noticias sobre la delicada situación de las cuentas fiscales del país. Es sabido que el gobierno de Mauricio Macri ha propuesto, en el marco del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (“FMI”), eliminar completamente el déficit fiscal primario para el 2019. A partir de esta decisión, han surgido arduos y acalorados debates acerca de la viabilidad del plan en cuestión. Sin embargo, para entender si eventualmente se pudieran equilibrar las cuentas fiscales –es decir, que el déficit fiscal sea nulo– para el año 2019 es crucial entender cómo y por qué se arribó en primera instancia a tal situación. Si nos retrotraemos a principios de los 2000s, es posible observar una situación completamente diferente, más bien opuesta. En el año 2001, la Argentina contaba con un superávit fiscal primario del orden del 0.5% del PIB, el cual alcanzó su máximo en 2004 (3.4% del PIB). A partir de entonces, el balance fiscal se fue deteriorando y es en el año 2010 cuando comienzan a observarse los primeros valores negativos (déficit fiscal primario del 0.2% del PIB ese mismo año). Finalmente, se llega a un déficit primario de 3.8% del PIB en el año 2015, el cual continúa incrementándose para finalmente alcanzar el 4.2% del PIB en 2016 (luego se reduce levemente a 3.8% del PIB en el año 2017). No obstante, el déficit fiscal no es el único desequilibrio al cual se enfrenta la Argentina hoy en día. También existe un déficit de cuenta corriente, lo que hace que la crisis sea aún más difícil de atravesar y sobrellevar. Sin embargo, en el año 2003 el superávit de cuenta corriente del balance de pagos se encontraba en 5.8% del PIB. Al igual que como ocurre con el balance fiscal, el déficit en la cuenta corriente se observa por primera vez en el año 2010 (0.4% del PIB) y continúa aumentando hasta alcanzar el 2.5% del PIB en el año 2015. Por tal razón, muchos economistas llaman al desequilibrio de la cuenta corriente “hijo del déficit fiscal”. ¿Es ésta la manera correcta de nombrarlo? ¿Existe una correlación entre el déficit fiscal y el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos? En la jerga económica se conoce al conjunto del superávit (déficit) fiscal y de cuenta corriente como “superávits (déficits) gemelos” y debido a ello nos referiremos al término de ese modo a lo largo de la tesis. A partir de esta problemática, es pertinente preguntarse: ¿Qué ocurrió entre el año 2003 y 2015 que condujo a la Argentina de superávits gemelos a déficits gemelos? ¿En qué medida las políticas aplicadas durante el gobierno kirchnerista provocaron los

desequilibrios internos y externos? ¿El contexto internacional jugó en contra y tuvo su cuota de responsabilidad? Frente a estas inquietudes, el presente trabajo investigará acerca de la relación entre ambas cuentas e intentará dar respuesta a las preguntas anteriormente planteadas.

La presente tesis está organizada de la siguiente manera: La sección 2 se explayará en la motivación del estudio y realizará un relevamiento de la bibliografía previa y modelos teóricos que tratan la temática estudiada. Luego, en la sección 3 se enmarcará al lector en el período abarcado a través de un breve recorrido histórico y se realizará un análisis cualitativo y cuantitativo de la situación macroeconómica argentina durante el período 2003-2015, con foco en el análisis de las cuentas fiscales e internacionales. Por último, en la sección 4, se presentarán las reflexiones finales y la conclusión, con el fin de contrastar y realizar un paralelismo entre los modelos teóricos y los resultados hallados a partir del estudio del caso argentino.



Universidad de  
**San Andrés**

## 2. Marco teórico

A lo largo de la Historia del Pensamiento Económico se ha ido desarrollando un debate acerca de cuál es la manera más conveniente de financiar un aumento del gasto del Estado. Es posible observar aun en los autores clásicos como Hume (1953), Smith (1917), Ricardo (1937) y Mill (1973) sobradas referencias al asunto y al tratamiento teórico que el mismo ha tenido. No obstante, como sostiene Mundell (1993), las implicancias teóricas del tema no pueden ser abordadas dejándose de lado el contexto histórico en el cual son afirmadas las proposiciones en cuestión. Por ejemplo, no es lo mismo suponer una expansión fiscal en un régimen de tipo de cambio fijo que llevar a cabo la misma medida en un régimen de tipo de cambio flexible. Por lo tanto, los diversos aportes en esta materia deben ser considerados a la luz de cada contexto político, social y económico en particular. Así pues, cabe destacar que los cambios que se han suscitado a lo largo de la Historia del Pensamiento Económico en lo que concierne al tratamiento de la política económica, tanto en su aspecto fiscal, monetario, de manejo de deuda o de adopción del sistema cambiario, remiten necesariamente al contexto histórico en el cual han sido formuladas, y, principalmente, al sistema monetario internacional vigente al momento de ser desarrollado el argumento.

Con respecto a determinados estudios que intentan evaluar o establecer la relación entre el equilibrio interno y externo de un sistema económico, se vislumbra una pretensión de sintetizar todos los anteriores desarrollos teóricos. Por lo que se refiere a esta iniciativa, Mundell la denomina “The Classical Renaissance” (1993). Es así como, por ejemplo, en estudios que hacen alusión a la relación entre ahorro interno y ahorro externo se encuentran modelos que formulan la existencia de agentes Ricardianos, no Ricardianos y *shocks* de productividad, tal como se observa en Bussière, Fratzcher y Müller (2010).

## 2.1 Modelo dinámico para una economía pequeña y abierta

Considerando el gasto en bienes y servicios producidos en una economía abierta, donde parte de la producción se vende en el propio país y el remanente se exporta, se puede arribar a la siguiente expresión:

$$Y = C + I + G + X - M \quad (1)$$

donde  $Y$  es el producto total de la economía abierta;  $C$ , el consumo de bienes y servicios de la economía abierta;  $I$ , el gasto en inversión de la economía abierta;  $G$ , el gasto público de la economía abierta;  $X$ , lo producido en exportaciones; e  $M$ , el gasto en importaciones.

La ecuación expuesta en (1) es una identidad de la contabilidad nacional. Reordenando los términos se deduce que:

$$XN = Y - (C + I + G) \quad (2)$$

siendo  $XN$  las exportaciones netas,  $Y$  la producción nacional, y el término  $(C + I + G)$  el gasto interior de la economía abierta. Así, se puede inferir que el gasto interior no tiene que ser igual a la producción de bienes y servicios. Si la producción es superior al gasto interior, se exporta la diferencia y las exportaciones netas son positivas. Si la producción es inferior al gasto interior, se importa la diferencia y las exportaciones netas son negativas.

De la identidad expresada en (1), se obtiene que:

$$XN = (Y - G - C) - I \quad (3)$$

Siendo que  $Y - G - C$  representa el ahorro nacional, si le restamos el gasto en inversión, obtenemos que las exportaciones netas de una economía abierta siempre deben ser iguales a la diferencia entre su ahorro y su inversión. Por ende, se concluye que:

$$XN = S - I \quad (4)$$

Otra manera de verlo es agregando la diferenciación de producto doméstico disponible, que es el producto ( $Y$ ) más las transferencias netas que recibe el sector privado ( $R$ ), y lo que el sector privado le transfiere al fisco en forma de impuesto  $T$ . Entonces, siendo  $Y^d$  el ingreso disponible, se arriba a que  $Y^d = Y + R - T$ . Tal ingreso disponible privado puede ser



asignado a ahorro  $S_p$  o consumo:  $Y^d = C + S_p$ . Combinando estas dos últimas ecuaciones se obtiene que:

$$C = Y^d - S_p = Y + R - T - S_p \quad (5)$$

Sustituyendo la ecuación (5) en (2), se llega a que:

$$XN = (T - G - R) + (S_p - I) \quad (6)$$

La expresión (6) es la que mejor ayuda a dilucidar la relación existente entre el déficit fiscal y el déficit externo. La misma, derivada de la identidad expuesta en (1), permite observar que el déficit externo puede darse por dos déficits en la economía. El término  $(T - G - R)$  hace referencia a lo conocido como déficit fiscal. Los ingresos del sector público vía recaudación de impuestos  $T$ , menos el gasto del gobierno  $G$ . Así también, se encuentran restando a los ingresos las transferencias del sector público hacia el sector privado  $R$ . El término  $(S_p - I)$  del mismo enunciado refiere al déficit del sector privado de la economía, siendo  $S_p$  el ahorro privado, e  $I$  la inversión del sector privado de la economía abierta en cuestión.

Al ser estas expresiones una identidad de las cuentas nacionales se deduce que cuando los ingresos del Estado superen al gasto público y el ahorro privado supere al gasto en inversión de la economía, habrá superávit en la cuenta corriente del país (exportaciones netas positivas). Por el contrario, si los ingresos del Estado no son suficientes para costear el gasto público y el ahorro privado es menor al gasto en inversión, entonces habrá un claro déficit en la cuenta corriente (exportaciones netas negativas).

Sin embargo, podría suceder el caso en el que exista déficit fiscal, pero las exportaciones netas sean positivas. Lo anterior ocurriría en un escenario en el cual el ahorro privado sea lo suficientemente positivo de manera tal que compensara el déficit fiscal. De igual manera, podría presentarse un caso donde el ahorro privado no alcance para costear el gasto en inversión, pero exista un superávit fiscal suficientemente alto para compensarlo.

## 2.2 Estado de la literatura

Para explicar la relación entre el déficit fiscal y el déficit en la balanza comercial de un país, la literatura ha utilizado dos caminos bien definidos.

Por un lado, puede identificarse lo que en Abbas et al (2011) se denomina “*intratemporal trade*”, y que se basa en una versión modificada de la ecuación (2):

$$XN = X(\varepsilon) - M(Y, \varepsilon) + TP \quad (7)$$

siendo  $X(\varepsilon)$  las exportaciones en función del tipo de cambio real  $\varepsilon$ ;  $M(Y, \varepsilon)$  las importaciones, que dependen tanto del nivel de la producción  $Y$  y del tipo de cambio real  $\varepsilon$ ; y  $TP$  los pagos de transferencias.

Dichos análisis de la literatura se basan en los efectos de la política fiscal en la demanda agregada. A saber, si el gobierno incrementa el gasto público, genera un aumento de la demanda de bienes domésticos (no transables) relativo a bienes foráneos (transables). En consecuencia, este cambio en la demanda de bienes impacta en el tipo de cambio real, que consecuentemente induce a un cambio en la balanza comercial. Es así que incrementos en el gasto gubernamental (financiado por deuda o por impuestos) focalizado en bienes domésticos (o no-transables) aprecian el tipo de cambio y empeoran la balanza comercial. El canal es el mismo del modelo de Mundell (1963) y Fleming (1962). En estos modelos se destaca el papel de los precios relativos en una economía pequeña y abierta, así como la importancia del comercio, la apertura de la economía y el régimen de tipo de cambio.

Por otro lado, Abbas et al (2011) expone el canal del “*intertemporal trade*”, más enfocado en analizar la ecuación (6). Este canal se abstrae de los bienes diferenciales (transables y no transables) y de los desequilibrios de tipo de cambio real, y por el contrario se enfoca en la decisión intertemporal de los agentes para una política fiscal dada. Un impulso fiscal financiado con deuda que empeora la balanza comercial induce a los agentes a dar un *shock* en sus ingresos permanentes para compensar el incremento de impuestos futuros consistentes con la solvencia del gobierno. De esta manera, aumenta la oferta de trabajo y cae el consumo privado. Ambos efectos buscan mejorar la balanza comercial y empujar la economía a un producto Ricardiano. Este enfoque visualiza las variables en el largo plazo, y la cuenta corriente es el exceso de la producción doméstica sobre el consumo de un solo

*commodity* mundial. El supuesto clave es que los agentes toman en cuenta eventos futuros en la decisión actual. A saber, un aumento del consumo fiscal financiado por la deuda, y el consistente aumento de los impuestos futuros, reduce el valor presente del ingreso futuro de los agentes, motivo por el cual deciden gastar menos hoy y aumentar la oferta de trabajo. Este aumento de la oferta de trabajo genera rendimientos mayores del capital, y conduce a un *crowding in* de la inversión privada. Entonces la cuenta corriente  $XN$  empeora siempre y cuando el incremento del ahorro privado –es decir,  $(S_p - I)$  en la ecuación (6)– no compense la caída del ahorro público –es decir,  $(T - G - R)$  en la ecuación (6)–.

Los estudios empíricos para analizar esta teoría se nuclean en tres espacios: 1) análisis de impacto de la política fiscal en los déficits comerciales utilizando test de causalidad y VARs; 2) la correlación de largo plazo entre indicadores de política fiscal y desequilibrios externos, utilizando técnicas de cointegración, y regresiones simples o de panel; 3) un enfoque narrativo para identificar cambios exógenos en la política fiscal y utilizar análisis de regresión para observar el impacto en las cuentas internacionales.

Es posible observar en las últimas décadas dentro de una corriente del Pensamiento Económico afín a la síntesis neoclásico-keynesiana, una tendencia a encarar la tarea de establecer una relación causal entre el saldo del sector público y el saldo del sector externo considerando que un aumento del gasto del gobierno conllevará a un cambio en los precios relativos que, a su vez, incrementará el ritmo de crecimiento de los precios. De esa manera, se desataría un proceso de apreciación real que repercutiría negativamente en el saldo de cuenta corriente. Sin embargo, dichos resultados, como se ha manifestado anteriormente, no son independientes del sistema cambiario que se elija. A la luz de los resultados arrojados por el modelo Mundell Fleming, una política fiscal expansiva en un contexto de tipo de cambio flexible y perfecta movilidad de capitales no sería efectiva –es decir, no provocaría modificaciones en el nivel de actividad real–. Por consiguiente, tampoco se modificaría el volumen de las importaciones, motivo por el cual que el balance externo no se vería afectado. Sin embargo, cabe destacar que para Keynes (2010) no era válido mantener el equilibrio externo utilizando la tasa de interés como variable de política monetaria.

Financiar el aumento del gasto público con deuda o con mayores impuestos sería la cuestión. Las ideas de David Ricardo (1937) al respecto son las que dieron lugar a la denominada Equivalencia Ricardiana, en donde la reasignación intertemporal del consumo por parte de los agentes sería compensada por el aumento del gasto público y, por ende, la actividad no se vería resentida. Aquí se encuentran los antecedentes históricos para algunos de los argumentos que se utilizan en la actualidad para explicar la relación entre un aumento del déficit público y un consecuente aumento del déficit de cuenta corriente.

La teoría keynesiana estuvo en marcado contraste con la teoría clásica en su evaluación del impacto de los cambios en la inversión o gastos de gobierno. En el esquema clásico, un incremento en el gasto del gobierno financiado por préstamos es acompañado por una reducción igual en el gasto privado; el público financia la compra de nueva deuda a costa de reducir el consumo privado o la inversión. Sin embargo, al momento de involucrar las diferentes hipótesis de comportamiento de los agentes con respecto a su consumo intertemporal, los resultados pueden ser disímiles. Precisamente esto es lo que logran los modelos asociados a la Nueva Escuela Clásica, como los desarrollados en Abbas et al. (2011) y Bussiere et al. (2010). En Abbas et al. (2011) se realiza una síntesis sobre los microfundamentos que explican el mecanismo de transmisión entre el desequilibrio fiscal y de cuenta corriente. Justamente, son los Nuevos Clásicos quienes resaltan el carácter intratemporal del mecanismo de transmisión, relacionado principalmente con los desarrollos teóricos llevados adelante por la revolución de las expectativas racionales (Lucas), en donde se pone de relieve la importancia de los microfundamentos, como queda de manifiesto al incorporar el mecanismo de la Equivalencia Ricardiana. En lo que respecta a este último es donde debe considerarse la diferencia entre un aumento del gasto financiado con deuda o con un aumento de la carga impositiva.

### 2.2.1 Modelo Mundell-Fleming modificado por hipótesis sobre el consumo y el ahorro

El análisis de los efectos que tiene un incremento de la deuda pública en una economía abierta al resto del mundo y donde rige el supuesto de movilidad perfecta del capital, puede ser encarado a través del denominado modelo Mundell-Fleming o IS-LM-BP. El modelo de Mundell y Fleming prevé que en una economía pequeña en donde rige la perfecta movilidad de capitales, un incremento de la deuda del Estado (política fiscal expansiva) generará una expansión de la demanda agregada y un consiguiente aumento del ingreso. Esto llevará a un incremento de la demanda de dinero por motivo transaccional y precautorio, y de ese modo el exceso de demanda en el mercado de dinero presionará al alza de la tasa de interés con el consecuente ingreso de capitales a la economía en cuestión. Llegado este punto, el resultado de tal incremento del gasto a través de la deuda sería disímil en función del tipo de cambio adoptado. Como bien se explica en Abbas et al. (2011), el estudio de la relación entre el déficit fiscal y de cuenta corriente debe abarcar diversos aspectos de la situación del país bajo análisis. Se entiende entonces que es decisivo considerar el régimen de tipo de cambio vigente, el nivel de endeudamiento, el grado de apertura de la economía, el nivel de ingreso y el nivel de producto relativo al nivel de producto potencial.

Para lograr un conocimiento más acabado, se estudiará primero el modelo bajo un régimen de tipo de cambio flexible y en segundo lugar bajo un tipo de cambio fijo.

#### Tipo de cambio flexible

Bajo un sistema de tipo de cambio flexible, el ingreso de capitales impulsará la apreciación nominal de la moneda local. La baja del tipo de cambio nominal generará una contracción de la demanda agregada vía saldo del balance de comercio. Con lo cual, el resultado en términos dinámicos será de empeoramiento del déficit fiscal consolidado (financiero), ya que la actividad económica no se verá modificada puesto que, con tipo de cambio flexible y movilidad perfecta del capital, la política fiscal no es efectiva. Llegado este punto, pesa el supuesto acerca del comportamiento del gasto de las familias. Si es el caso en el cual solamente existe una reasignación de los componentes de la demanda agregada, es decir

que rige la hipótesis de reasignación intratemporal de modo tal que la modificación del tipo de cambio puede generar cambios en los precios relativos entre transables y no transables, se debe analizar el resultado del sector público en función de la ponderación de estos dos tipos de bienes en la recaudación. Si es el caso en el cual rige la hipótesis de reasignación del consumo intertemporal, es decir que los agentes se comportan de manera Ricardiana, entonces, el balance de comercio sufrirá una contracción, al menos en términos de estática comparativa, producto de la baja del tipo de cambio y su efecto negativo sobre las exportaciones y positivo sobre las importaciones. No obstante, la recaudación tributaria no se verá afectada si los impuestos derivados del consumo final de las familias poseen un gran peso de la recaudación y si, además, suponemos que las familias se comportan como agentes Ricardianos. Por lo tanto, los agentes responderán modificando su comportamiento de consumo en base a la hipótesis (asociada con M. Friedman) de que el consumo depende del ingreso permanente. En otras palabras, los agentes podrían aumentar el ahorro presente y también su oferta de horas de trabajo teniendo en cuenta que el gobierno cobrará más impuestos en el futuro. Este aumento de la oferta de horas de trabajo no estaba considerado en el modelo original de Mundell, sino que es un aporte posterior. Los teóricos del *supply side* se afirman en este supuesto para avanzar sobre la hipótesis de *shocks* de productividad.

Por lo tanto, siguiendo los supuestos del modelo Mundell-Fleming tradicional, en términos de estática comparativa, no habría cambios en el nivel de actividad ni en la tasa de interés, pero sí sobre los flujos de ahorro interno y externo (dinámica), lo cual podría alterar el equilibrio de largo plazo. Sin embargo, el efecto en el largo plazo depende del supuesto sobre el comportamiento de consumo de los agentes. Aquí se vislumbra claramente la importancia de las diferentes hipótesis, ya que si el comportamiento es de tipo Ricardiano, podría existir un efecto *crowding in* de la inversión por *shock* de productividad (Nuevos Clásicos). Por eso es relevante el nivel del producto en relación al nivel del producto potencial.

### Tipo de cambio fijo

Ahora se evaluará el caso de una economía pequeña en la cual rige el supuesto de perfecta movilidad del capital, pero el régimen es de tipo de cambio fijo. Como punto de partida se supone, al igual que antes, un aumento del gasto público financiado con emisión de deuda.

Por ende, la demanda agregada se expande si el crecimiento del desahorro público es mayor al decrecimiento del ahorro privado. Aquí cabe tener en cuenta las diferentes alternativas acerca de cómo consideran los agentes al nuevo *stock* de bonos del gobierno. Puesto que si su nueva riqueza (bonos) forma parte de las variables que determinan sus decisiones de consumo, entonces, la expansión del gasto del gobierno tendrá un impacto positivo sobre el nivel de la demanda agregada. Por el contrario, si el aumento del gasto de gobierno induce a una retracción del consumo intertemporal por parte de los agentes (hipótesis Ricardiana), el efecto final no se encontrará determinado. Aquí valen diferentes comentarios, ya que si se supone que la economía se encuentra por debajo de su nivel potencial, es decir que valiéndonos de la hipótesis keynesiana de brechas de demanda o, lo que es lo mismo, el no cumplimiento de la Ley de Say, la reasignación de riqueza ociosa, o sea de riqueza ahorrada y no gastada, puede inducir a un proceso virtuoso sobre la actividad económica. Si en cambio se asume la hipótesis de reasignación intratemporal, uno debería apoyarse en el supuesto del multiplicador keynesiano del gasto para asumir una expansión de la demanda. Bajo tal supuesto, los tomadores de deuda poseen una propensión marginal al consumo menor al promedio. Por lo tanto, si el aumento del gasto público va encaminado a proveer un ingreso adicional a quienes poseen una propensión marginal al consumo mayor al promedio, entonces, la demanda agregada se expandirá haciendo que la demanda de dinero también lo haga. Por ende, el exceso de demanda en el mercado de dinero por el aumento de la demanda transaccional generará un aumento de la tasa de interés que provocará un ingreso de capitales –por el supuesto de paridad no cubierta de la tasa de interés [ $i = i^* + (E_{t+1} - E_t) / E_t$ ]-. Dicha situación desencadenaría el mecanismo de apreciación nominal de la moneda local que la autoridad monetaria no estará dispuesta a convalidar –dado el supuesto de régimen con tipo de cambio fijo-. En respuesta y tratando de prevenir una apreciación, el Banco Central expandirá la base monetaria y aumentará su nivel de reservas internacionales, cerrando de esta manera el exceso de demanda en el mercado de dinero e impulsando la baja a la tasa de interés.

Se arriba como resultado final a una expansión de la actividad, pero con una composición distinta del nivel de gasto agregado. La expansión de la oferta de dinero por parte del Banco Central impulsará a un incremento en la tasa de inflación. Es aquí donde los efectos de mediano y largo plazo pueden diferir de las conclusiones anteriores, ya que el nivel de

precios aceleraría su marcha. Si los agentes no poseen ilusión monetaria y prevén perfectamente esta situación, entonces no modificarán las decisiones que afectan a sus *stocks* y no deberían existir cambios en las variables reales en el largo plazo. Llegado este punto, un *shock* de productividad no es posible.

Por lo tanto, para que la política fiscal expansiva sea efectiva en el largo plazo se deben establecer supuestos sobre el comportamiento de los agentes. Al mismo tiempo es crucial establecer el gap entre el producto y el producto potencial debido a que, si el mismo es muy exiguo, nuevamente, la efectividad de tal política bajo este tipo de cambio se verá trunca.

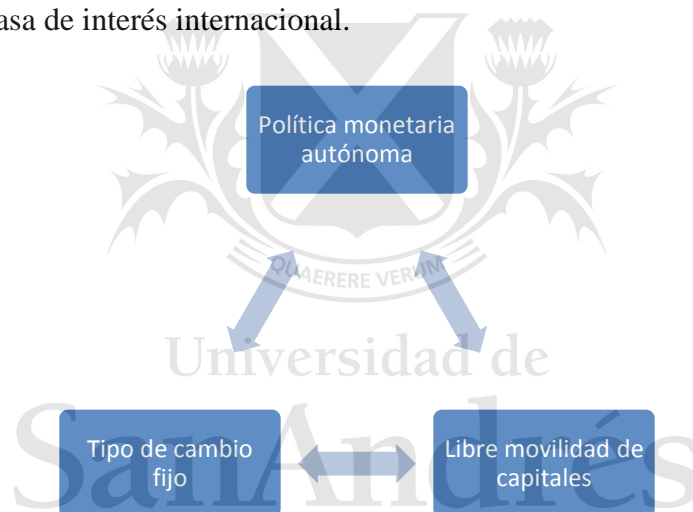


Universidad de  
**San Andrés**



### 3. La trinidad imposible y el caso argentino

Para analizar la política económica de la Argentina respecto al resto del mundo se considerará el trilema imposible presentado en el modelo de Mundell-Fleming. Un país que tiene libre movilidad de capitales y tipo de cambio fijo no poseerá una política monetaria autónoma, pues la tasa de interés local estará arbitrada con la tasa de interés de la moneda sobre la cual se fija la paridad cambiaria. Un país que posea política monetaria autónoma y un tipo de cambio fijo no poseerá libre movilidad de capital, pues al ser la tasa de interés local distinta a la internacional (o sobre la cual se impone la paridad), entonces los capitales se irían hacia la tasa más conveniente. Por último, un país que posea libre movilidad de capitales y una política monetaria autónoma, no podrá fijar un tipo de cambio fijo, pues deberá ajustarse a la oferta y la demanda, que dependerá de la relación entre la tasa de interés local y la tasa de interés internacional.



Este trilema es un ejercicio teórico, pues en la realidad nunca se dan casos perfectos de este sistema. Por ejemplo, no suelen haber tipos de cambio totalmente flotantes, ni totalmente fijos, sino que existe una banda de flotación y la intervención de los bancos centrales para mantener un tipo de cambio, a pesar de que instrumenten la política monetaria en la tasa de interés y exista libre movilidad de capitales.

#### Principales salvedades

Se tomarán los datos agregados a nivel Gobierno Nacional (Sector Público Nacional) y se analizará el período 2003 – 2015.

Existen distintas series del esquema Ahorro-Inversión-Financiamiento del Sector Público Nacional (“SPN”). Se tratará de homogeneizar las cuentas a la metodología de 2015 – 2017, dado que refleja de mejor manera las necesidades del Gobierno Nacional. Básicamente, durante la metodología 2007 – 2014, a los ingresos corrientes se les quitarán las transferencias de utilidades del Banco Central de la República Argentina (BCRA) y los ingresos por rentas de la propiedad de los institutos de la seguridad social (este dígito incluye principalmente los ingresos por el Fondo de Garantía de Sustentabilidad).

Las cuentas nacionales utilizadas son la metodología con base 2004, encadenadas con la metodología con base 1993 (a menos que se indique lo contrario).

El análisis de la cuenta corriente se hará con los datos del INDEC, con la metodología BPM5, para el cual hay series consistentes para el período 1997 – 2015.

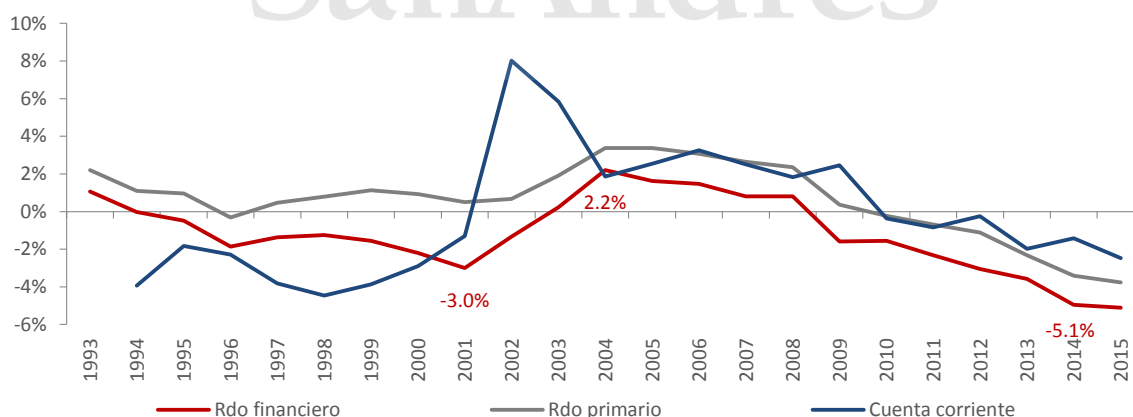


### 3.1 Análisis de las cuentas fiscales

Luego del *default* de la deuda pública en 2001, el SPN logró una mejora en las cuentas nacionales. Al haber dispuesto el diferimiento de los servicios de deuda pública (los atrasos llegaban a 12,000 millones de USD), los gastos en intereses se redujeron del 3.5% del PIB en 2001 al 1.7% del PIB en 2003. A partir de entonces, los gastos en intereses se mantuvieron en el rango de 1.2% - 2.0% del PIB. A su vez, la recaudación tributaria aumentó del 15.6% del PIB en 2001 a 25.8% del PIB en 2015, una mejora de 10.2% del PIB (Figura 2). Se destaca el aumento de los impuestos a la exportación y de los impuestos.

Sin embargo, el superávit fiscal primario (aquel que no contempla la cuenta financiera, es decir el pago de intereses de deuda), luego de alcanzar un techo en el año 2004 y lejos de continuar incrementándose, atravesó un ininterrumpido deterioro hasta el 2017. Desde el máximo en el año 2004, la Argentina logró mantener un superávit primario por al menos cinco años más. Luego de la crisis del 2008-2009, comenzaron a observarse valores negativos, siendo el primero en 2010 del orden del -0.2% del PIB. El déficit continuó aumentando hasta el año 2016, momento en el que alcanzó el 4.2% del PIB. A partir del 2012, el déficit fiscal primario atravesó 2 años una etapa de aceleración, en la cual pasó de 1.1% del PIB al 3.4% del PIB en 2014. El 2017 parece haber sido un año de leve mejoría, ya que el déficit se redujo del 4.2% del PIB al 3.8% del PIB. (Figura 1).

Figura 1. Balance del sector público nacional y Cuenta corriente (% del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Cabe preguntarse entonces qué generó estos desequilibrios y este deterioro en las cuentas fiscales, cuáles fueron las principales variables macroeconómicas y causas que llevaron a

que las cuentas fiscales evolucionen en tal dirección. En la siguiente sección analizaremos los ingresos del SPN, para luego analizar los gastos. Luego, procederemos a evaluar el financiamiento del déficit y sus principales consecuencias en la economía. Por último, se estudiará la dinámica y la evolución de la cuenta corriente durante el mismo período y los puntos de contacto con las cuentas fiscales.

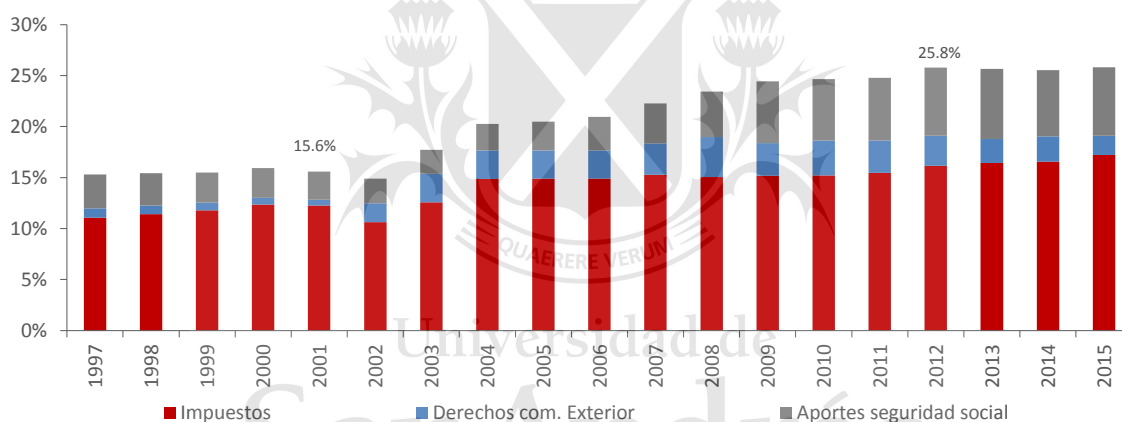


Universidad de  
**San Andrés**

### 3.1.1 El avance de los tributos

Desde un marco teórico simple, el fisco puede financiar su déficit a través de tres herramientas: 1) los impuestos, como tributos sobre la renta de las personas y las sociedades; 2) deuda, que significaría mayores impuestos a futuro; 3) impresión de moneda (Mankiw, 2006). Deben considerarse estas tres posibles fuentes de financiamiento al momento de evaluar las cuentas fiscales del gobierno argentino y entender cuáles predominaron a lo largo de los años bajo análisis y por qué el gobierno ha elegido y considerado más conveniente una que otra. En líneas generales, como ya se ha resaltado previamente, las circunstancias, el contexto y las condiciones económicas y sociales resultan claves a la hora de decidir la alternativa más adecuada.

Figura 2. Recaudación tributaria (% del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Para comenzar, se puede observar en la figura 2 cómo la recaudación tributaria se reduce en 2001, pasando del 15.6% del PIB en ese mismo año al 14.9% del PIB en 2002. La principal caída proviene de los impuestos (de 12.3% a 10.6% del PIB en ese período) debido a la caída de la actividad como consecuencia de la crisis y la morosidad de los agentes de recaudación.

A partir de marzo de 2002, con la nueva instauración de los tributos sobre todas las exportaciones<sup>2</sup> la devaluación (en promedio, durante el año 2002 la paridad peso sobre el dólar aumentó 221.9%) y la vigencia plena del impuesto a los débitos y los créditos

<sup>2</sup> Hasta febrero de 2002, los derechos a la exportación gravaban a las semillas de girasol y de soja con un 3.5% y algunos cueros con 5%. De marzo en adelante, se generalizaron a todas las exportaciones, rigiendo derechos de 5% a 20%.

(alícuota del 0.6%), la recaudación de impuestos comienza a recuperarse. Sin embargo, los aportes y contribuciones a la seguridad social se mantienen constantes en términos nominales, dado que la cantidad de cotizantes en el sistema previsional sigue disminuyendo. Desde el año 2003, cuando la actividad económica comienza a recalentarse, los impuestos crecen fuertemente: se agregan las ganancias de 2002, con mejoras en el balance de las empresas exportadoras y la caída de la morosidad. A su vez, la recuperación económica se traslada a la demanda, y por tal motivo crecen las importaciones (ahora más caras por la variación del tipo de cambio), las cuales aumentan un 48.4% i.a. en 2003. Este comportamiento continúa ininterrumpidamente, aunque a un ritmo levemente más moderado, hasta el año 2009. Las importaciones pasan del 9.5% del PIB en 2001 al 18.7% del PIB en 2008. La recaudación en 2003 también crece debido a que las contribuciones de la seguridad social comienzan a aumentar en términos nominales (aunque queda constante en 2.4% del PIB) por el mayor número de cotizantes en el sistema y el aumento del salario imponible en términos nominales.

Desde el año 2003 en adelante, los impuestos internos no dejan de crecer y llegan a 17.2% del PIB en 2015 (de 12.6% del PIB en 2003). Es notorio el aumento que tienen durante el cuatrienio de 2012-2015: después de promediar 15.1% del PIB durante el período 2004-2011 sin grandes sobresaltos, entre el 2012 y 2015 promedian 16.6% del PIB, con un pico máximo de 17.2% del PIB en 2015.

Con respecto a los derechos a la importación, una vez recuperada la actividad, durante todo el período oscilan en el rango de 0.5% a 0.7% del PIB. Los derechos a la exportación, en cambio, luego de su instauración en 2002 (1.5% del PIB) y con el sector exportador recuperándose, alcanza el rango de 2.3% del PIB en 2007, principalmente debido a la mejora en los precios internacionales de los principales *commodities*. En el año 2008, y a partir del “boom de los *commodities*”, se aumentan las alícuotas de las exportaciones de oleaginosas y cereales, y alcanzan un máximo de 3.1% del PIB. Luego, en el año 2009, debido a la fuerte disminución del comercio exterior por la crisis internacional, una caída de los precios internacionales y condiciones climáticas adversas, la recaudación de los derechos de exportación cae en términos nominales –a pesar de una devaluación nominal del peso contra el dólar de 18% promedio 2009– y baja a 2.6% del PIB. No obstante una

fuerte mejora en los términos de intercambio, en los años siguientes la recaudación por derechos sobre las exportaciones vuelve a alcanzar niveles previos alrededor del 2.5% del PIB durante el período 2010 – 2012. Posteriormente, baja de manera rotunda a 1.7% del PIB en 2013 y a 1.3% del PIB en 2015 –aunque este año se experimenta una caída importante de los precios de las exportaciones promedio del 16%– luego de una leve recuperación a 1.8% del PIB en 2014. Dicho comportamiento podría explicarse por la apreciación cambiara y las restricciones a la libre compra de divisas que mantenían reprimidas las variaciones en la cotización del dólar.

La excepción podría decirse que es el año 2009, en el que los ingresos tributarios percibidos por la Administración Pública Nacional (APN) se desaceleran principalmente por las caídas en el comercio internacional como consecuencia de la crisis *Subprime*. La disminución en el comercio internacional y la desaceleración en la actividad económica, llevan a menores importaciones, la cuales caen un 27.4% i.a. en 2009 (de 22.1% del PIB en 2008 a 19.1% del PIB en 2009), menores precios de *commodities* de exportación (e.g. la cotización del aceite de soja en dólares por tonelada cae 31% en Chicago) y desmedro en las cantidades producidas de los productos que poseían mayores tributos.

En lo que respecta a las contribuciones a la seguridad social, dicha cuenta aumenta consistentemente por la variación de los cotizantes en el sistema de previsión social y principalmente por el aumento de la base imponible debido a las variaciones en el nivel general de precios en la economía. Las contribuciones a la seguridad social aumentan 44% i.a., dando un salto de 4.4% del PIB en 2008 a 6.1% del PIB en 2009. Este incremento se produce principalmente como consecuencia de los cambios en la legislación previsional, la eliminación del régimen de capitalización y las modificaciones de las bases imponibles, y la suba de la remuneración imponible. A partir del año 2011, esta cuenta aumenta principalmente por los aumentos de la base imponible, haciendo pico en 2013 cuando significa 6.9% del PIB.

A pesar del agresivo avance de los tributos en la economía, el superávit fiscal logrado en 2004 continúa desmejorando hasta llegar a un déficit de 5.1% del PIB en 2015. Llegado a este punto y considerando lo anterior, es pertinente analizar el gasto.

### 3.1.2 El gasto público

En 2001, luego de los esfuerzos por recortar el déficit fiscal –para lo cual se reduce el presupuesto disponible para remuneraciones, prestaciones a la seguridad social, transferencias y gastos de capital– y declarar la cesación de pagos de la deuda pública, la Administración Pública Nacional comienza a aumentar el gasto. Después de la devaluación, los gastos en bienes y servicios crecen fuertemente. Sin embargo, las prestaciones a la seguridad social no presentan variaciones significativas. Dada la mayor flexibilidad para con el gasto, el principal aumento lo presenta la cuenta de transferencias corrientes (de 9,670 millones en 2001 a 12,518 millones de pesos en 2002, un 30% de aumento), con fondos hacia las provincias y planes a familias para paliar la Emergencia Social (declarada por la Ley de Emergencia Social el 6 de enero del 2002. La misma se prorroga durante todo el período bajo estudio).

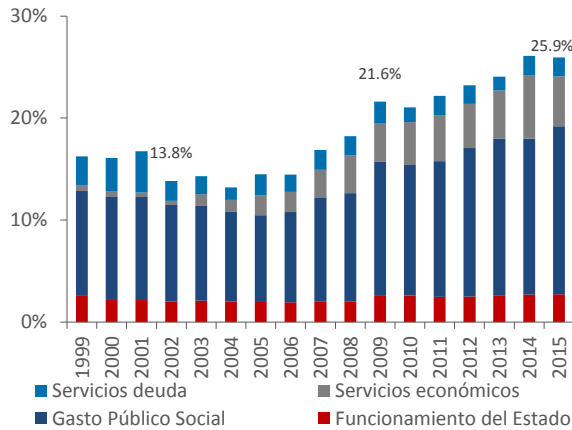
A partir de entonces, el gobierno empieza con un sostenido aumento en las cuentas de remuneraciones, de las transferencias corrientes a provincias y de las prestaciones a la seguridad social.

Durante el período estudiado, el gasto público nacional evidencia un aumento considerable en la mayoría de sus cuentas. Considerando información del Ministerio de Hacienda, se puede observar que en medio de la crisis y en el afán de reducir el déficit fiscal, el gasto público nacional se reduce fuertemente del 16.7% del PIB en 2001 al 13.8% del PIB en 2002. Posteriormente aumenta de manera progresiva, hasta alcanzar el 25.9% del PIB en 2015 (Figura 3). La línea del gasto público nacional que presenta un incremento más notable es la del gasto público social, que incide en 7% del PIB en este período, y pasa de representar 9.5% del PIB en 2002 a 16.5% del PIB en 2015 (Figura 4).

El gasto público aumenta ininterrumpidamente desde el 2003 hasta el 2009, donde llega a ser del orden del 21.6% del PIB. Tal como sucede luego de la crisis a principios de los 2000s, en 2010 el mismo disminuye levemente a 21% del PIB.

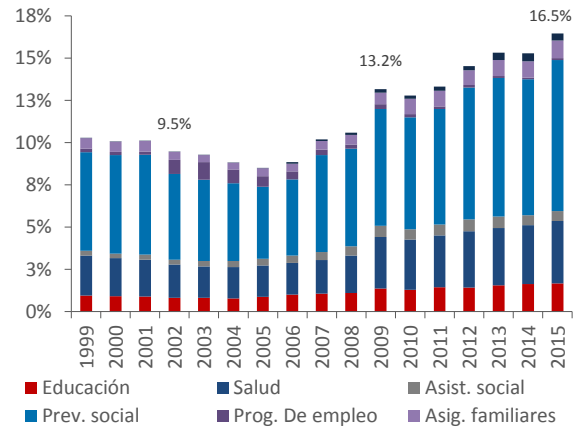


*Figura 3. Gasto público nacional (% del PIB)*



*Fuente: Ministerio de Hacienda.*

*Figura 4. Gasto público social nacional (% del PIB)*



*Fuente: Ministerio de Hacienda.*

Las pensiones no contributivas aumentan un 20% en 2004 (de 345 mil beneficiarios a 416 mil beneficiarios) y continúan exhibiendo variaciones de dos dígitos hasta el año 2013, con un pico de 28% en 2009, y al finalizar el año 2015 se alcanzan los 1,514,840 beneficiarios, más que cuadruplicando la cantidad de beneficiarios desde 2002.

Los aportantes del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) tienen un crecimiento importante dada la recuperación del empleo en la economía. La cantidad de aportantes se duplica rápidamente y pasa de 4,888,321 aportantes en diciembre del 2002 a 9,846,811 en 2015, creciendo un 9.3% promedio por año hasta el 2008. Sin embargo, las jubilaciones otorgadas experimentan un crecimiento aún mayor, de 1,940,126 beneficiarios en 2002 a 5,010,278 beneficiarios en 2015. Cabe destacar que gran cantidad de los beneficiarios que se agregan al sistema previsional durante este período, no habían aportado durante su época económicamente activa.

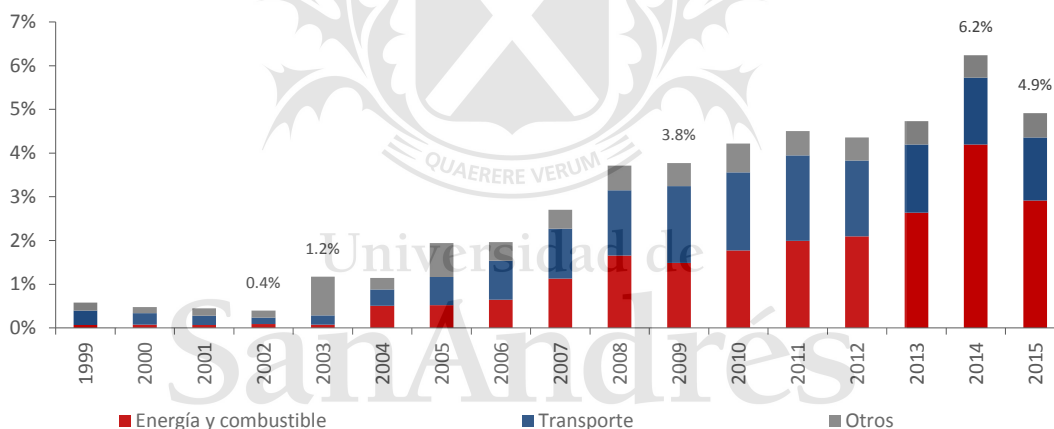
Los programas más reconocidos son: Asignación Universal por Hijo (“AUH”), moratorias previsionales, pensiones no contributivas, y programas como Conectar Igualdad y Progresar.

También es conveniente destacar el aumento de la línea de servicios económicos que aumenta desde 1.2% en 2003 hasta 6.2% del PIB en 2014 (Figura 5). El gasto en servicios económicos, como se puede apreciar en la figura 5, se compone por subsidios a la energía y

combustible, subsidios al transporte, y otros. A partir del año 2006 se inicia un período de fuerte expansión del gasto en energía, en un contexto de fuerte incremento del precio internacional del precio del petróleo y del volumen importado. De 2006 a 2008 el mismo se duplica, pasando del 0.6% del PIB al 1.5% del PIB en tan solo dos años. Se destacan los años 2013 y 2014 en los cuales el subsidio a la energía y combustibles es del 2.6% del PIB y 4.2% del PIB, respectivamente.

Al mismo tiempo, hay un significativo incremento del subsidio al transporte para mantener las tarifas fijas y disminuir, de este modo, el impacto de la suba del petróleo y de la inflación sobre los consumidores. El mismo se duplica en solamente un año y pasa de ser del 0.2% del PIB en 2003 al 0.4% del PIB en 2004. Finalmente alcanza el 2.0% del PIB en 2011, siendo éste su techo.

*Figura 5. Gasto público nacional en servicios económicos (subsidios) (% del PIB)*



*Fuente: Ministerio de Hacienda.*

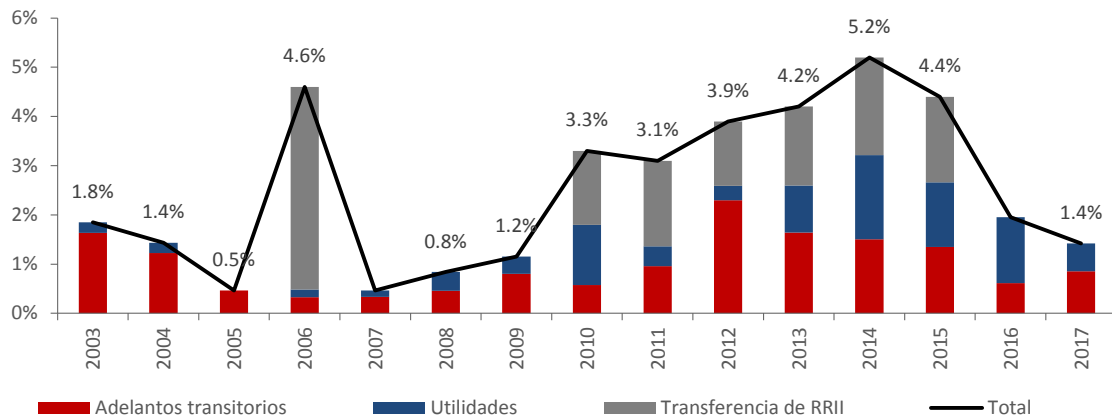
### 3.1.3 El cáncer de la Argentina: el déficit fiscal

Como se mencionó anteriormente, luego del ajuste fiscal del 2001, y después de haber “defaultado” la deuda pública, el sector público nacional comienza a utilizar discrecionalmente los fondos públicos.

Hasta el año 2007, el nivel de gasto público nacional se mantiene en niveles inferiores a los de la década anterior (como porcentaje del PIB), en un contexto de recuperación económica importante y en donde los ingresos tributarios del gobierno nacional aumentaban (tanto por la recuperación económica, como por la inserción de nuevos tributos). Este comportamiento deriva en un importante superávit fiscal, tanto primario como financiero. Por esta razón, no es necesaria la emisión de deuda por parte del gobierno. En cambio, se intentó reembolsar a los acreedores del *default* (a través del canje en 2005), y devolver el dinero al Fondo Monetario Internacional (aunque a través de la utilización de las reservas del BCRA) en 2006, poniendo en claro la dominancia fiscal del sector público frente al BCRA.

Sin embargo, ante el pronunciado aumento del gasto, nuevamente se incurre en el déficit fiscal. A partir de 2009, comienzan a aparecer figuras negativas en las cuentas fiscales, que continúan pronunciándose hasta un 5.1% del PIB en 2015. Por tal motivo, el Estado comienza a buscar medidas alternativas de financiación que no impactaren de manera directa en la salud de las cuentas públicas. Así es que, tras la estatización de las cajas jubilatorias (“AFJP”), ahora el Estado puede obtener ingresos sobre las rentas que generaba la deuda pública que se encontraban en estas cajas jubilatorias.

Figura 6. Financiamiento del BCRA al Tesoro (% del PBI)



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Además, empieza a volverse natural la utilización de los adelantos transitorios, un instrumento que ante la emisión de pesos le genera un Activo al BCRA para con el Tesoro, y cuya devolución está sujeta a normas más bien laxas. Si bien ya se habían utilizado las Reservas Internacionales para financiar al Tesoro, vemos como se vuelve más común a partir del año 2010. A fines de 2009, ante la necesidad de financiamiento, y para tratar de mejorar las condiciones de financiamiento del fisco, el gobierno crea un fondo especial para asegurar el pago de la deuda argentina (el Fondo del Bicentenario para el Desendeudamiento y la Estabilidad). Al mismo tiempo, se anuncia la apertura de un canje para la deuda en *default*, similar al 2005. Sin embargo, a partir del año 2010 se torna más agresiva la utilización del balance del BCRA. Cobran importancia los adelantos transitorios y de utilidades, que podrían ser considerados casi como emisión de dinero, haciendo clara la dominancia fiscal en la política económica. Es sabido que Argentina no accede a los mercados internacionales de bonos para poder financiarse durante este período. Con el Estado aún en *default* y los pujantes desequilibrios en la economía local, se generó una gran desconfianza internacional, por lo que el crédito internacional se encareció y de esta manera prácticamente se cerró la puerta al financiamiento externo. El endeudamiento del Estado con acreedores internacionales tuvo un papel secundario, y mayormente se accedía a acuerdos con organismos multilaterales de crédito (como el Club de París), que no impusieran restricciones en el manejo de las cuentas públicas. Uno de los pocos países “aliados” y colaborador económico de la Argentina fue Venezuela, debido a la estrecha

relación entre la familia Kirchner y Hugo Chávez, el entonces presidente de Venezuela. Sin embargo, las operaciones fueron disminuyendo con el tiempo e implicaban el pago de tasas de interés relativamente altas, cercanas al 16% (igual que las pagadas por Cavallo durante el “Megacanje” en 2001) para el año 2008.

En un esquema de economía abierta con tipo de cambio flotante si se quiere evitar una posible devaluación, dado que ante la emisión de dinero los agentes demandarán divisas o, alternativamente, una mayor tasa para quedarse en la moneda local, las Autoridad Monetaria deberá: 1) elevar la tasa de referencia para incentivar que los agentes se queden en pesos; 2) vender divisas, fomentando una mayor oferta cambiaria, y una menor cotización del peso más débil al dólar. Sin embargo, es bien sabido que la política monetaria vigente en ese momento no tendía a hacer políticas contractivas ya que, en primer lugar, estaba emitiendo dinero. Además, las Reservas Internacionales, que también eran utilizadas para financiar al fisco, eran finitas.

Ahora bien, frente a la creciente demanda de divisas y al hecho de no poder frenar la expectativa de devaluación, las autoridades del BCRA deciden implementar el control cambiario con el fin de restringir el acceso a la compra de moneda extranjera a aquellos sectores que no sean considerados como necesarios para el desarrollo productivo del resto de los sectores.

El surgimiento del denominado “cepo” cambiario ocurre cuando la Administración Federal de Ingresos Públicos (“AFIP”) –recolectora de los impuestos nacionales– debe autorizar las solicitudes de compra de divisas en el país. Para febrero de 2012, las empresas que necesitan dólares para girar al exterior (por importaciones o por giro de utilidades), deben ser autorizadas por el BCRA. En mayo de 2012, el límite de compra en concepto de ahorro en el mercado cambiario pasa de 40% al 25%. Más aún, en junio del mismo año se elimina la opción de comprar “oficialmente” dólares para el ahorro personal.

Así, es como se vislumbra el cambio en el paradigma de la política económica argentina, en el que ahora, la Argentina pasa a tener un tipo de cambio fijo (administrado por el BCRA) e independencia en la política monetaria. Los agentes ya no pueden decidir comprar/vender

sus dólares en el mercado único de cambios, sin pasar por trabas burocráticas y autorización del Estado, lo que implica la no libre movilidad de capitales.



Universidad de  
**San Andrés**

### 3.2 Análisis de las cuentas internacionales

El Balance de Pagos (BP) es el registro contable de todas las transacciones económicas realizadas entre residentes de un país y residentes del resto del mundo. El registro contable del BP se realiza mediante dos cuentas: la cuenta corriente (“CC”), y la cuenta de capital y cuenta financiera (“CF”). Por un lado, la cuenta corriente registra las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios y, además, los flujos de ingreso entre residentes y no residentes. Por el otro lado, la cuenta de capital y financiera registra las salidas y entradas de activos no financieros, y de activos y pasivos financieros. Por definición, el BP contable tiene siempre saldo nulo, es decir, el saldo de la cuenta corriente es igual, pero de signo contrario, al de la cuenta de capital y financiera. En consecuencia, la suma de la CC y la CF es siempre igual a cero.

$$BP = CC + CF = 0$$

Por lo tanto, como ya se ha mencionado, durante el periodo bajo estudio, se observa un deterioro de la cuenta corriente del balance de pagos. En otras palabras, la cuenta corriente pasa de tener signo positivo a tener signo negativo. Este desequilibrio en la cuenta corriente es, necesariamente, compensado por la cuenta capital y financiera, de modo tal que el balance de pagos mantenga su saldo nulo.

Entonces, haciendo un análisis sobre las cuentas internacionales y del lado de la producción, se puede observar que el balance de bienes y servicios se mantiene superavitario la mayor parte del período de análisis (con la excepción del año 2015), y presenta un fuerte declive desde 2011. Con el propósito de analizar el detalle, se prestará atención y se tendrá en cuenta el contexto internacional, así como las cuentas de exportaciones e importaciones de la economía argentina.

Un punto interesante a señalar en lo que respecta al análisis de las cuentas externas, es el fenómeno de la Formación de Activos Externos (“FAE”), o la denominada “fuga de capitales”. Resulta pertinente señalar que la FAE no es una cuenta en particular del balance de pagos, pero sí se puede estimar considerando algunas cuentas de este instrumento contable. Asimismo, la FAE también puede estimarse a través del balance cambiario que emite el BCRA. Las diferencias metodológicas que subyacen a ambos informes son

básicamente las siguientes: mientras que el balance de pagos contabiliza con base devengado, el balance cambiario lo hace con base caja. Esta diferencia metodológica es clave al momento de entender las diferencias que existen entre la estimación de la FAE realizada a través de uno u otro instrumento. La estimación de la “fuga de capitales” puede realizarse a través de considerar la demanda de divisas representada en la cuenta Rentas Netas de la Inversión y la demanda de divisas representada en la cuenta Utilidades y Dividendos, ambas consideradas dentro de la cuenta corriente del balance de pagos. Entender que para países como Argentina estas cuentas son recurrentemente deficitarias es de suma importancia para abordar el análisis de los desequilibrios macroeconómicos.



Universidad de  
**San Andrés**



### 3.2.1 El déficit de cuenta corriente: ¿Hijo del déficit fiscal?

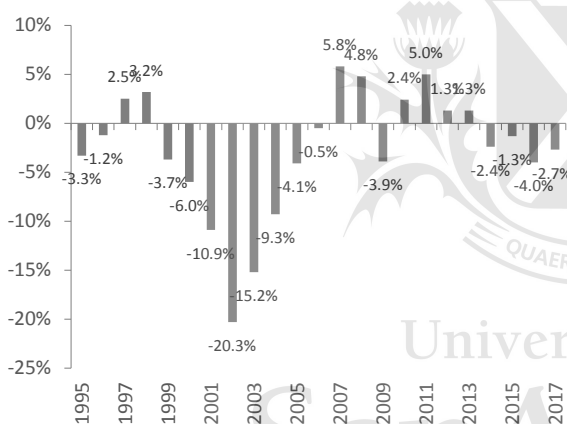
A fines de 2001, luego de la salida de la convertibilidad y al pasar a una flotación administrada del tipo de cambio, el tipo de cambio nominal sufre una fuerte depreciación en la cotización del peso contra el dólar. El mismo aumenta un 221% en 2002 respecto a 2001, en promedio). Ello generó naturalmente un cambio en los precios relativos de la economía. Es así como las importaciones sufren un fuerte declive (de 27,648 millones de USD en 2001 a 13,429 millones de USD en 2002), generando un importante saldo comercial positivo para la Argentina de 15,717 millones de USD. Sin embargo, las exportaciones no presentan un fuerte incremento, de hecho ese mismo año disminuyen un 6.5% respecto a 2001. Una posible explicación para ello podría ser la continua depreciación que sufren los *commodities* desde el año 2000, con una caída acumulada de 8.5% (para el período 2000-2002). Es a partir del año 2003 que las exportaciones comienzan a tener fuertes variaciones de dos dígitos interanuales. Durante ese año, se exportan cerca de 4,000 millones de USD más que el promedio del lustro anterior. Las mercancías que exportaba Argentina experimentan un aumento del precio del 11% i.a. en promedio, mientras que el precio de las importaciones aumenta solamente un 2.7% i.a. en el mismo período. Dicho incremento del precio internacional de las exportaciones fomenta la inversión del sector transable de la economía en los años posteriores.

Desde el año 2003 hasta el año 2008, el precio de las exportaciones de bienes se incrementa un 13.6% i.a. en promedio, impulsado principalmente por una mayor demanda global, mientras que el valor total de las exportaciones de los bienes crece un 18.3% i.a. en promedio durante el mismo período.

En lo que refiere a las importaciones, para el lustro 1997 – 2001 el promedio anual se había situado en 26,587 millones de USD, pero el cambio de los precios relativos implica una caída a 8,990 millones de USD para el año 2002, que no es superada hasta el año 2005. Si bien es verdad que las importaciones también experimentan variaciones positivas por el lado de los precios internacionales –sobre todo en lo que respecta a los combustibles–, es posible hallar una razón más ligada a la demanda interna, ya que las mismas logran recuperarse en gran parte con el aumento de la actividad local. Según estimaciones de la

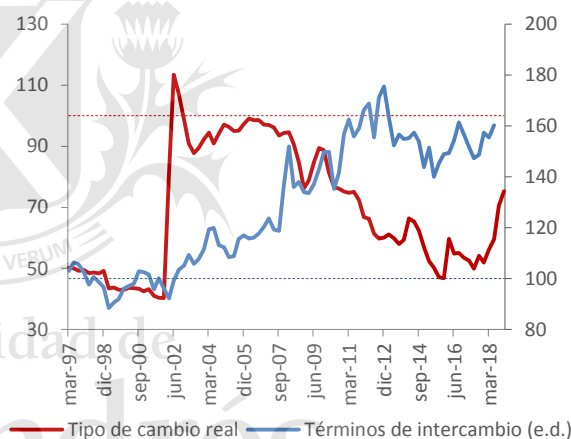
Subsecretaría de Programación Económica (2018), a partir de cálculos de funciones de producción (capital, trabajo y productividad), afirman que la brecha del producto efectivo relativo al producto potencial, resultante de una función de producción, es de -20.3% en el año 2002. Este resultado deriva del alto nivel de desempleo<sup>3</sup> y la alta capacidad ociosa en la economía (Figura 7). Coincidentemente, para el año 2006 esta brecha se encuentra próxima a ser cerrada, y las importaciones son sustancialmente más altas que las del lustro 1997 – 2001 (34,154 millones de dólares).

*Figura 7. Brecha con el producto potencial (Efectivo sobre potencial)*



*Fuente: Subsecretaría de Programación Económica – Ministerio de Hacienda.*

*Figura 8. Índice de tipo de cambio real multilateral (2002 = 100, aumento es depreciación) y Términos de intercambio (2002 = 100, aumento implica una mejora)*

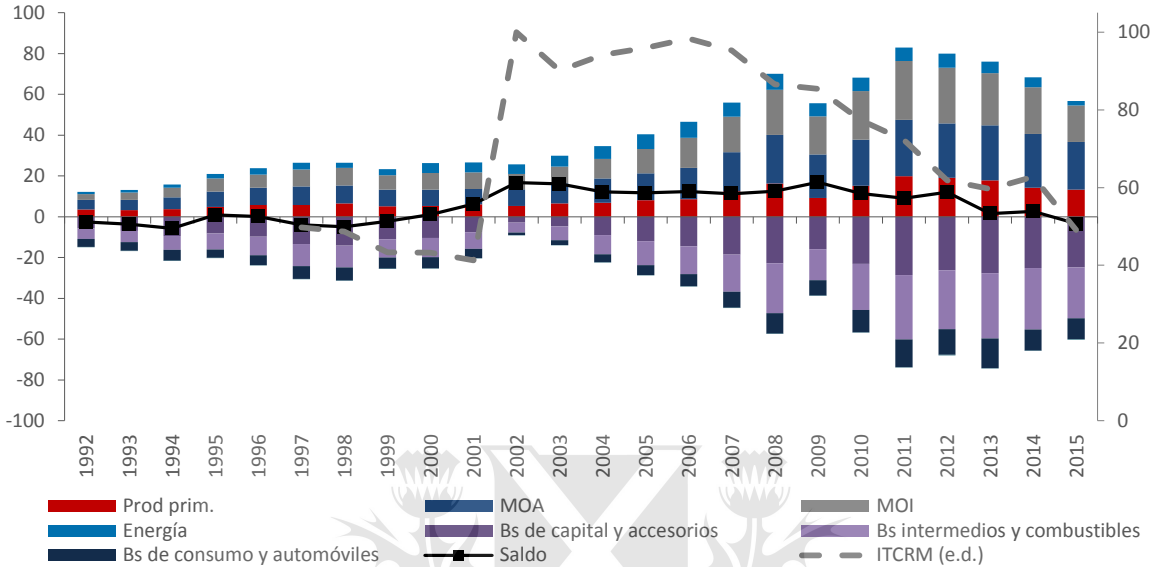


*Fuente: BCRA e INDEC.*

Cabe destacar que hasta el año 2007, el tipo de cambio real multilateral (“ITCRM”) se mantiene estable en niveles muy competitivos. En promedio, desde 2003 hasta 2007, el tipo de cambio real multilateral se mantiene alrededor de un 5.2% apreciado al 2002, año en el que la moneda se deprecia 142%. También es importante notar que, en promedio, para el mismo período, los términos del intercambio mejoran un 15% para la Argentina.

<sup>3</sup> Datos de la EPH puntual del Instituto Nacional de Estadísticas (INDEC), indican que para mayo de 2002, el desempleo en los aglomerados urbanos eran cercanos al 21.5%. Para mismo período del año siguiente, el desempleo ya había bajado a 15.3%.

Figura 9. Intercambio comercial argentino (miles de millones de dólares) e Índice de tipo de cambio real multilateral (Índice 100 = 2002, un movimiento hacia arriba indica depreciación)



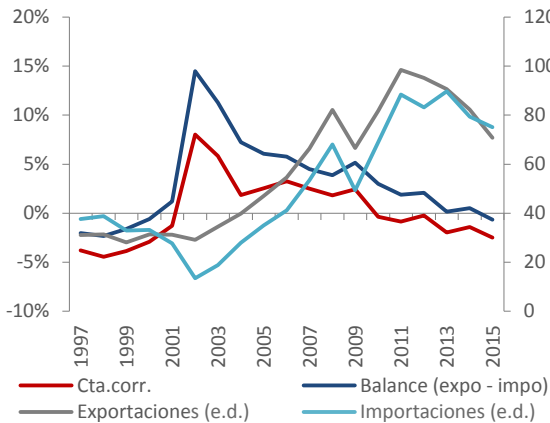
Fuente: Ministerio de Hacienda.

Saber si dicho contexto en el que el gobierno realiza un ajuste, lo que consecuentemente lleva a una caída de la demanda, con una depreciación nominal tan fuerte es lo que sostiene un tipo de cambio real tan competitivo más allá del año de la fuerte devaluación (2002), escapa al alcance del presente estudio.

Una vez más, se puede observar como *outlier* la crisis global de 2009, donde el comercio exterior se reduce, principalmente debido a una caída de la demanda global y de los precios internacionales. Tanto los precios como las cantidades disminuyen en las importaciones t también en las exportaciones. De cualquier modo, se genera un superávit comercial consistente con los años anteriores. Además, en el año 2009 hay una fuerte sequía que afecta al sector agroexportador. Para el año 2009, el valor de las exportaciones de cereales y semillas oleaginosas caen un 55% en dólares, y llegan a representar solamente el 9.3% de las exportaciones de mercancías, cuando en 2008 había representado el 16.7%. De 2011 en adelante, esta categoría significa, en promedio, 16.2% de las exportaciones de mercancías.

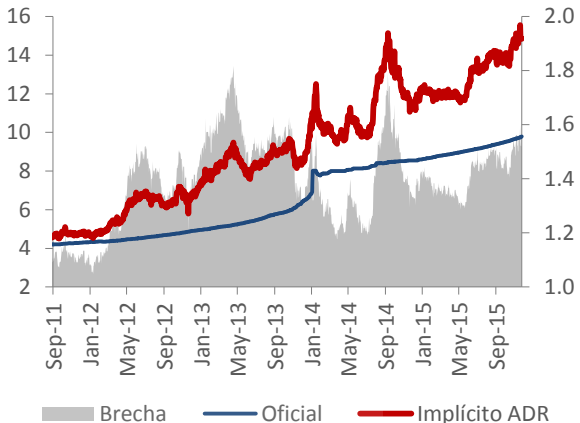
El año 2010 es, sin dudas, el de la recuperación del comercio exterior. Los precios de las exportaciones recuperan un nivel similar al del año 2008, aunque los precios internacionales (tanto de exportaciones como de importaciones) no lo hacen.

Figura 10. Cuenta corriente (% del PIB) y exportaciones e importaciones (miles de millones de USD)



Fuente: INDEC.

Figura 11. Tipo de cambio oficial y tipo de cambio implícito en ADR (ARS/USD) y brecha (Implícito / Oficial)



Fuente: Ministerio de Hacienda.

En el año 2011, las restricciones impuestas para acceder a las divisas y los constantes cambios en las “reglas del juego” generan mayores distorsiones para el sector exportador e importador en la Argentina. Al mantener el tipo de cambio nominal atrasado (impulsado por el “cepo” cambiario y la creciente tasa de inflación) y al monetizar el déficit fiscal, se genera una apreciación real de la moneda importante en los siguientes años. Esto provoca desincentivos a la exportación, pues los exportadores deben liquidar sus productos a un nivel de tipo de cambio sobrevalorado mantenido por el gobierno –quien no permitía a los agentes comprar dólares sin previos justificativos burocráticos para no tener que satisfacer esta demanda con reservas del BCRA a la vez que fomentaba las importaciones, pues se podían ingresar productos a un tipo de cambio nominal barato—. El nivel de distorsión del tipo de cambio oficial respecto a lo que sería un consenso acerca de dónde debería estar se puede medir como la brecha entre el tipo de cambio oficial y el tipo de cambio implícito en los *American Depositary Receipt*<sup>4</sup> (“ADR”). Los ADR eran utilizados para conseguir divisas en una cuenta en el exterior, al comprar la acción en pesos en Argentina y venderla en el exterior en dólares. Los movimientos de esta cotización “paralela” pueden adjudicarse a cuestiones como el riesgo país y dinámicas comunes en los mercados. Es así como

<sup>4</sup> *American Depositary Receipt (ADR)*, son acciones de alguna compañía argentina, que cotiza en el *New York Stock Exchange*, y por lo tanto, cotiza en dólares.

pueden identificarse momentos en los que la cotización “paralela” es 80% mayor a la cotización del tipo de cambio oficial impuesto por el BCRA (mayo 2013), y estas brechas suelen mantenerse en el tiempo (Figura 11).

A pesar de que los términos de intercambio se mantienen en niveles elevados durante 2011 – 2015 (un 17% mayor en promedio frente al lustro 2006 – 2010), desde el año 2012 en adelante se puede observar una caída en las exportaciones de bienes y servicios, en promedio de 7.8% i.a. (aunque destaca 2015 con una caída de 13.9% i.a.), al mismo tiempo que caen las importaciones, aunque en menor medida (caída promedio de 3.7% i.a) (Figura 10).

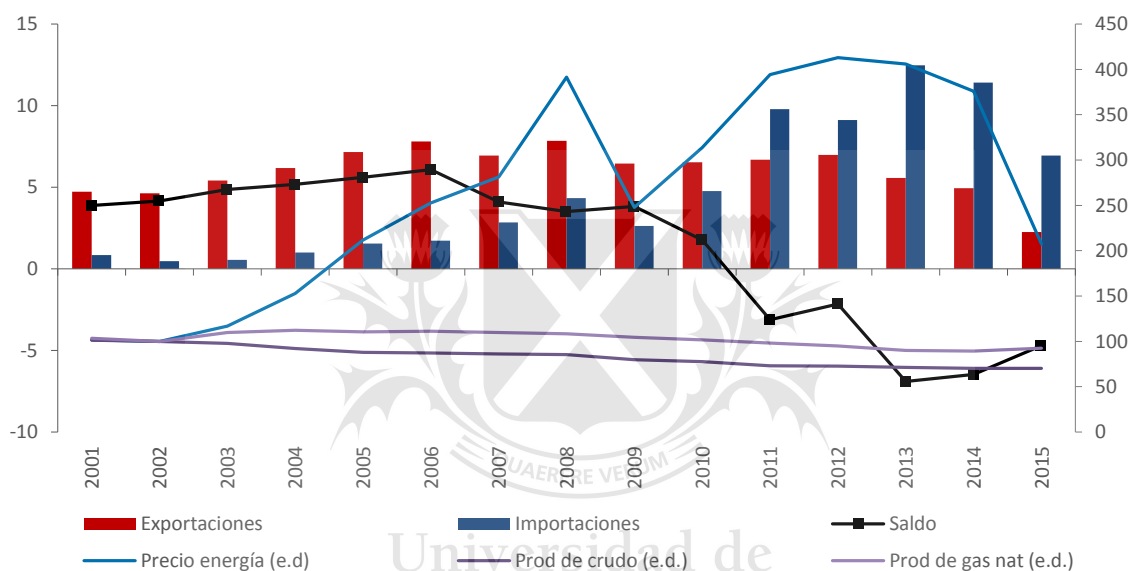
En aquel momento, varios economistas de distintos medios afirmaron que el gobierno había generado un clima con sesgo anti exportador para productos alimenticios y de consumo local, como las carnes y el trigo, de modo que el mercado interno pudiera absorber esos productos a un precio menor al internacional. En consecuencia, la inversión en estos sectores exportadores de bienes fue disminuyendo con el tiempo.

Sin embargo, la balanza de mercaderías permanece superavitaria. Esto es porque a su vez, las importaciones también comenzaron a estar restringidas a la disponibilidad de divisas en la economía.

Desde el año 2010, los precios de la energía aumentan drásticamente, y dados los desincentivos de las compañías locales productoras de combustibles por regulaciones en el precio local, por el congelamiento tarifario (dispuesto por la Ley de Emergencia Económica 25.561 en enero 2002 y sus múltiples prorrogas) y los amplios subsidios distorsivos tanto para consumidores como productores, la producción no alcanza a abastecer la demanda interna y se sostiene la importación de combustibles a precios elevados. Es pertinente recordar que los precios de la energía en dólares nunca estuvieron tan altos como en ese período. Para el trienio 2011–2013, estos precios alcanzan a estar cuatro veces más caros que en 2002 y cinco veces más caros que el promedio de los años noventa. Durante este trienio, los combustibles superan el 20% de las importaciones de mercancías y rompen un récord de 72,126 millones de dólares, en promedio. Para el año 2013, tal déficit llega a ser de 6,900 millones de dólares. A pesar del encarecimiento del precio internacional durante

estos años, los subsidios estatales a la energía –sobre todo en el consumo residencial e industrial– permitieron que la demanda siguiera creciendo. En 2015, hay un pequeño respiro para este sector estratégico para el desarrollo de otras actividades en el país, pues el precio internacional de la energía tiene una caída importante, cercana al 40%, por una mayor producción global (Figura 12).

*Figura 12. Sector externo energía (miles de millones de dólares) e Índice de producción de energía y precio de la energía (Índice 100 = 2002)*



*Fuente: Ministerio de Hacienda, FMI.*

Seguindo la línea de Abbas et al (2011), el aumento acelerado del gasto público en los bienes no transables, concentrado en remuneraciones y transferencias de ingresos hacia los diversos agentes de la economía (vía subsidios, previsión social, etc.) sobre todo a partir del bienio 2007/2009, puede haber fomentado un tipo de cambio menos competitivo en términos reales. A su vez, la financiación de este gasto a través de emisión monetaria genera presiones inflacionarias. Mantener el tipo de cambio nominal en valores bajos (suprimiendo la demanda a través del “cepo” cambiario y vendiendo las reservas del BCRA) produjo una presión a la apreciación del tipo de cambio real importante, que ni siquiera el alto nivel de los términos de intercambio pudo contrarrestar, y como resultado caen las exportaciones. A su vez, las importaciones se reducen por la imposición de controles de capitales (por ejemplo, las restricciones para girar dividendos). Así es como la balanza de bienes se reduce de forma tan importante durante el lustro 2011 – 2015.

A principios del año 2014, el gobierno empuja una corrección del tipo de cambio nominal, pero no reduce el gasto, más bien lo aumenta. La utilización del balance del BCRA es la mayor del período, lo que contribuye a seguir generando desequilibrios en la economía y manteniendo un nivel de tipo de cambio apreciado (por la alta inflación), aunque encareciendo relativamente las importaciones y disminuyendo la demanda interna. Para el año 2015, las expectativas de un cambio de gobierno impulsan a que varias exportaciones se tomen para el año siguiente, especulando con la normalización del mercado cambiario y la apertura al comercio exterior, junto con la reducción de las exportaciones. Además, los términos de intercambio ya habían comenzado a desacelerarse y el tipo de cambio real ya se había apreciado cerca de un 22% en promedio de 2015 (frente a promedio de 2014). Por estas razones, las exportaciones son aún menores que en años anteriores, lo que da lugar a un déficit comercial después de 15 años.

Como se señaló anteriormente, a partir de 2010, la apreciación cambiaria y la pronunciación del déficit continúan impulsando la economía. En el año 2010 el crecimiento es del 10% (luego de una caída de 6% en 2009 por la crisis). Según estimaciones de la Subsecretaría de Programación Económica (2018), la economía ya se encontraba “recalentada”, por lo que las empresas comenzaron a girar dividendos y utilidades significativamente mayores. Salteando el año 2009 (año de la crisis *Subprime*), en 2010 se debita un 57% más de utilidades y dividendos en la cuenta rentas de la cuenta corriente (de 7,418 millones de USD en 2008 a 11,671 millones de USD en 2010). Así es como la línea rentas de la cuenta corriente comienza a ser cada vez más negativa, pasando de -7,672 millones de USD en 2008 a -13,890 millones de USD en 2010. Observando la evolución de la línea rentas de la cuenta corriente entre los años 2003 y 2015, se puede decir que en ese período se fugaron aproximadamente 130 mil millones de dólares.

En resumen, a pesar de que la balanza de bienes se mantiene superavitaria hasta el año 2014 (en 2015 la balanza comercial presenta un déficit de 4,312 millones de USD), la actividad económica y los incentivos a pasar a dólares las ganancias de las empresas fomentan un pago de rentas elevado. Por tal razón, a partir del año 2010 la cuenta corriente es deficitaria para la economía argentina en 1,517 millones de dólares, producto de la diferencia entre una cuenta rentas de la inversión deficitaria en 13,890 millones de dólares

y un balance de comercio superavitario en 12,781 millones de dólares, que ya no es suficiente para compensar la sangría permanente de divisas como lo hacía años anteriores. Desde el 2010 hasta el 2015, la cuenta corriente presenta valores negativos, que son explicados por la caída del resultado del balance de comercio y la creciente FAE. Entonces, al momento de considerar la relación entre déficit fiscal y de cuenta corriente es definitorio el resultado de la “fuga de capitales”, puesto que si el argumento es que el exceso de gasto público sobre la recaudación genera un cambio en los precios relativos que deteriora el resultado comercial, debería ser éste el único mecanismo por el cual la competitividad argentina se deteriora para señalar al déficit fiscal como generador del déficit de cuenta corriente. Es aquí donde se puede argumentar que el resultado comercial de la Argentina puede haberse deteriorado por una apreciación del tipo de cambio real, pero no solamente como consecuencia de eso. Otros factores como el deterioro de los términos del intercambio por caída de los precios internacionales de los *commodities* agrícolas o períodos de recesión en los principales socios comerciales pueden explicar que la diferencia entre exportaciones e importaciones haya sido cada vez más exigua y por ende afectar el resultado de la cuenta corriente.

#### La hipótesis de restricción externa

Aquí es pertinente destacar la hipótesis de la restricción externa, sostenida por primera vez dentro de la Escuela de Pensamiento Económico que se conoce como Estructuralismo, específicamente el Estructuralismo Latinoamericano, relacionada con la CEPAL. Según esta tesis, el crecimiento económico de Argentina se ve interrumpido recurrentemente debido a la permanente fuga de divisas que deviene necesariamente en déficits de cuenta corriente. Visto de otro modo, la estructura económica argentina adolece de una especie de patología crónica denominada Estructura Productiva Desequilibrada (“EPD”) (Diamand, 1984). De acuerdo a esto, la economía argentina necesita para producir más dólares de los que obtiene a través del comercio exterior por los bienes que exporta. En el mediano/largo plazo la indefectible apreciación del tipo de cambio real conlleva a debilitar el balance de comercio. Como la FAE –representada por la demanda para atesoramiento, turismo y remisión de utilidades– es permanente, entonces cuando la balanza comercial se deteriora, inevitablemente, la cuenta corriente pasa a ser deficitaria. Tal déficit puede ser financiado



por superávits en la cuenta capital. Sin embargo, un superávit en la cuenta capital implica endeudamiento, el cual, en definitiva, se torna en salida de divisa. Entonces, según la tesis de la restricción externa se establece que el problema del déficit de cuenta corriente no subyace únicamente en el déficit fiscal, sino en la estructura productiva de la economía argentina.



Universidad de  
**San Andrés**

#### 4. Conclusión

A modo de concluir la tesis, repasaremos los puntos principales desarrollados a lo largo de la misma. Con respecto al modelo Mundell-Fleming y las variables que un gobierno puede administrar –léase tipo de cambio, regulación de la cuenta capital de la balanza de pagos y manejo de la expansión de los agregados monetarios– es sencillo concluir que durante la gestión del kirchnerismo fueron dándose cambios relacionados al tratamiento de las mismas.

Al comienzo se establece un esquema de regulación de los movimientos de capitales y tipo de cambio controlado, relativamente más laxo que aquel implementado sobre el final de la gestión. Este esquema fue contemporáneo a un tipo de cambio real apreciado, resultado de la salida de la convertibilidad. Es así que la cuenta corriente de la balanza de pagos se mostró superavitaria entre los años 2003 y 2009. Sin embargo, las condiciones que daban lugar a dicho resultado, tanto de índole interno como externo, fueron cambiando paulatinamente. Entre ellas se destacan el deterioro en los términos del intercambio, principalmente como producto del cambio en el precio internacional de las materias primas, y el aumento de los precios internos. La caída en el precio internacional de materias primas como la soja y el trigo, desde los máximos alcanzados en 2012, representó una de las principales causas de la desmejora del balance externo para el país. Sin embargo, no debe dejarse de lado las trabas y la falta de apoyo del gobierno al sector exportador, destacándose el impacto negativo que tuvieron los derechos a la exportación, así como también la dificultad para importar maquinaria para la producción agrícola.

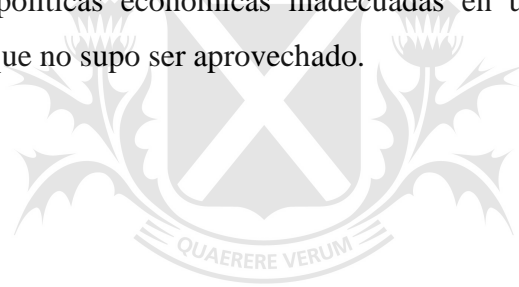
Consecuentemente, la regulación de los flujos de capitales se intensificó con la implementación de la restricción de compra de dólares por parte del BCRA (“cepo” cambiario). El déficit de cuenta corriente se agravó debido a la desmejora del balance de comercio que hasta ese momento financiaba el aumento del déficit fiscal y la continua “sangría” de divisas (FAE).

Asimismo, debe mencionarse que las importaciones de energía fueron otro de los principales agravantes del resultado externo. Las políticas implementadas en el sector desincentivaron la inversión y los subsidios otorgados por el gobierno generaron precios distorsivos que desembocaron en una demanda por encima de la de equilibrio. Como consecuencia del exceso de demanda, el balance energético se tornó deficitario, debiendo el

Gobierno nacional comenzar a importar energía en cantidades paulatinamente crecientes, sobre todo a partir del año 2011 cuando el país se encontraba claramente en el medio de una crisis energética.

La restricción externa comenzó a tener una mayor presencia en el segundo mandato de Cristina Fernández de Kirchner, principalmente por las razones comentadas anteriormente. Como consecuencia de ello, empezó a resentirse el resultado fiscal, el cual se tornó deficitario en el año 2010. De tal manera, la Argentina ingresó al cuatrienio 2011–2015 con un esquema de déficits gemelos, el cual subsistió y, más aún, se profundizó hasta el final del período.

En conclusión y tratando de responder las preguntas que motivaron la investigación, puede decirse que el deterioro en las cuentas internas y externas fueron el resultado de una mala gestión de gobierno y políticas económicas inadecuadas en un contexto internacional relativamente favorable que no supo ser aprovechado.



Universidad de  
**San Andrés**

#### 4.1 ¿Causalidad reversa?

Si bien es cierto que puede aducirse que el financiamiento del déficit fiscal a través de emisión monetaria pudo haber generado una apreciación real del tipo de cambio y por ello haberse deteriorado el saldo de la cuenta corriente, no es posible establecer una relación de causalidad unidireccional entre ambos déficits de manera tajante. Por el contrario, podría inferirse la existencia de causalidad reversa. Un deterioro en la balanza comercial, implica un impacto negativo en la recaudación, ya que cae la recaudación por los derechos de exportación, lo cual repercute en el resultado del sector público de manera negativa. A su vez, la caída en las exportaciones disminuye la actividad de los sectores exportadores en detrimento de la recaudación y el balance fiscal. Entonces, para poder determinar si el déficit fiscal causa el déficit de cuenta corriente, es crucial saber si las exportaciones solamente pueden caer como consecuencia del deterioro de los términos del intercambio y si tal deterioro en los términos del intercambio puede ser causado únicamente por el aumento del gasto público. Sin embargo, es sabido que el volumen exportado es una función que depende de los precios de las exportaciones, de los precios de las importaciones, del tipo de cambio, del nivel de actividad de los socios comerciales, entre otras variables. Por lo tanto, es factible que las exportaciones caigan y entonces se deteriore el balance comercial y la cuenta corriente por un cambio en los precios relativos impulsado por otra variable que no sea el exceso del gasto público o, más aún, por motivos distintos al cambio en los precios relativos, y ello impacte de manera negativa en el balance fiscal. Considerando dicho escenario, el déficit fiscal podría ser atribuido a la caída en la recaudación proveniente de bienes exportables –como consecuencia de las políticas “anti-exportadoras” que llevaron a una disminución en el volumen exportado–, el estancamiento del crecimiento del nivel de actividad y un creciente aumento del gasto en materia social. Asimismo, debe tenerse en cuenta que la cuenta corriente no está compuesta únicamente por el balance comercial y que el deterioro de la misma podría ser impulsado por las Rentas Netas de la Inversión, es decir por la FAE. Por ejemplo, un aumento de los servicios de deuda pública denominada en moneda extranjera deteriorará el resultado fiscal consolidado (financiero). Podría decirse que la deuda denominada en divisas, en el caso argentino, se incrementa para cubrir el *gap* fiscal sin emisión monetaria sin respaldo. Tal justificación es difícil de hallar cuando el déficit primario está denominado en pesos. Más aún, el deterioro

del resultado de la cuenta corriente puede ocurrir por un aumento de la FAE y ello no tiene que ver solamente con el aumento del déficit fiscal (puede ser que así sea, pero no es la única razón). Queda demostrado entonces que no es posible afirmar la existencia de una causalidad univoca en lo que respecta a la cuestión de los déficits gemelos.



Universidad de  
**San Andrés**

#### 4.2 Nueva gestión y cambio de paradigma

El nuevo gobierno a fines del año 2015 trajo consigo cambios sustanciales en lo que respecta a la administración de la política económica. Por ejemplo, haciendo un paralelismo con el kirchnerismo, entró en vigencia un esquema de flotación libre del tipo de cambio, quedó desregularizado el movimiento de capitales y el financiamiento del déficit fiscal se realizó a través de colocaciones de deuda en moneda extranjera (lo cual no había sido posible para la gestión anterior). El déficit fiscal heredado (2% del PBI en el resultado primario y 4% del PBI en el resultado consolidado), a pesar de las medidas aplicadas por el nuevo equipo económico, no se equilibró. La toma de deuda denominada en divisas para cubrir la brecha fiscal generó que la Autoridad Monetaria tuviese que tomar parte de este esquema de manera activa. El BCRA llevó a cabo una política de esterilización monetaria, la cual derivó en el problema del déficit cuasifiscal representado por las Lebac y los intereses que las mismas pagaban. Al mismo tiempo, el flujo de capitales que ingresó al país tras el blanqueo de capitales llevado a cabo entre el año 2016 y 2017 profundizó la apreciación cambiaria real que junto a la apertura comercial dieron como resultado un déficit comercial récord en el año 2017. En simultáneo, se observa un constante y creciente flujo de FAE, el cual resultó en un déficit de cuenta corriente récord para el año 2017. En otras palabras, el país convivió con una situación de déficits gemelos desde el año 2010. Las medidas llevadas adelante por la administración de Mauricio Macri, en un primer momento y en medio de un contexto internacional desfavorable, sostuvieron y profundizaron aquellos desequilibrios macroeconómicos. Dichos desequilibrios fueron financiados por inversores internacionales que hallaron altas tasas de retorno en las emisiones de deuda del gobierno nacional y de los gobiernos provinciales, como también oportunidades de corto plazo realizando *carry-trade* al invertir en Letras del Banco Central. A fines del año 2017 esta situación comenzó a generar cierta incertidumbre local acerca de la sostenibilidad del *stock* de deuda y la estabilidad macroeconómica tras el abandono del esquema de metas de inflación del BCRA. En el plano internacional, se generó cierta turbulencia tras el comienzo de una política de normalización de tasas de interés en los Estados Unidos, la cual amenazó a los países emergentes con potenciales fugas de capitales y consecuentes desequilibrios macroeconómicos. Para la Argentina ello implicó un encarecimiento en la fuente de recursos utilizada para financiar los déficits gemelos y un

cambio de expectativas relacionadas con el tipo de cambio y el nivel de inflación, debido al fenómeno de *pass-through*. Como consecuencia, se debió acudir al FMI para establecer un blindaje financiero de corto plazo que permitiera generar un resguardo a los inversores en el mercado de capitales y contrarrestar la creciente salida de capitales del país (gran parte provenientes de inversiones de *carry-trade*), que se encargaron de ajustar el tipo de cambio en niveles más competitivos de los que validaba el BCRA. Finalmente, dado que estas medidas no fueron del todo exitosas, se acordó con el FMI el desarme de las Lebac antes de diciembre de 2018 y que parte de esos fondos fueran a deuda del Tesoro Nacional representada por otros instrumentos (Letes, Lecap, bonos). Además, se adoptó un esquema de control nominal severo de los agregados monetarios (base monetaria principalmente), dejándose de lado el manejo de la tasa de interés como instrumento de política monetaria. La herramienta principal para la implementación de este esquema son las denominadas Leliq. A través de ellas se determina indirectamente una tasa interés de referencia suficientemente alta en términos nominales (rondando una TNA del 70 %) que seduce a los agentes. De esta manera, se sostiene la demanda de pesos y se evita la dolarización de los agentes. Asimismo, cabe destacar que la tasa de referencia podría perforar el piso del 60% en el año 2018 únicamente en caso de que se observe una caída en las expectativas de inflación durante dos meses consecutivos. Otro punto importante del programa de financiamiento pactado con el FMI –y la principal motivación del presente trabajo– prevé un déficit primario nulo para el año 2019. El éxito de este programa está supeditado a los resultados en términos de recaudación impositiva y contracción del gasto público.

En resumen, la economía argentina experimentó un proceso de crecimiento sostenido a tasas promedio altas desde el año 2003 hasta el año 2010 producto de un contexto internacional favorable que permitió sostener superávits gemelos e incluso ocultar los efectos nocivos de las políticas kirchneristas que “fogoneaban” un crecimiento artificial, de corto plazo y a tasas insostenibles para el nivel de crecimiento potencial de la economía. Podría decirse que se adoptó una política procíclica en un período donde el ciclo era favorable y que, al momento de cambiar la situación externa, las posibilidades de generar mayor expansión fiscal para sostener el ritmo se vieron limitadas. Los problemas estructurales en lo que respecta la FAE quedaron de manifiesto cuando el balance de comercio no resultó suficiente para financiar la fuga de capitales. Consecuentemente, se

arribó a un déficit de cuenta corriente, posiblemente atribuido a causas relacionadas a una administración “licenciosa” en materia de gasto público.

Por último, es pertinente remarcar que el presente trabajo no busca dar respuesta a cómo salir de la crisis, sino comprender cómo se llegó a ella. A partir de lo investigado sería posible y resultaría interesante continuar el análisis y proponer soluciones estructurales que den fin a los déficits gemelos y permitan establecer bases sólidas para encaminar a la Argentina hacia un sendero de crecimiento y estabilidad de largo plazo.



Universidad de  
**San Andrés**



## 5. Bibliografía

Abbas A., Bouhga-Hagbe J., Fatás A., Mauro P. & Velloso, R. (2011). Fiscal Policy and the Current Account. *IMF Economic Review*. Vol. 59, No.4.

Argarañaz, Nadin (2018, 7 de junio). Se decidió eliminar el principal problema económico de Argentina: el déficit fiscal y la monetización por parte del BCRA. *Perfil*.

Baldassarri M., Mundell R. & McCallum J. (1993). *Debt, Deficit and Economic Performance*. Central Issues in Contemporary Economic Theory and Policy. St. Martin's Press.

Bluedorn J. & Leigh D. (2011). Revisiting the Twin Deficit Hypothesis: The Effect of Fiscal Consolidation on the Current Account. *IMF Economic Review*. Vol. 59, No.4.

Bussière, Fratzscher & Müller (2010). Productivity shocks, budget deficits and the current account. *Journal of the International Money and Finance*. No. 29. 1562-1579.

Diamand, M. (1984). *El péndulo argentino: ¿hasta cuándo?*. CERES, Centro de Estudios de la Realidad Económica y Social.

Fanelli, J.M. (1991). Tópicos de Teoría y Política Monetaria. CIEPLAN. Serie Docente N° 5.

Hume, D. (1953). *Ensayos políticos*. Printower Media.

Keynes, J. M. (2010). Can Lloyd George Do It?. *Essays in persuasion* (pp. 86-125). Palgrave Macmillan, London.

Kumhof M. & Laxton Douglas. (2013). Fiscal deficits and current account deficits. *Journal of Economic Dynamics & Control*. No. 37. 2062 – 2082.

Mill, J. S. (1973). *Principles of political economy*. Рипол Классик.

Mundell, Robert. (1993) Debt and déficits in Alternative Macroeconomic Models. *Debt, Deficit and Economic Performance*. Palgrave Macmillan, London.

Ricardo, D. (1937). Principios de economía política y tributación. *Biblioteca de Obras Famosas*.

Smith, A. (1817). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (Vol. 2). Рипол Классик.

Boletines fiscales publicados por el Ministerio de Hacienda de la Nación. Correspondientes a:

- <https://www.minhacienda.gob.ar/onp/documentos/boletin/4totrim01/4totrim01.pdf>

- <https://www.minhacienda.gob.ar/onp/documentos/boletin/4totrim02/4totrim02.pdf>
- <https://www.minhacienda.gob.ar/onp/documentos/boletin/4totrim04/4totrim04.pdf>
- <https://www.minhacienda.gob.ar/onp/documentos/boletin/4totrim05/4totrim05.pdf>
- <https://www.minhacienda.gob.ar/onp/documentos/boletin/4totrim06/4totrim06.pdf>
- <https://www.minhacienda.gob.ar/onp/documentos/boletin/4totrim07/4totrim07.pdf>
- <https://www.minhacienda.gob.ar/onp/documentos/boletin/4totrim08/4totrim08.pdf>
- <https://www.minhacienda.gob.ar/onp/documentos/boletin/4totrim09/4totrim09.pdf>
- <https://www.minhacienda.gob.ar/onp/documentos/boletin/4totrim10/4totrim10.pdf>
- <https://www.minhacienda.gob.ar/onp/documentos/boletin/4totrim11/4totrim11.pdf>



Universidad de  
**San Andrés**