

# La economía argentina bajo los Kirchner: una historia de dos lustros<sup>1</sup>

Mario Damill y Roberto Frenkel<sup>2</sup>

## 1. Introducción

En el año 2013 se completó una década desde el inicio del gobierno de Néstor Kirchner. Sin embargo, cualquier definición de períodos útil para el análisis de la economía argentina debe enfocarse en una “década larga” que comienza en 2002, puesto que los principales pilares del esquema macroeconómico inicial de las administraciones kirchneristas ya se habían establecido antes de mayo de 2003.

En el corto período que mediara entre el estallido de la convertibilidad y la asunción de Néstor Kirchner se produjo un conjunto de hechos decisivos que configuraron un nuevo escenario, radicalmente diferente del anterior a la crisis. Pocos días después de que, a fines de diciembre de 2001, se decidiera la suspensión parcial de los pagos de la deuda pública, se abandonó la paridad fija “uno a uno” del peso con el dólar, que había estado vigente durante poco más de diez años, y se avanzó hacia la adopción de un nuevo régimen cambiario. Las deudas denominadas en moneda extranjera contraídas previamente con los bancos locales se convirtieron a pesos. Se establecieron impuestos a las exportaciones (retenciones) y controles a los movimientos de capitales, y se anuló la vinculación al dólar de diversos precios y tarifas, instituida en los años noventa en el marco de la privatización de empresas públicas y la concesión de servicios a la gestión privada. También se instrumentó el “Plan Jefas y Jefes de Hogar Desocupados”, para mitigar el impacto social negativo de la crisis y de algunas de las medidas dirigidas a superarla.

Si es cierto que esas acciones de política tuvieron marchas y contramarchas y fueron encontrando su rumbo en medio de contradicciones y en un marco social y político muy conflictivo, también lo es que resultaron eficaces para detener en pocos meses el abrupto movimiento declinante del producto y del empleo, uno de los aspectos centrales de la

---

<sup>1</sup> Trabajo preparado en diciembre de 2013 como capítulo del libro Peruzzotti E. y C. Gervasoni (eds.): La Década Kirchnerista, Buenos Aires, Editorial Sudamericana (por aparecer).

<sup>2</sup> Investigadores del CEDES. Los autores agradecen la colaboración de Diego Friedheim y Roxana Maurizio, así como sus comentarios y los de Daniel Kampel.

crisis económica y social. Darían paso enseguida a una recuperación veloz. Ésta ya estaba en curso al asumir el nuevo gobierno.<sup>3</sup>

La importancia de los hechos mencionados hace que no resulte posible examinar la década iniciada en 2003, en el plano de la macroeconomía, sin prestarles previamente adecuada atención, dado que los mismos confluirían para configurar un nuevo régimen macroeconómico, que habría de perdurar por varios años. En la historia subsiguiente, a partir de ese año, y más allá de ciertos ejes de continuidad, resaltan también los importantes cambios que habrían de producirse en el devenir de la economía y en la orientación de las políticas macroeconómicas.

Estas modificaciones permiten identificar dos períodos con rasgos muy distintos: un lustro inicial con un desempeño macroeconómico notable, cuyo cierre puede situarse en la intervención del INDEC a comienzos de 2007 (aunque en algunos aspectos importantes se prolonga alrededor de un año más), seguido por otro que abarca el resto de la década. En este segundo período el desempeño macroeconómico desmejoró perceptiblemente.

El conflicto entre el gobierno y los productores agropecuarios en torno a los impuestos de exportación, y el impacto de la crisis global, jalonan también el inicio de ese segundo lapso. Si bien dentro del mismo se destaca un subperíodo, a partir de la reelección de Cristina Kirchner como presidente en octubre de 2011, en el que se acentúan marcadamente algunas líneas de acción gubernamental y tendencias macroeconómicas previas, en líneas generales se perfilan dos quinquenios diferenciados con bastante nitidez: 2003-2007 y 2008-2012.

El comportamiento del nivel de actividad puede ilustrar la distinción entre esas dos grandes etapas con claridad (gráfico 1). Esa serie presenta, durante un largo período, desde 2002 hasta fines de 2007 aproximadamente, una trayectoria creciente y sostenida. Luego la línea se vuelve sinuosa, con dos momentos de declinación (en 2009 y 2012), y una tendencia general todavía positiva pero de mucho menor dinamismo que en la fase precedente.

---

<sup>3</sup> En la agonía de la convertibilidad resaltaban varios desequilibrios macroeconómicos de magnitud, que llevaron a una profunda crisis. Esos desequilibrios derivaban en gran medida de la prolongada apreciación cambiaria: fragilidad financiera externa de la economía (reflejada en un significativo déficit en la cuenta corriente del balance de pagos, un elevado y creciente endeudamiento y muy altas primas de riesgo país), déficit fiscal en rápido aumento (impulsado principalmente por los intereses de la deuda pública), altísimas tasas de desempleo de la mano de obra, y una extensa trayectoria declinante del producto. La evolución de la economía bajo el régimen macroeconómico de los años noventa y los procesos que conducirían al *default* y la devaluación se examinan por ejemplo en: Damill, Frenkel y Maurizio (2002). Las medidas adoptadas para encauzar la economía luego de la crisis y sus efectos se analizan en Damill, Frenkel y Rapetti (2010).

Con esta secuencia temporal se organiza la información sobre las principales variables macroeconómicas de la década presentada en el cuadro 1, distinguiendo dos grandes etapas de duración semejante.

En la próxima sección desarrollamos sintéticamente la descripción de los principales cambios económicos que precedieron a la elección presidencial de 2003 y definieron un nuevo escenario, y examinamos la evolución de la economía a lo largo del lustro subsiguiente. Analizamos también los factores que, promediando la década, señalan el inicio de una nueva etapa. Luego, en la sección 3, abordamos la evolución macroeconómica posterior, hasta el presente. Cierra el artículo una sección de reflexiones finales.

## **2. Los pasos previos y el lustro inicial de las administraciones kirchneristas.**

Varias de las principales condiciones económicas iniciales de la década se establecieron, como ya se indicó, en los convulsionados meses que la antecedieron. Los grandes cambios que se produjeron en ese breve período se articulan en torno a un eje principal: la drástica modificación de precios relativos que siguió al abandono de la paridad “uno a uno” del peso con el dólar, a inicios de 2002.

Estrangulada por la apreciación cambiaria, el aumento exponencial del endeudamiento externo, y las limitaciones que imponía a la política macroeconómica el rígido esquema de la convertibilidad, la actividad económica venía siguiendo una tendencia contractiva desde 1998. La prolongada recesión se había acentuado notoriamente desde mediados de 2001, como ilustra el gráfico 1.

Esa violenta caída se detuvo apenas tres meses después de la depreciación monetaria y, sin dudas, como consecuencia de la misma. El determinante clave de ese logro fue la recomposición de la competitividad de la producción local, que mejoró acentuadamente con el cambio de precios relativos, en comparación con cualquier momento de la década anterior.

En 2003, el tipo de cambio real duplicaría con creces su nivel de fines de 2001 (cuadro 1 y gráfico 3). Por su parte, el salario medio en la industria manufacturera había declinado, a fines de 2003, medido en dólares, a un valor equivalente a alrededor de 40% del vigente antes de la crisis. Sin embargo, es importante observar que la caída del salario real (es decir, el salario nominal deflactado por el índice de precios al consumidor) fue muchísimo menor: se contrajo en un 14% aproximadamente, entre las mismas fechas (cuadro 1 y gráfico 4).

Esa significativa modificación de precios relativos tuvo un impacto muy favorable sobre el sector productor de bienes comercializables internacionalmente. Por un lado, recompuso la rentabilidad de las firmas en esos ramos de actividad, dañada por la fuerte y prolongada apreciación cambiaria de la década precedente. Por otro, el encarecimiento relativo de los productos importados favoreció un cambio en la composición de la demanda agregada, a favor de los bienes producidos en el país. La consiguiente sustitución de importaciones por producción local fue el determinante de la súbita interrupción de la tendencia negativa del nivel de actividad que puede constatarse en el gráfico 1. La recuperación se fortalecería enseguida, al extenderse a las exportaciones de bienes y especialmente a la inversión fija, ambas estimuladas por el incremento de la rentabilidad.

Algo más tarde, la reactivación de la actividad económica comenzaría a reflejarse también en incrementos en la ocupación laboral y en los salarios. Los salarios reales comenzaron a repuntar en el cuarto trimestre de 2002, como consecuencia de subas nominales y de la desaceleración de la inflación. Las mejoras salariales se asocian en parte a la rápida reducción del desempleo, pero también contribuyó la política consistente en el otorgamiento de aumentos de suma fija para los trabajadores privados, determinados por decreto a partir de 2002, práctica que se mantuvo hasta 2004.

Ya en el cuarto trimestre de 2003 los salarios reales medios en la manufactura habían recuperado el nivel observado en el mismo período de 2001, antes de la devaluación del peso, como se constata en el gráfico 4.

El gráfico 12 muestra además la trayectoria “en V” de los indicadores de ocupación de mano de obra, los que luego de la abrupta caída precedente, comenzaron a repuntar de manera muy notable a fines de 2002. Ese fenómeno fue particularmente intenso en lo que se refiere a las ocupaciones de tiempo completo en el sector privado.<sup>4</sup>

Un punto que cabe destacar especialmente es que la interrupción de la tendencia contractiva de la actividad productiva y su posterior reversión antecedieron al cambio favorable de las condiciones externas, especialmente de los precios de exportación, que se produciría a lo largo de los años 2000 a consecuencia de transformaciones en la

---

<sup>4</sup> Es natural esperar subas de la ocupación asociadas al incremento del producto. Pero el cambio de precios relativos favoreció además un importante aumento de la intensidad laboral, es decir, de la cantidad de trabajo empleada por unidad producida. Esto aceleró la absorción de mano de obra, facilitando así una acentuada reducción del desempleo y del subempleo involuntario. Un proceso inverso se había observado en la década anterior, durante los primeros años del régimen de convertibilidad, tras una modificación de precios relativos de sentido contrario, es decir, una fuerte apreciación real. El análisis de las conexiones entre la evolución macroeconómica y el mercado de trabajo, así como una comparación de los períodos mencionados se presenta en Damill, Frenkel y Maurizio (2007, 2011) y Damill y Frenkel (2006).

economía global, como el fuerte dinamismo adquirido por la demanda de *commodities* por parte de economías de mercado emergente de crecimiento rápido, en particular de China.

De hecho, al iniciarse la recuperación, los precios medios de exportación se encontraban en un mínimo local comparable al menor nivel de los años noventa, registrado en 1999, y apenas comenzaron a ascender a partir de entonces (cuadro 1 y gráfico 5). En consecuencia, pese a la muy difundida creencia contraria, que pone el peso principal de la explicación de la mejora macroeconómica de los años 2000 en factores externos, es bien claro que estos no fueron gravitantes en la interrupción de las principales tendencias deletéreas de la crisis, aunque sí harían una apreciable contribución positiva algo más tarde.

La depreciación del peso contribuyó a profundizar la corrección del desequilibrio externo que se había iniciado un par de años antes con la fuerte reducción de importaciones causada por la recesión de finales de los años noventa. La cuenta corriente del balance de pagos pasó de deficitaria a superavitaria, con un cambio equivalente a casi 7 puntos del PIB entre 2001 y 2003, año en que alcanzó un superávit del orden de 5,5% del producto (cuadro 1).

La depreciación facilitó también la corrección del desequilibrio fiscal, a lo que aportó la introducción de impuestos a la exportación. Estos tributos permitieron que el sector público captase una parte del efecto redistributivo de la devaluación. El resultado primario del sector público consolidado pasó así de deficitario (-2% del PIB en 2001) a superavitario (4% del PIB en 2003, cuadro 1). Ese superávit alcanzaría el máximo de la década en 2004, con una cifra equivalente a 5,2% del PIB.<sup>5</sup>

Más adelante, a comienzos de 2005, la reestructuración parcial de la deuda pública con una quita importante haría una contribución muy significativa para consolidar la mejora fiscal alcanzada previamente.<sup>6,7</sup>

---

<sup>5</sup> El cambio en las cuentas públicas fue incluso más drástico en el resultado financiero total. En efecto, en el cómputo del resultado primario no se toman en cuenta los pagos de intereses. Si se los considera, la mejora en el resultado se incrementa, como consecuencia de la reducción de los pagos de servicios de la deuda pública, debido al *default* parcial incurrido desde fines de 2001.

<sup>6</sup> En el ajuste fiscal de los tempranos años 2000 merece especial atención el papel de los pagos de intereses sobre la deuda pública. Estos pasaron de representar casi 4% del PIB en 2001 a 2,4% en 2005. Sin embargo, los efectos fiscales de la suspensión de parte del servicio de la deuda en 2001-2004 y de la reestructuración de 2005 fueron mucho mayores que la reducción que muestra ese cálculo. Puede estimarse que el monto de intereses de la deuda pública devengados en 2004, el año anterior a la reestructuración, valuados al tipo de cambio de ese año y sin considerar el *default*, habría representado entre 9 y 11 puntos del PIB. Eso equivaldría a aproximadamente la mitad de la recaudación impositiva de ese mismo año. Tal volumen de pagos habría resultado ciertamente incompatible con la recuperación económica y con la estabilidad macroeconómica. En efecto, un aspecto crucial de la vulnerabilidad financiera fiscal en los años noventa derivaba de la muy elevada proporción de deuda denominada en moneda extranjera, con la consiguiente

En síntesis, luego de la crisis de la convertibilidad, el cambio de precios relativos hizo posible que la economía argentina pasara a generar superávits, externo y fiscal, en lugar de los “déficits gemelos” que habían sido característicos del régimen macroeconómico de los años noventa.

En la década de los años noventa, como también en las anteriores, las expansiones económicas solían ser acompañadas por un progresivo deterioro del balance comercial, debido a que las importaciones crecían normalmente más rápido que las ventas al resto del mundo. La escasez de divisas acababa frenando la expansión, en la secuencia típica representada en el llamado “modelo de stop-go”.

En cambio, en la larga expansión iniciada en 2002 las cosas se darían de otro modo. Luego de varios años de muy altas tasas de crecimiento del PIB, la cuenta corriente se mantendría superavitaria. Si bien la importante mejora de los precios de exportación contribuyó grandemente, pocas dudas caben acerca de que el tipo de cambio real elevado aportó también buena parte de la explicación de ese comportamiento.

### ***La estabilización luego del cambio de precios relativos.***

En sus comienzos, a lo largo de 2002 y 2003, la recuperación de la economía argentina se daba en un marco de gran incertidumbre y vulnerabilidad. Su continuidad y dinamismo estaban bajo constante amenaza. La prolongación de ese sendero positivo sólo fue posible por otro logro fundamental de la breve etapa de la prehistoria de la década kirchnerista, que en líneas generales se mantuvo a lo largo del lustro siguiente: la

---

exposición al riesgo de variaciones del tipo de cambio. La sustancial depreciación monetaria de 2002 habría tenido, de no mediar la suspensión de pagos y la reestructuración, un efecto aún más devastador sobre la posición financiera del sector público. Se concluye que dicha suspensión de pagos y la reestructuración de deuda que siguió hicieron posible un considerable monto de ahorro fiscal, ya sea que se lo mida en moneda doméstica o como proporción del producto.

<sup>7</sup> La reestructuración de la deuda se examina detenidamente en Damill, Frenkel y Rapetti (2010). La misma involucró una significativa quita en el monto nominal de las obligaciones financieras fiscales, así como una importante reducción de tasas de interés y una considerable extensión del plazo promedio de la deuda. La magnitud de la quita resultaría atenuada, “ex post”, por los fuertes pagos generados por los cupones vinculados al PIB que acompañaron a la emisión de los bonos reestructurados, a los cuáles los analistas de mercado dieron inicialmente una baja valuación. Por otra parte, es interesante señalar que aproximadamente 44% de la deuda reestructurada se integró con bonos denominados en moneda local, una proporción mucho mayor que en la deuda preexistente.

Al final del mismo año, el gobierno nacional decidiría cancelar antes del vencimiento el total de las obligaciones remanentes con el FMI, mediante un desembolso próximo a los 10 mil millones de dólares. En ese momento no había un acuerdo vigente con el FMI.

estabilización cambiaria, monetaria y financiera, alcanzada entre mediados de 2002 y mediados de 2003, y sus efectos favorables sobre las expectativas.

Las condiciones extremadamente difíciles que rodeaban este proceso de estabilización incluían un acentuado aislamiento internacional y la falta de apoyo del FMI –o más precisamente, la oposición abierta del Fondo a diversas medidas instrumentadas por el gobierno argentino- por ejemplo en materia de política cambiaria.

En los meses que siguieron a la crisis, se avanzó hacia el establecimiento de un régimen cambiario de flotación administrada. El FMI favorecía una flotación sin intervención de las autoridades monetarias en el mercado de cambios. En las condiciones de marcada incertidumbre y muy débil demanda de activos en pesos por entonces vigentes, esto debía llevar a una suba abrupta del tipo de cambio nominal, detonando posiblemente una hiperinflación y abriendo camino luego, por esa vía traumática, a la estabilización de una economía dolarizada, tras la desaparición de la moneda nacional, como parecía creer (y promover) el FMI.

A la salida de la convertibilidad rigió por un corto período un régimen de tipo de cambio dual. En febrero de 2002, bajo fuerte presión del Fondo, el gobierno decidió unificar el mercado de cambios y dejar que el peso flotara. Como era de esperarse, la paridad subió abruptamente, alcanzando niveles cercanos a los 4 pesos por dólar, en un marco de expectativas de mayores aumentos.

Sin embargo, la situación comenzó a entrar en cauce hacia mitad de ese año. Los controles sobre las transacciones en moneda extranjera tuvieron un papel crucial. Habían sido introducidos en noviembre de 2001, antes del colapso de la convertibilidad. En junio de 2002, siguiendo una política sistemática dirigida a estabilizar el mercado de divisas, dichos controles fueron fortalecidos y se reforzaron también las intervenciones en el mercado cambiario. La decisión de que los ingresos de divisas de exportación superiores a 1 millón de dólares fuesen vendidos directamente al Banco Central tuvo especial importancia. Esa fue la principal fuente de moneda extranjera con que contaron las autoridades monetarias. Esos ingresos hicieron posible incrementar el volumen de las intervenciones en el mercado de cambios. Las medidas aplicadas incluyeron estrictas restricciones a las transacciones por cuenta de capital, que también contribuyeron a contener el *raid* alcista de la paridad. Los límites impuestos al retiro de pesos de los bancos vigentes por entonces limitaron, asimismo, la demanda de moneda extranjera.

Para detener la burbuja cambiaria fue también relevante el lanzamiento de papeles de deuda del Banco Central (Lebacs), que pagaron inicialmente tasas de interés muy elevadas y paliaron la ausencia, hasta el momento de su emisión, de instrumentos

financieros domésticos que pudieran actuar como sustitutos del dólar en los portafolios privados, aliviando así la presión de demanda en el mercado de cambios.

Las tasas de interés bancarias subieron vertiginosamente. En julio de 2002, las tasas medias de los depósitos a plazo alcanzaron un máximo de 76% anual. Al mismo tiempo, las tasas pagadas por las Lebacks a 14 días tocaban casi 115% anual.

La paridad cambiaria real había alcanzado niveles muy elevados en comparación histórica (en otros términos, los precios de los activos domésticos, así como los de los bienes no transables, y los salarios, eran percibidos como anormalmente bajos medidos en dólares).

Todos estos factores coadyuvaron a la estabilización del precio de la divisa. Así, luego de alcanzar un pico de casi 4 pesos por dólar a finales de junio, la tasa de cambio comenzó a experimentar una suave tendencia a la apreciación. Aunque la tasa de inflación ya resultaba baja y en desaceleración, el aumento de los precios internos también contribuyó a la apreciación real. En ese contexto, los activos locales se hicieron crecientemente atractivos. Los depósitos bancarios comenzaron a incrementarse por primera vez luego de la crisis, al igual que la demanda de papeles de deuda del Banco Central, los precios de las acciones y la demanda de circulante. Esta sustitución de portafolio a favor de instrumentos en pesos resultaría en una declinación sostenida de las tasas de interés.

En cuanto el público percibió que la paridad cambiaria nominal dejaba de subir y las reservas comenzaban a recuperarse, se configuró un escenario muy diferente al anterior, con expectativas de apreciación nominal del peso que facilitaron la recomposición de la demanda de dinero y de activos en moneda doméstica.

Hubo cierta apreciación nominal hasta que, entrado 2003, el gobierno acentuó la intervención en el mercado cambiario, comprando moneda extranjera para contener la baja de la paridad y defendiendo así el alto nivel alcanzado por el tipo de cambio real. Este momento puede considerarse el fin de la etapa preliminar o de transición, y el comienzo del período del modelo basado en el tipo de cambio real competitivo y estable.<sup>8</sup>

Tras la depreciación del peso los precios internos habían subido rápidamente. Sin embargo, en pocos meses las tasas inflacionarias se hicieron declinantes, volvieron a un dígito anual y luego a un dígito bajo (gráfico 2).

A la estabilización contribuyeron diversos factores que atenuaron el impacto inflacionario de la variación del tipo de cambio, alejando el riesgo de hiperinflación. Entre estos factores se cuenta la introducción de impuestos de exportación, que acotó el traslado de

---

<sup>8</sup> Las características del régimen de tipo de cambio real competitivo y estable y su forma de funcionamiento se examinan por ejemplo en Frenkel (2008), Frenkel y Rapetti (2008), y Damill y Frenkel (2014).

la suba de los correspondientes precios -medidos en pesos- a los mercados internos. Pesaron también las medidas destinadas a “desdolarizar” precios y tarifas de servicios que estaban previamente vinculados al tipo de cambio nominal. Por otra parte, la capacidad productiva no utilizada era por entonces muy elevada, al igual que la tasa de desempleo abierto, superior a 20% de la población económicamente activa urbana. En ese marco de alta desocupación, las subas de salarios nominales se mantuvieron inicialmente acotadas, y los productores de bienes y servicios para el mercado interno encontraban difícil trasladar a precios los incrementos de los costos de los bienes importados.

Uno de los desafíos más complejos que debieron enfrentarse a la salida de la convertibilidad fue el proceso de estabilización financiera. Señalaremos aquí, sintéticamente, algunos de sus aspectos centrales.<sup>9</sup> En primer lugar, el sistema financiero de fines de los años noventa había desarrollado una fuerte exposición indirecta al riesgo cambiario. Alrededor de 70% de los contratos financieros internos estaban denominados en dólares, y si bien no había, antes de la crisis, un descalce importante entre activos y pasivos bancarios en dicha moneda, gran parte del crédito interno en dólares había sido otorgado a deudores con ingresos en pesos, cuya posición financiera y su capacidad de pago se verían deterioradas con la devaluación.

En tales condiciones, la gran magnitud que alcanzó la suba del tipo de cambio habría conducido inexorablemente, por su impacto sobre numerosos deudores, a una ola de incumplimientos de contratos y a quiebras generalizadas, incluyendo la del sistema bancario, con la consecuencia de una desorganización aún más profunda del sistema económico. Por ende, alguna forma de quita sobre esas deudas se hizo ineludible. La forma que se encontró fue la de convertir tales obligaciones a pesos a un tipo de cambio preferencial. La misma se efectuó a la paridad “uno a uno” entre el peso y el dólar que había estado vigente hasta la devaluación. Por esa razón, la consiguiente conversión con quita adquirió el calificativo de “pesificación”. Adoptada esa medida, también fue inevitable la pesificación de los depósitos en los bancos (la que se hizo a una tasa diferente: 1,4 pesos por dólar para estos pasivos, frente al “uno a uno” de los créditos, de allí que se hablara de “pesificación asimétrica”). El estado compensaría a los bancos por la pérdida de capital resultante de esa conversión de activos y pasivos a pesos a paridades disímiles.<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> El tema se examina en mayor profundidad en Damill, Frenkel y Simpson (2012).

<sup>10</sup> La asimetría de la pesificación indica que una parte del costo de la quita sobre las deudas en dólares fue transferida a los tenedores de depósitos, asumiendo el resto el sector público. Los depositantes sufrirían entonces una quita del valor de sus activos en dólares. Los depósitos pesificados a \$1,4 por dólar quedaron indexados a los precios al consumidor (es decir, al coeficiente CER, que se calcula diariamente pero refleja la medida de inflación del IPC), por lo que

Las entidades bancarias venían enfrentando dificultades desde meses antes de la devaluación, debido a sucesivas rondas de retiros de depósitos que tuvieron lugar en la fase final de la convertibilidad, desde fines de 2000 en adelante. Estas se habían reflejado a su vez en caída del acervo de reservas de divisas en poder del Banco Central. Para contener la corrida contra el peso y el drenaje de depósitos y reservas se habían impuesto, a comienzos de diciembre de 2001, severas restricciones al retiro de fondos depositados a la vista y en caja de ahorro en los bancos: el “corralito”. Poco después, la inmovilización se extendería a los depósitos a plazo, configurando el denominado “corralón”. Pese a estas medidas, a causa de diversas “filtraciones”,<sup>11</sup> la pérdida de liquidez de los bancos prosiguió posteriormente.<sup>12</sup>

Frente a la frágil situación de muchas entidades bancarias y la incertidumbre reinante, las autoridades contaban con márgenes de maniobra muy estrechos considerando, en particular, las acentuadas debilidades del panorama financiero fiscal. Tras marchas y contramarchas, se fue definiendo de hecho una estrategia de saneamiento progresivo del sistema financiero, que proseguiría bajo el gobierno de Néstor Kirchner. En especial, se dio apoyo a los bancos en problemas mediante redescuentos y se recurrió a la “tolerancia regulatoria”, es decir, a la aceptación temporaria del incumplimiento de requerimientos como las exigencias de capital, contra las recomendaciones del FMI, que abogaba por un tratamiento mucho más drástico. De este modo se dio tiempo, mediante este enfoque gradual, para que la paulatina recuperación de la estabilidad de precios y del nivel de actividad favoreciera el progresivo restablecimiento de los indicadores de liquidez y solvencia de las entidades.

Esa estrategia gradual se reveló exitosa. A medida que el panorama macroeconómico se normalizaba y la situación de los bancos comenzaba a mejorar, fue también posible ir liberando los depósitos del público, lo que se hizo en parte, en sucesivas rondas, mediante la conversión voluntaria de depósitos inmovilizados canjeados por títulos públicos.<sup>13</sup> La estabilización monetaria incluyó también el rescate de cuasi-monedas que

---

en realidad no tuvieron una pérdida medidos en la canasta de mercancías que se emplea para el cómputo de dicho índice.

<sup>11</sup> Especialmente por la obtención, por parte de depositantes, de “amparos” en sede judicial, que hicieron que los bancos se vieran obligados a reintegrar, en muchos casos, depósitos en dólares, o bien convertidos a pesos a la paridad de mercado.

<sup>12</sup> Damill, Frenkel y Simpson (2012).

<sup>13</sup> El complejo proceso de saneamiento bancario en los años 2000 se examina en Damill, Frenkel y Simpson (2012). Cabe mencionar las mejoras que se producirían, a lo largo de la década, en los mecanismos de supervisión y regulación bancaria, presentados también en ese trabajo. Entre otros múltiples aspectos, la normativa tendió a limitar el riesgo cambiario de las entidades, restringiendo el crédito en moneda extranjera a deudores con capacidad de generación de divisas, un aspecto cuya importancia había sido expuesta con toda claridad por la experiencia de los años noventa. Resultaría de estos procesos un sistema bancario saneado y relativamente robusto en comparación con experiencias previas, pero de pequeñas dimensiones en cualquier comparación internacional, y limitado en gran medida a intermediar en plazos cortos.

varias jurisdicciones habían emitido en la fase final de la convertibilidad para paliar la intensa restricción de liquidez.

Si bien la situación del sistema bancario se fue recomponiendo paulatinamente, la liquidez de las entidades se recuperó mucho antes que el crédito, el que, partiendo de niveles bajísimos en términos del PIB, comenzaría lentamente a expandirse, pero sin alcanzar un volumen importante en toda la década.<sup>14</sup>

### ***El lustro virtuoso 2003-2007***

A pesar del raquitismo del crédito, con la economía financieramente aislada de los mercados internacionales, escaso o nulo apoyo de los organismos multilaterales y el sistema financiero doméstico en terapia intensiva, se inició de todos modos, a partir de 2002, una recuperación económica que se convertiría enseguida en una etapa de crecimiento rápido. La misma resultaría prolongada, en comparación con lo observado en décadas anteriores.

El lustro 2003-2007, en particular, redondearía un muy buen desempeño macroeconómico, con un crecimiento promedio del PIB próximo al 9% anual (cuadro 1). La inversión fija repuntó fuertemente y la inflación se mantuvo relativamente baja en el mismo lapso, aunque en paulatino ascenso desde el mínimo posterior a la devaluación, registrado en 2003, que fue de 3,7% anual (gráfico 2).

A lo largo del quinquenio se mantuvieron los superávits fiscal y externo, los salarios reales y la ocupación subieron marcadamente (cuadro 1), y la distribución del ingreso mejoró de manera apreciable.

En el gráfico 12 puede verse, por ejemplo, el muy rápido aumento de la tasa de ocupación “a tiempo completo” en el sector privado en esta fase, lo que no sólo se asocia, como ya se indicó, al fuerte incremento del producto, sino también a un aumento de la intensidad laboral. La mejora en la distribución del ingreso se aprecia en el marcado descenso del índice de Gini (gráfico 13).

El tipo de cambio real se mantuvo elevado en el lustro 2003-2007, aunque la paridad real con el dólar estadounidense iniciaba una tendencia declinante (gráfico 3). En cambio, en esta fase no se observa apreciación en la paridad real multilateral, debido a que otras monedas de socios comerciales estaban a su vez apreciándose frente al dólar.

---

<sup>14</sup> Como puede verse en el Cuadro 3, en 2012 el crédito total al sector privado escasamente superaba el 15% del PIB, una proporción extremadamente baja en comparación internacional.

Concomitantemente, los salarios medios medidos en dólares se incrementaban, a un ritmo visiblemente más alto que los salarios reales (cuadro 1 y gráfico 4). Es destacable también el hecho de que, en este lustro, en el que el tipo de cambio se mantuvo en un nivel competitivo (y relativamente estable si se considera la paridad multilateral), los salarios reales hayan subido muy velozmente. Lo hicieron bastante más rápido que lo que se observaría en el quinquenio siguiente, en el que por el contrario la paridad cambiaria tendería a apreciarse. Volveremos más adelante sobre este relevante punto.

En este lustro inicial, el Banco Central intervino comprando moneda extranjera para moderar la apreciación cambiaria, lo que se reflejó en la tendencia creciente del acervo de reservas (gráfico 8). En efecto, el proceso de suave apreciación nominal y real mencionado más arriba se contuvo hacia mediados de 2003 como resultado de una decisión política deliberada. La preservación de un tipo de cambio real competitivo y estable ganaba por entonces relevancia en la orientación de la política macroeconómica. El gobierno comenzó a hacer referencia explícita a la importancia de preservar un tipo de cambio real competitivo y estable como parte de la estrategia económica oficial. Se interpretaba que un tipo de cambio competitivo resultaba esencial para incentivar el crecimiento y la creación de empleo; así, la política macroeconómica se orientaba a favor de la “producción”, en lugar de hacerlo a favor de la “acumulación financiera”, según había sido el caso, en la visión oficial, de la orientación seguida en los años noventa. Aunque los anuncios no definían un objetivo específico de tipo de cambio real, las operaciones del Banco Central y del Tesoro en el mercado de divisas mantuvieron acotadas las fluctuaciones del precio del dólar por un largo período. A partir de 2003, y a pesar del desacuerdo del FMI con las intervenciones del Banco Central en el mercado de cambios, la política de flotación administrada se llevó adelante juntamente con una política monetaria de metas cuantitativas. Esas metas eran anunciadas por las autoridades al comienzo de cada año, a través de programas monetarios en los que se comprometían a mantener los agregados dentro de cierto rango.

El Banco Central esterilizaba parcialmente la emisión monetaria producida por la intervención cambiaria, colocando papeles de deuda de corto plazo, a fin de mantener acotado el crecimiento de la cantidad de dinero. En el gráfico 9 puede observarse cómo el stock de deuda del Banco Central instrumentada en Lebacs y Nobacs crece rápidamente como resultado de esa orientación. Eso sucede hasta mediados de 2007, cuando tal tendencia se revierte.

La esterilización realizada empleando instrumentos de deuda de corto plazo es costosa en tanto la tasa de interés pagada por dichos instrumentos resulte mayor que la obtenida

sobre las reservas de divisas. Pero la evolución de la hoja de balance del Banco Central no mostró problemas de sostenibilidad relacionados con la política de esterilización.<sup>15</sup>

A las divisas provenientes del superávit comercial y en cuenta corriente comenzaron a adicionarse, en esta etapa, ingresos netos de capital, especialmente luego de concretada la reestructuración parcial de la deuda pública en situación de incumplimiento, a comienzos de 2005. En ese contexto, la prima de riesgo afrontada por la deuda argentina declinaría perceptiblemente, llegando a igualarse a la del Brasil y al promedio del resto de las economías de mercado emergente a inicios de 2007 (gráfico 6).

A fin de aliviar las presiones a la apreciación en el mercado de divisas y atenuar las necesidades de intervención del Banco Central, en junio de 2005 se establecieron nuevas restricciones a los ingresos de capital. Básicamente, estas medidas determinaron que todos los ingresos de capitales –excluyendo los que implicaran la emisión de nueva deuda privada o pública, financiamiento comercial o inversión extranjera directa- estarían sujetos a un requerimiento de encaje no remunerado de 30% por 365 días al menos. Esta estrategia se inspiraba en las medidas aplicadas en Chile en la primera mitad de los años noventa y procuraba reducir los ingresos de capitales de corto plazo.

### ***Aparecen nuevos problemas macroeconómicos y ciertas respuestas de política crean otros***

En 2005, al tiempo que se concretaba la reestructuración de la deuda pública en *default* con una considerable quita, plasmando así un notable avance en el proceso de “desendeudamiento”, como se le dio en llamar (véase la evolución de la deuda pública en el gráfico 11), la economía comenzaba a dejar atrás los valores máximos de producto y empleo alcanzados con anterioridad a la crisis, y lo mismo sucedía con los salarios reales medios.

Si bien es cierto que las condiciones iniciales de la expansión de los años 2000 habían incluido mucha capacidad ociosa y un excedente laboral muy significativo, lo que había facilitado un repunte muy veloz, y que posteriormente habían comenzado a operar muy favorablemente las mejoras del contexto externo (véase por ejemplo la evolución de los precios medios de exportación en el gráfico 5), el notable desempeño macroeconómico de 2005-2006 habla muy a favor del esquema macroeconómico establecido a la salida de la crisis, con eje en un tipo de cambio real competitivo y relativamente estable.

---

<sup>15</sup> El análisis de las políticas de esterilización, sus condiciones de viabilidad y su sostenibilidad se presenta en Frenkel (2007, 2008).

Otros varios hechos, además de la ya mencionada reestructuración de la deuda, jalonan la fase final del quinquenio 2003-2007. Por ejemplo, una importante victoria política del gobierno en elecciones legislativas de medio período, en octubre de 2005; poco después, el cambio del ministro de economía<sup>16</sup> y, a fines de 2006, la cancelación en un solo pago de la totalidad de las obligaciones pendientes con el FMI, evidenciada en el salto hacia abajo de las reservas que puede observarse en ese momento en el gráfico 8.

En el marco de esta muy buena *performance* asomaban, sin embargo, algunos problemas de los que la gestión de política debía tomar nota. El más notorio en el plano macroeconómico era la inflación, que venía en aceleración y asomaba a los dos dígitos anuales. La inflación y la forma en que se la encaró fueron determinantes de que el esquema macroeconómico comenzara a perder coherencia y a cambiar de rumbo progresivamente, más allá del plano de la retórica que acompaña a las políticas y que enfatizaba la continuidad de un “modelo” cuyos contenidos se iban desdibujando en la práctica.

Corresponde señalar que dificultades como la mencionada, que comienzan a indicar el ingreso en una nueva etapa, son en gran medida de origen interno, y anteceden a los impactos derivados de la crisis global, con los cuáles naturalmente se articularían algo más adelante.

Hasta fines de 2006 las autoridades mantenían el objetivo de contener a las tasas de inflación en rango de un dígito. El principal instrumento al que se había recurrido para ello, además del congelamiento de varios precios públicos, era una política de controles, bajo la forma de acuerdos de precios con firmas líderes. Eso incluyó además medidas puntuales de regulación en determinados mercados, como el de la carne vacuna y los productos lácteos. Esas acciones lograron contener la aceleración inflacionaria, y la inflación anual en 2006 fue de 9,8% (frente a 12,5% en 2005). Sin embargo, los precios no sujetos a control o regulación se incrementaban a un ritmo mucho más alto, aproximándose al 15% anual en media. La persistencia de la inflación revelaba que los acuerdos y controles resultaban cada vez más ineficaces. Sin embargo, esto no hizo que se encarara un programa comprensivo de estabilización. Por el contrario, a partir de 2005 la política fiscal venía adquiriendo un sesgo expansivo que se agregó a las presiones de demanda originadas en el pujante gasto privado, a una intensificación de la puja distributiva (en un marco de crecientes presiones de demanda en los mercados de trabajo) y a algún impacto interno de los aumentos de los precios internacionales en ese lapso, para dar mayor intensidad al proceso inflacionario.

---

<sup>16</sup> El ministro Roberto Lavagna había asumido en abril de 2002 y fue sustituido en noviembre de 2005.

Un programa capaz de preservar una inflación de un dígito anual habría requerido un mayor control de la evolución de la demanda agregada y una redefinición del esquema de política macroeconómica. Tomando en consideración la relativa debilidad de la política monetaria<sup>17</sup> –típica del funcionamiento de la economía en todo el período- un programa antiinflacionario integral tendría que haberse basado principalmente en una redefinición de la política fiscal, que debería haber abandonado el sesgo expansivo. De manera simple: el gasto público agregado había comenzado a crecer más rápidamente que los ingresos del sector estatal, y esas velocidades debían invertirse. Esta reorientación de la política macro, junto con una reformulación coherente de la política monetaria y algunas medidas complementarias, como una redefinición de las políticas de ingresos, deberían haberse anunciado al público como la adopción de una política antiinflacionaria integral, con una meta explícita de inflación de un dígito, a fin de dar señales de la inflación futura y así contribuir a mejorar las expectativas privadas.

La aceleración inflacionaria constituía una amenaza para el principal pilar del programa macroeconómico, el tipo de cambio real competitivo y estable, debido a que en un marco inflacionario se haría cada vez más difícil preservar el nivel de esa variable, que se había revelado como un muy eficaz objetivo intermedio para promover el crecimiento económico y el empleo.

El hecho de que 2007 fuese un año de elecciones presidenciales tal vez explique en parte que, en las circunstancias de entonces, no se haya adoptado un programa antiinflacionario integral. En lugar de tomar medidas dirigidas a detener efectivamente la inflación, en apariencia las autoridades decidieron mantener la meta de un dígito sólo para la inflación publicada por el INDEC, es decir, pasaron a “controlar” el indicador en lugar de la inflación en sí misma. Por lo tanto, en medio de un conflicto creciente que deterioró severamente la credibilidad de las estadísticas oficiales, se comenzó a publicar cifras de inflación que se ubicaban bien por debajo de estimaciones alternativas como las provistas por fuentes privadas, pero también por institutos oficiales de estadística de provincias. El índice oficial de precios al consumidor se perdió como referencia socialmente aceptada en las negociaciones de salarios nominales y en los cálculos de salarios reales y otros indicadores, incluyendo los relacionados con la pobreza y la indigencia.<sup>18</sup> A partir de entonces, la inflación “oficial” habría de seguir, en el resto de la década, muy estable en

---

<sup>17</sup> Cf. al respecto, por ejemplo, Frenkel (2008).

<sup>18</sup> Más tarde, a lo largo de 2008, la manipulación estadística se extendería a los estimadores de la actividad económica, de la actividad industrial y a las cuentas nacionales. Comparaciones con las informaciones provenientes de otras fuentes sugieren la existencia de una sistemática sobreestimación del PIB y de los niveles de actividad, desde allí en adelante. Por ejemplo, las estimaciones oficiales del PIB muestran, para 2009, una desaceleración, pero no una declinación, mientras que otras fuentes estiman una caída de entre 3 y 5%. Estas contracciones son más consistentes con la evolución observada por indicadores relacionados, como el empleo a tiempo completo y el empleo total, que se redujeron en ese año.

las proximidades de 10% anual, mientras que las estimaciones alternativas registrarían comportamientos muy diferentes, como ilustra el gráfico 3.

La manipulación estadística tuvo diversos efectos negativos sobre la economía. Los datos de inflación publicados por el INDEC constituyen la base a partir de la que se calcula el “coeficiente de estabilización de referencia” (CER), empleado para el ajuste por inflación de las deudas denominadas en pesos. Como ya se indicó, un importante monto de deuda de ese tipo se emitió en 2005, como parte de la reestructuración de deuda pública. En la medida en que el IPC subestima la inflación, los porcentajes de reajuste del capital de tales obligaciones resultan inferiores a lo que serían en ausencia de manipulación estadística.

Esa fue la principal razón por la que la deuda argentina fue castigada en los mercados financieros desde inicios de 2007, como refleja el comportamiento de los precios de los títulos públicos. La liquidación de títulos de deuda argentinos comenzó en abril de 2007, precisamente cuando quedó claro que la subestimación de las tasas de inflación se había tornado sistemática.

Las primas de riesgo de la deuda se mueven en sentido contrario a los precios de los títulos. Desde abril de 2007 (luego de haberse igualado, previamente, a las medias observadas para el conjunto de las economías de mercado emergente), las primas de riesgo de la deuda argentina pasaron a ubicarse claramente por encima de las mismas (véase el gráfico 6). La intervención en la información estadística fue interpretada como una suerte de quita sobre el principal de las obligaciones denominadas en pesos, pero la pérdida de credibilidad se extendió inmediatamente a los precios de otros instrumentos de deuda, incluyendo aquellos no ajustados por CER, tales como los títulos denominados en moneda extranjera (sobre los cuáles se calcula el riesgo país volcado en el gráfico). Esta situación haría inviable la emisión de nuevos títulos, generando una situación de aislamiento en relación con los mercados internacionales de fondos. Este hecho es muy destacable, por cuanto constituía un cambio abrupto en la situación de la Argentina en relación con los mercados financieros que parece no tener otra explicación que ésta.

Debe resaltarse el hecho de que poco antes de estos sucesos, en 2006, se debatía en el país acerca de cuál era el mejor camino para lidiar con las entradas de capitales, y que el gobierno estaba adoptando medidas para limitar esos ingresos.

Al no reformularse de manera consistente para hacer frente al problema de la creciente inflación, el esquema de políticas comienza a perder coherencia. Resaltan, por lo inapropiado, dos líneas de acción ya mencionadas: la adopción de un sesgo expansivo por parte de la política fiscal (en lugar de la constitución de un fondo fiscal anticíclico

según había propuesto la anterior conducción económica) y la intervención del INDEC seguida de la manipulación de las estadísticas.

La intervención del INDEC es uno de los hitos que marcan el inicio del segundo lustro de la década que estamos examinando. Si bien en 2007 algunos indicadores resultaban todavía muy positivos, en especial la tasa de crecimiento de la economía, el sostenido incremento de la ocupación (y la caída del desempleo) y de los salarios reales (cuadro 1), el problema inflacionario y las acciones del gobierno frente al mismo marcan un deterioro en la calidad de las políticas macroeconómicas y del desempeño de la economía. A tales problemas se agregarían, enseguida, al comienzo del segundo lustro de la década que nos ocupa, los derivados de la crisis financiera global.

### ***Impactos locales de la crisis financiera global***

La onda expansiva de la crisis global que se inició a mediados de 2007 en el mercado de hipotecas *sub prime* en los EE.UU. golpearía con violencia a las economías de mercado emergente, en especial luego de la quiebra del banco Lehman Brothers, en setiembre de 2008.

Al final de ese año, la Argentina fue afectada por una fuerte caída en los precios de las *commodities* exportadas, lo que a su vez impactó en los ingresos tributarios sobre las exportaciones. El nivel de actividad comenzó a caer como consecuencia de la contracción de las exportaciones y de la inversión, causados por el cambio desfavorable del contexto externo y por el aumento de la incertidumbre originado en los problemas internos ya mencionados, y en otros nuevos.

Sin embargo, la Argentina se encontraba entonces en una posición relativamente sólida para enfrentar el impacto de la crisis. De hecho, como consecuencia de la política cambiaria precedente y de la acumulación de reservas, el país arribó al momento del contagio internacional con un acervo de reservas sustancial, un importante excedente en la cuenta corriente y superávit financiero en las cuentas públicas. Adicionalmente, las exportaciones del país se concentran en productos agrícolas cuyos precios sufrieron una caída más moderada y mantuvieron mejores perspectivas que el resto de las *commodities*.<sup>19</sup>

---

<sup>19</sup> Los precios de las *commodities* en realidad se habían incrementado en la primera fase de la crisis global (véanse los precios de exportación en el gráfico 5), en parte como consecuencia de cambios en los portafolios en favor de los mercados futuros de esos bienes, en el plano internacional. Esta suba fue, algo paradójicamente, el origen de uno de los problemas nuevos. Las

A pesar de esta posición relativamente sólida, Argentina también mostraba algunos rasgos que, bajo una mirada superficial, podrían lucir como características extremas de una economía fuertemente golpeada por la crisis internacional, como el aislamiento financiero internacional del sector público que ya mencionamos.<sup>20</sup>

La crisis global se transmitió a las economías nacionales a través de dos canales principales: el de los flujos de comercio, por un lado, y el financiero, por otro. Ya hemos hecho referencia al impacto negativo sobre las exportaciones. Enfoquemos ahora en mayor detalle el canal financiero. Los cambios en el contexto financiero global se reflejaron principalmente en una variable: las salidas de capitales privados. La denominada “huida hacia la calidad” afectó a muchas economías en desarrollo, particularmente en el último trimestre de 2008. En el caso argentino, varias fuentes internas de incertidumbre se adicionaron al impacto de los shocks externos negativos. Cuatro factores se destacan como los más importantes. Ya hemos comentado la manipulación de las estadísticas oficiales de inflación desde comienzos de 2007 y el conflicto entre el gobierno nacional y los productores agropecuarios. Se agregarían luego la nacionalización del sistema privado de pensiones a fines de 2008 y, finalmente, el conflicto relacionado con la utilización de reservas de divisas del Banco Central para hacer frente al servicio de la deuda pública, en 2009.

Como puede verse en el gráfico 7, los egresos netos de capitales privados según se registran en el balance cambiario alcanzaron montos muy importantes desde el segundo semestre de 2007, poco después de la intervención del INDEC y en simultáneo con el

---

retenciones a las exportaciones agrícolas habían sido elevadas en enero de 2007 y nuevamente en noviembre de ese año. En marzo de 2008 el gobierno pretendió instrumentar una escala móvil de retenciones con alícuotas crecientes en función de los precios internacionales, con el propósito de incrementar la presión impositiva sobre las correspondientes exportaciones, a fin de captar una porción creciente de esos ingresos. Esto dio pie a un conflicto con los productores agrícolas que alcanzó gran intensidad política, con epicentro en el segundo trimestre de 2008, al final del cuál, el cambio en las retenciones propuesto por el gobierno no lograría la aprobación parlamentaria.

<sup>20</sup> La reestructuración de parte de la deuda pública en *default* en 2005 fue un logro que favorecía la normalización de las relaciones financieras externas del país. Sin embargo, poco se avanzó en el sentido de completar ese camino y obtener un mayor beneficio del proceso de “desendeudamiento”. Ya se indicó que la manipulación estadística fue una regresión en este proceso de normalización. Otros frentes permanecerían abiertos, como el estado de incumplimiento con las deudas con gobiernos nucleados en el Club de París, y también en relación con algunos fallos contra el país en el CIADI. Asimismo, pesó desfavorablemente sobre este proceso la negativa argentina a admitir misiones técnicas del FMI en el marco del Artículo IV del organismo. A eso se agregan dificultades asociadas a los reclamos judiciales de *holdouts*, remanentes luego de un segundo canje de deuda, realizado en 2010. El llamativo y paradójico resultado de esta estrategia ambigua o incoherente es que, a pesar de la significativa caída de los indicadores de endeudamiento, Argentina siguió enfrentando aislamiento financiero internacional y primas de riesgo entre las más elevadas de las naciones del mundo, muchísimo más altas que las medias de las economías de mercado emergente, como puede verse en el gráfico 6.

estallido de la crisis *sub prime* en los EE.UU.. Luego de atenuarse hacia fines de 2009, se incrementaron nuevamente en 2010 y especialmente a lo largo de 2011.<sup>21</sup>

Tomando en consideración su magnitud, estas salidas de fondos sólo pueden compararse con las traumáticas fugas de capitales observadas, en la historia de la integración financiera externa del país, bajo el esquema de tipo de cambio prefijado conocido como “la tablita” (en 1978-81), y en dos oportunidades bajo el régimen de convertibilidad: durante el efecto Tequila (1995), y en la fase final del régimen, particularmente en 2000-2001.

Sin embargo, en el período reciente, los efectos desestabilizadores de las salidas masivas de fondos fueron comparativamente mucho menores. Por un lado, la turbulencia financiera internacional impactó de un modo relativamente débil a través de los canales habituales (como la contracción del acceso al crédito internacional). Esto fue en parte resultado del hecho de que la economía había atravesado un fuerte ajuste fiscal luego de la crisis de 2001-2002. Puesto que el sector público comenzó a presentar balances financieros positivos, sus requerimientos de fondos pasaron a quedar limitados a la renovación parcial de obligaciones que iban venciendo. La cuenta corriente del balance de pagos también registró superávits sistemáticos gracias a la generación de balances comerciales positivos y sostenidos. Por lo tanto, se observó un proceso de reducción de las deudas, tanto en lo que se refiere al sector público cuanto al país en su conjunto contra el resto del mundo.

Si el reciente período de fugas de capitales se compara con otros observados en el pasado, resaltan varias diferencias significativas. Es muy importante destacarlo, porque la mayor resistencia de la economía frente a este fenómeno negativo puede atribuirse en parte a algunas fortalezas heredadas del período de tipo de cambio real competitivo y estable, que se mantuvieron por algún tiempo, a pesar de la pérdida de coherencia del esquema de política macroeconómica.

En otros períodos de intensa fuga de capitales, como bajo la tablita de fines de los años setenta, así como bajo el impacto del Tequila y en la fase final de la convertibilidad, la Argentina presentaba una mayor vulnerabilidad externa, en la forma de un importante y creciente déficit de cuenta corriente, en contextos de fuerte apreciación cambiaria. Adicionalmente, en todos esos casos, el sector público presentaba déficits en su balance financiero.

---

<sup>21</sup> La formación de activos externos del sector privado no financiero acumularía, entre el tercer trimestre de 2007 y el cuarto trimestre de 2011, un total levemente superior a los 75 mil millones de dólares (gráfico 7).

En los casos anteriores, el sistema financiero había atravesado expansiones (de depósitos y créditos), previamente al estallido de las fugas de capitales. Esas expansiones del crédito habían sido lideradas precisamente por ingresos de capitales de significativa magnitud. Las expansiones financieras rápidas inducidas por el ingreso de fondos habían tendido a incrementar la vulnerabilidad financiera de los bancos frente a shocks negativos. Además, en los años noventa, el sistema financiero estaba afectado por el riesgo cambiario indirecto, como se explicara más arriba.

Todas esas circunstancias fueron diferentes en la fase de fugas de capitales que se iniciara en 2007. En especial, la economía había venido registrando significativos excedentes comerciales con el resto del mundo así como en la cuenta corriente, como ya se mencionó. Por lo tanto, a diferencia de otros episodios de fugas de capitales referidos, en este caso, gran parte de las divisas acumuladas por el sector privado no financiero fueron provistas principalmente por el superávit comercial, y en mucho menor medida a partir del acervo de reservas del Banco Central acumuladas previamente.

Así, paradójicamente, una intermediación financiera escasamente desarrollada fue un factor de menor vulnerabilidad. Si bien es una debilidad en lo que se refiere a la contribución del sistema financiero a fortalecer el crecimiento de la inversión y el empleo, la baja profundidad financiera hace al sistema bancario menos vulnerable a un evento negativo como una corrida contra los depósitos, dado que los montos involucrados harían viable una intervención efectiva del banco central para apoyar a los bancos que enfrentaran eventuales problemas de liquidez.

Otro aspecto que evidencia una menor vulnerabilidad financiera doméstica se refiere al menor grado de dolarización interna, en comparación con los años noventa, en parte como resultado de las regulaciones introducidas después de la crisis de 2001-2002. El crédito bancario interno denominado en dólares debe canalizarse a agentes en posición de generar recursos en moneda extranjera como resultado de su actividad económica corriente, protegiéndose así al sistema del riesgo cambiario sistémico.

De hecho, a pesar de las fugas de capitales experimentadas desde 2007 en adelante, incluyendo períodos de declinación de depósitos como el que siguió a la quiebra del banco Lehman Brothers, el sistema bancario como un todo logró mantener una posición confortable de liquidez.

En síntesis: de modo algo paradójico, ciertas características de la economía que pueden ser consideradas debilidades, como el aislamiento financiero de los mercados de capitales y la escasa intermediación financiera doméstica, resultaron en la ausencia de algunos eslabones en la cadena de transmisión de los impulsos negativos provenientes

del exterior durante la crisis global, amortiguándose así el impacto de esos impulsos sobre las variables macroeconómicas internas.

Queremos enfatizar los factores que hicieron a la economía argentina relativamente resistente a las perturbaciones financieras en los años recientes, debido a que la prevención de las crisis es uno de los papeles principales de las políticas macroeconómicas.

Eso es particularmente relevante en lo que se refiere a la ocupación, los salarios y la distribución, debido a que las crisis usualmente tienen impactos muy negativos sobre esas variables, al igual que sobre los indicadores sociales como el de incidencia de la pobreza.

Algunos desarrollos estructurales pero también ciertas fortalezas del esquema macroeconómico, en especial durante el período de tipo de cambio real competitivo y estable, como la acumulación de reservas y los superávits gemelos, hicieron posible que la economía argentina atravesara un período difícil (agravado además como consecuencia de errores de política, en especial asociados a una manera inapropiada de lidiar con el problema inflacionario), sin una seria disrupción de las condiciones sociales y de las perspectivas de crecimiento.

### ***El lustro 2008-2012 y una considerable desmejora del desempeño macroeconómico***

La inflación, que promediara 11,2% anual en el lustro 2003-2007, alcanzaría un 25,3% en el año 2007, según las estimaciones alternativas del IPC. En el gráfico 2 se observa cómo en ese año se produce una fuerte aceleración inflacionaria, no registrada en las cifras oficiales. Las variaciones de precios se atenuarían un tanto en 2009, en consonancia con la recesión local, por un lado, y con una caída de los precios internacionales, por otro. Pero volverían a acelerar en 2010, para situarse sostenidamente por encima del 20% anual desde entonces, con una media de 22% anual en 2008-2012 (cuadro 1). La estabilización de la tasa de inflación en las proximidades de un 25% anual entre 2010 y 2012 se da, sin embargo, en el marco de una creciente distorsión de precios relativos. Además de la apreciación cambiaria real, sobre la que volveremos enseguida, hay que mencionar el fuerte retraso de ciertos precios, como los del transporte y la energía, sectores alcanzados por fuertes subsidios estatales que, si por un lado han limitado el impacto sobre precios, por otro se han convertido en componente principal de un sostenido empeoramiento de las cuentas públicas.

Al mismo tiempo que la inflación se instalaba en niveles más elevados que en el lustro precedente, la tasa de crecimiento bajaba a una media de 2,6% anual en este período, menos de un tercio de la media del quinquenio anterior.

En el año 2009 las estimaciones privadas arrojan una caída del PIB próxima al 4%. Luego, alentada por una mejoría en el contexto externo y en parte también por políticas expansivas, fiscal y monetaria, el producto retomaría la senda ascendente en 2010-2011, con un crecimiento medio algo inferior a 7% anual en el bienio, según estimaciones privadas (Véase el gráfico 1).

En consonancia con el menor dinamismo económico de este período, el crecimiento de la ocupación se vería afectado. Eso se observa con mucha claridad en el gráfico 12, donde la fuerte tendencia alcista de los indicadores de ocupación desde 2002 se frena hacia 2008. Es destacable el hecho de que la tasa de ocupación de tiempo completo en el sector privado se encuentre, a fines de 2012, en un nivel muy semejante al observado al inicio del lustro, lo que establece un franco contraste con el incremento acelerado del quinquenio anterior.

Sin embargo, la tasa de desempleo abierto urbano continuó descendiendo, aunque mucho más lentamente (cuadro 1). En este caso, dado el relativo estancamiento del dinamismo del sector privado en lo que se refiere a la generación de ocupaciones, es el aumento del empleo público lo que explica en gran medida la declinación de los indicadores de subutilización de la mano de obra. Los hechos estilizados en materia de generación de empleo son entonces, en este segundo lustro, marcadamente diferentes de lo que habían sido en el precedente.<sup>22</sup>

Los salarios reales se estabilizaron en 2007-2009 y tendieron nuevamente a incrementarse en 2010 y 2011, en el lapso que media entre el práctico anclaje del tipo de cambio y la imposición de una serie de restricciones a la venta de divisas a partir de noviembre de 2011, el llamado cepo cambiario (cuadro 1 y gráfico 4). Continúan mejorando, a un ritmo mucho menor que en el primer quinquenio, los indicadores de distribución (véase el comportamiento de los índices de Gini, en el gráfico 13). Esto se debe posiblemente al impacto de medidas inclusivas adoptadas en este período, como la ampliación de la cobertura previsional y el establecimiento de la Asignación Universal por

---

<sup>22</sup> Es interesante observar que la tasa de actividad, es decir, la proporción de la población económicamente activa sobre la población total, se mantuvo muy estable entre 2003 y 2012 (cuadro 1 y gráfico 12), apenas por sobre el 46%. Eso contrasta notablemente con lo observado con anterioridad, cuando esa tasa mostraba una tendencia a incrementarse a un ritmo de alrededor de un punto porcentual de la población cada tres años. Así, en los años noventa esa razón aumentó en aproximadamente 3,5 pp., fundamentalmente como reflejo de una creciente participación femenina en el mercado laboral. La estabilización de la tasa de actividad está también por detrás de la fuerte caída de la tasa de desocupación en los años 2000.

Hijo, en octubre de 2009. Sin embargo, también continuó reduciéndose la desigualdad entre los ocupados, lo que alguna medida puede asociarse a un aumento del empleo formal a lo largo del período.

Como reflejo de la política fiscal expansiva, el superávit fiscal primario cae marcadamente en esta etapa, en la que resulta inferior en 3% del PIB, en promedio, al observado en el lustro precedente (cuadro 1). En 2011 y 2012 ya el resultado primario resulta deficitario, por primera vez desde 2001.

Por su parte, el superávit en cuenta corriente declina hasta desaparecer en 2012 (cuadro 1). Esto sucedió a pesar de que los precios medios de exportación del país siguieron creciendo hasta niveles históricos record (cuadro 1 y gráfico 5).

Si bien el deterioro de la cuenta corriente se asocia de manera clara con la apreciación cambiaria, otros factores, en parte de orden estructural pero también reflejo de problemas de política, contribuyen a determinarlo. El más destacable es el rápidamente creciente déficit de los intercambios de combustibles y energía entre el país y el resto del mundo. Esto refleja, en parte, efectos negativos de una política de precios que no incentivó la inversión, la producción y generación locales, e hizo a la economía cada vez más dependiente de energía importada.<sup>23</sup>

### ***Apreciación cambiaria real y progresiva desarticulación del modelo exitoso***

Interpretamos que la desmejora en el desempeño macroeconómico en este segundo lustro deriva en buena medida de la pérdida de rumbo del esquema de política macroeconómica. Como se señalara más arriba, desde inicios de 2007, la orientación de la política macroeconómica abandonó de hecho el principal pilar del esquema establecido en 2002-2003: la preservación de un tipo de cambio real competitivo y estable. Hemos señalado que la aceleración de la inflación y el hecho de que las autoridades no la reconocieran fueron probablemente los principales factores por detrás de ese cambio.

En el período 2003-2006, la estabilidad de la tasa de cambio real multilateral había coincidido con una trayectoria prácticamente estable del tipo de cambio nominal

---

<sup>23</sup> La política de precios y subsidios es también reflejo de una preferencia temporal de las políticas económicas por los efectos de corto plazo, y con ello del incentivo al consumo, con menor atención a la inversión y al mantenimiento y desarrollo de la infraestructura. Estas preferencias se manifestarían de manera traumática en los últimos años, por ejemplo, en un deterioro muy evidente de la calidad de algunos servicios públicos, entre los que se destaca el transporte y, muy especialmente, el ferrocarril.

determinado por el Banco Central. En ese período el Banco Central controlaba el precio del dólar y determinaba su tendencia, lo que se evidencia en el hecho de que interviniera casi permanentemente comprando divisas en un mercado que presentaba exceso de oferta.

Los datos de 2003-2006 no permiten discernir si el Banco seguía un objetivo de estabilidad de la tasa real multilateral, o de la tasa nominal (ambas se mantuvieron relativamente estables).

Sin embargo, la aceleración de la inflación en 2007 llevó a un escenario diferente. Las metas de estabilidad real y nominal entraron en conflicto en ese nuevo marco. Nuestra interpretación es que el Banco Central comenzó a priorizar el objetivo nominal, resultando en una tendencia a la apreciación, que fue atenuada en el caso de la paridad multilateral porque se apreciaron otras monedas que integran la canasta utilizada para calcular ese indicador. En otros términos, puede conjeturarse que, en ese contexto problemático, de mayor inflación y efectos negativos derivados de la crisis global, el Banco Central haya dejado a un lado consideraciones de largo plazo para concentrar su intervención en la estabilización del mercado de divisas en torno a una tasa cambiaria nominal estable.

Ya entrado 2008, en medio del conflicto del gobierno con los productores agropecuarios, la política cambiaria sufrió una reorientación evidente. A partir de la segunda semana de mayo de ese año, el Banco Central vendería 2100 millones de dólares de sus reservas en poco más que un mes, para hacer caer la paridad nominal de 3.15 a 3 pesos por dólar. En este período de caída de la paridad nominal, y estabilización en un nivel algo más bajo, las tasas de inflación estaban alcanzando los niveles más elevados desde 2003. Entre mayo y agosto, las tasas interanuales de incremento de los precios al consumidor fueron de casi 30% de acuerdo con el IPC de 9 provincias (gráfico 2), de modo que la paridad multilateral atravesó un período de fuerte apreciación real (gráfico 3).

El país llegaría así al momento del contagio financiero de la crisis internacional sobre las economías de mercado emergente con una tasa de cambio real multilateral casi 20% por debajo del nivel que se había preservado más o menos estable entre 2004 y diciembre de 2006.

Una reacción común en muchas economías en desarrollo frente al impacto de la crisis fue la devaluación de sus monedas. Por tanto, la canasta de monedas con que se calcula la tasa de cambio multilateral de la Argentina se depreció significativamente en setiembre y octubre de 2008. Por otra parte, en octubre de 2008 el mercado de divisas se encontraba bajo fuerte presión de demanda a consecuencia de las fugas de capitales. Las autoridades decidieron en ese momento no permitir que el precio del dólar subiera rápidamente, decisión que implicaba no acompañar la tendencia de las tasas de cambio

de los socios comerciales, según se habría requerido para preservar una paridad real competitiva. La devaluación nominal se aceleró más tarde, desde comienzos de octubre. No obstante, la paridad real en noviembre de 2008 resultó ser la más apreciada desde 2003. Se ubicó 25% por debajo del nivel de diciembre de 2006. Posteriormente el Banco Central acentuaría la tasa de depreciación por un cierto período, a lo largo de 2009, pero la caída de la paridad real de la etapa anterior sólo se revirtió parcialmente.

Si bien el régimen cambiario no fue formalmente modificado, la orientación de la política cambiaria sí se modificó en 2007 y los cambios se hicieron más acentuados en 2008 y 2009. Las autoridades parecen haberse impuesto a sí mismas una limitación en el empleo del instrumento en un momento en que resultaba poco apropiado hacerlo así. En efecto, una de las ventajas relativas que la región latinoamericana presentaba es la flexibilidad de las políticas cambiarias, la que combinada con significativos acervos de reservas permitía un uso pleno controlado de la tasa de cambio para ajustar las economías a las condiciones generadas por la crisis internacional. Bajo condiciones más normales, la economía argentina no debería haber sido una excepción.

Como se puede ver en el gráfico 3, el proceso de apreciación real se acentuó nuevamente desde fines de 2009. El tipo de cambio real multilateral promedio de 2010-2011 resultaría también un 25% más bajo que el del período 2004-2006, y el tipo de cambio bilateral contra el dólar, un 45% inferior, nada menos.

No es de ningún modo sorprendente que, en ese contexto de fuerte apreciación real, tomaran cuerpo expectativas de depreciación cambiaria, las que, adicionadas a fuentes internas de incertidumbre alimentadas por diversas decisiones discrecionales de política, detonaron una nueva oleada de fuertes salidas de capitales en 2010. Estas se acentuaron aún más en 2011 (véase el gráfico 7), especialmente en los meses previos a la elección presidencial de octubre de ese año, en la que resultaría reelecta Cristina Fernández de Kirchner.

### ***La política fiscal***

Desde fines de 2008 el gobierno argentino tomó varias decisiones importantes con fuerte impacto fiscal. La más significativa fue la extraordinaria operación de nacionalización del sistema privado de pensiones y jubilaciones, lo que permitió al fisco hacerse de un conjunto de recursos que le permitirían enfrentar en mucho mejores condiciones los efectos negativos derivados de la crisis global, en 2009, y luego, en 2010-2011, alimentar la recuperación de la actividad manteniendo el ritmo de incremento del gasto público por

encima del observado por los recursos. La estatización del sistema privado de pensiones tuvo un impacto inmediato negativo sobre las expectativas privadas, pero también es cierto que contribuyó a un cambio decisivo del escenario fiscal. Por un lado, permitió al sector público hacerse de un muy importante flujo anual de nuevos recursos, resultantes de las contribuciones al sistema previsional. Por otro, hizo posible que el gobierno utilizara recursos financieros, como depósitos en bancos y activos externos, que el sistema previsional privado mantenía contra otros agentes. Por otra parte, el sector público también capturó de este modo un monto significativo de bonos públicos que formaban parte de los activos del sistema privado de pensión. De este modo una fracción de las obligaciones financieras estatales resultó internalizada por el sector público, reduciendo el tamaño de la deuda remanente con otros acreedores. Una importante parte del servicio financiero pasó a corresponder a pagos que deben hacerse al interior del sector estatal, lo que facilita la refinanciación de esos compromisos a través de la colocación de nuevos títulos.

De cualquier manera, el problema de hacer frente a los compromisos remanentes estuvo lejos de desaparecer. Como ya se señaló, el sector público argentino no ha sido capaz de recuperar el acceso al financiamiento externo de fuentes privadas. Esto no sólo ha impedido sacar mayor provecho de una etapa de la economía global de tasas de interés inusitadamente bajas, sino que también obliga a enfrentar el servicio de la deuda con superávits fiscales o, en su defecto, en el caso de obligaciones en dólares, mediante la utilización del crédito del Banco Central, lo que implica la utilización de las reservas de divisas.

A pesar de las ya mencionadas acciones extraordinarias, la continuación de la tendencia del gasto público a crecer por sobre los ingresos corrientes, combinada con el aislamiento financiero, pusieron a la política fiscal en un sendero estrecho.

Frente a estas dificultades, el gobierno nacional optó por el camino de profundizar la tendencia a recurrir al financiamiento del Banco Central, que se acentuaría progresivamente en esta etapa.<sup>24</sup> Es decir que, al perderse el equilibrio fiscal, el grueso del financiamiento del déficit, que en 2012 habría superado 3% del PIB, provendría del “impuesto inflacionario”.

Un antecedente de ello fue, a fines de 2009, la decisión, plasmada en un decreto del Poder Ejecutivo, de crear un fondo (el llamado “Fondo del Bicentenario”) con algo más de seis mil millones de dólares, con reservas del Banco Central, con el propósito de utilizar esos recursos para servir la deuda pública externa a lo largo de 2010. De esta manera,

---

<sup>24</sup> En abril de 2012 entró en vigencia una nueva reforma de la Carta Orgánica del Banco Central que amplió considerablemente los márgenes de maniobra para la utilización de este procedimiento.

otros recursos podían ser empleados de hecho en diferentes ítems del gasto corriente, manteniendo así la trayectoria expansiva del gasto público.

Esa medida fue fuente de varios conflictos simultáneos. Por una parte, entre el Poder Ejecutivo y el Presidente del Banco Central, quien inicialmente mostró alguna resistencia a aprobar la constitución del Fondo y cuya renuncia fue entonces reclamada por el gobierno, que así ponía en cuestión la autonomía del Banco. El conflicto involucró también al Parlamento y al Poder Judicial, y se constituyó en una nueva fuente de incertidumbre que alimentó, a su vez, otra oleada de fugas de capitales. A comienzos de 2010, el presidente del Banco Central finalmente fue sustituido.

El gobierno siguió procedimientos similares en los años siguientes, utilizando reservas del Banco Central para hacer frente a obligaciones externas. De cualquier modo, en parte como consecuencia del empleo de fuentes extraordinarias de financiamiento fiscal (como la transferencia al Tesoro de ganancias del Banco Central generadas por la revaluación de las reservas de divisas, entre otras), el gobierno pudo mantener una política fiscal caracterizada por una tendencia sistemática de incremento del gasto público por sobre los ingresos.

### ***La reaparición de la restricción externa, el cepo cambiario y el financiamiento monetario del déficit fiscal***

En octubre de 2011, Cristina Fernández logró una demoledora victoria electoral, obteniendo la presidencia, por un segundo período, con 54% de los votos. Sin embargo, el panorama de la economía lucía entonces muy complicado, en especial porque las fugas de capitales examinadas más arriba estaban consumiendo rápidamente el acervo de reservas del Banco Central.

El gobierno debía enfrentarse a fuertes desbalances acumulados en los años precedentes: inflación (más allá de lo que mostraban los indicadores oficiales), apreciación cambiaria, tendencia explosiva de los subsidios asociada a fuertes distorsiones de precios relativos, deterioro de los superávits externo y fiscal, aislamiento financiero internacional.

Así como, en la etapa 2003-2007, el tipo de cambio elevado y relativamente estable fue una pieza central de un esquema macroeconómico exitoso, en la fase posterior, la apreciación cambiaria (asociada a una inflación más elevada y no reconocida) fue el eje

de la progresiva desarticulación de aquel esquema y de la generación de muchos de los nuevos desbalances.

El cuadro 2 ilustra un aspecto central del cambio operado entre esos lustros, como es la pérdida relativa de competitividad de la economía, según la revela la evolución del costo salarial unitario (es decir, el costo salarial por unidad producida, medido en moneda extranjera). Los datos pertenecen al sector manufacturero.

Las variaciones del costo salarial unitario (CSU) en moneda extranjera pueden desagregarse en tres componentes: variación del salario real (el CSU aumenta con el salario), variación del tipo de cambio real (el CSU aumenta con la apreciación cambiaria) y variación de la productividad laboral (el CSU se reduce cuando sube la productividad).

El cuadro presenta, en la tabla superior, las correspondientes variaciones del CSU medido en dólares, con la desagregación indicada. En la tabla inferior, la variación del CSU no se mide en dólares sino en la canasta de monedas utilizada para estimar el tipo de cambio multilateral.

Examinemos lo que nos dice esta última tabla. En 2002, se reflejan allí los efectos de la devaluación. El CSU declina en casi 65%. Eso tiene contrapartida sustancialmente en la depreciación real del peso (“apreciación negativa”), y en menor medida en la caída de los salarios reales.

A partir de allí el panorama es muy distinto: el CSU sube sostenidamente, un 33% en el lustro 2003-2007 y casi 42% en 2008-2012. Sin embargo, las desagregaciones presentan panoramas notablemente diferentes en la comparación de ambos períodos.

En el lustro virtuoso 2003-2007, la contrapartida de la suba del CSU es un fuerte incremento de los salarios reales, compensada parcialmente por el aumento de la productividad media, mientras que, como queda dicho, el tipo de cambio real multilateral apenas varía.

Es importante remarcar aquí el siguiente punto. Es habitual que en el debate público se destaque, haciendo a veces referencia a la literatura estructuralista latinoamericana, la existencia de una relación negativa entre devaluación y salario real. Con demasiada frecuencia se confunde esa idea, que tiene validez en el corto plazo, con la relación que puede darse entre un tipo de cambio elevado y estable durante cierto período, y la evolución de los salarios. En el lustro que estamos examinando, un tipo de cambio real competitivo y relativamente estable coexiste, como muestra el cuadro, con una tendencia muy importante a la suba del salario real en el sector manufacturero.

El contraste con el lustro 2008-2012 es muy claro. En este caso, los salarios reales suben mucho menos y esa suba se compensa en su totalidad por el incremento de la productividad laboral. De manera que la contrapartida del incremento del CSU queda confinada a la apreciación real del peso. Remarcando nuevamente el punto: una importante apreciación real, con un incremento de los salarios reales *menor* que en la fase anterior.

### ***Mucho poder, para acertar o equivocarse***

Luego de las elecciones de octubre de 2011, la aplastante votación mencionada daba al gobierno un ingente capital político para decidir el rumbo.

En esa coyuntura, se optó por eludir los costos de una reformulación del esquema macroeconómico que apuntara a corregir los problemas que se han señalado, eligiéndose en cambio una línea defensiva basada en la implantación de controles (cambiaros, de precios) y restricciones (a las importaciones).

En particular, inmediatamente después de aquella elección, se limitaron las compras de divisas del público para fines de atesoramiento –límites que se acentuarían luego progresivamente-, restringiéndose también severamente las realizadas con otros fines, como turismo (configurando lo que la prensa calificaría como “cepo cambiario”). Naturalmente, esto dio lugar a la aparición de un mercado paralelo de divisas y, consiguientemente, de una “brecha cambiaria”.

Las importaciones fueron sometidas también a diversos requerimientos, algunos sorprendentes, como el criterio de exportar un dólar para poder importar un dólar, aplicado en algunos casos.

En otros términos: el esquema de precios relativos vigente inducía un conjunto de conductas de los agentes económicos que resultaba problemático para el funcionamiento de la economía. Pero en lugar de corregir esos incentivos, se optó por no hacerlo (lo que de hecho significaba acentuarlos progresivamente), sino que se intentó acotar sus efectos negativos restringiendo las transacciones que los agentes pueden realizar en distintos mercados.

Estas medidas, sin embargo, no lograron revertir las principales tendencias macroeconómicas problemáticas (crecientes desequilibrios externo y fiscal, sostenida declinación del acervo de reservas de divisas del Banco Central, significativa y creciente brecha cambiaria, inflación elevada, relativo estancamiento productivo y del empleo

privado), sino que sólo ralentizaron los procesos críticos, alimentando la incertidumbre acerca del curso futuro de la economía.

Los gráficos 8 y 10 ilustran claramente la progresiva entrada en una etapa en que algunas tendencias macroeconómicas se tornan insostenibles. Las reservas internacionales comenzaron a caer desde mediados de 2011 y continuaron reduciéndose a un ritmo significativo en 2012 y 2013, pese a la vigencia del denominado “cepo”. El cociente entre los activos monetarios de particulares, en la definición amplia llamada M3 (que incluye el dinero en poder del público, los depósitos a la vista, en caja de ahorro y a plazo, en moneda nacional y extranjera), y el acervo de reservas, que era algo inferior a 2 a comienzos de 2010, se había duplicado ya a fines de 2012 y mantenía una trayectoria de incremento exponencial.

### ***Reflexiones finales***

Valoramos la completa disolución del esquema de política macroeconómica vigente durante el quinquenio 2003-2007 como la pérdida de una oportunidad extraordinaria de colocar la economía del país en un sendero sostenible de crecimiento inclusivo. Efectivamente, el esquema daba lugar para mantener tasas altas de crecimiento del producto, del empleo y la productividad, compatibles con posiciones holgadas en el balance de pagos y en las cuentas fiscales. Esta configuración podría haber permitido el continuo aumento no inflacionario de los salarios reales que, conjugado con el incremento del empleo, tendería a reducir persistentemente la desigualdad en la distribución de los ingresos. Tales fueron las tendencias que se observaron en ese primer quinquenio y que la gestión gubernamental fue incapaz de preservar. Esto no implica sostener que el esquema vigente estaba completo como marco macroeconómico de un proceso de desarrollo. Por el contrario, junto a los rasgos virtuosos que hemos destacado, la inflación tendía a acelerarse, con las tasas prácticamente duplicándose año a año entre 2003 y 2005. Esa presión inflacionaria debía haberse controlado. El esquema debería haberse completado con una política antiinflacionaria integral que involucrara las políticas fiscal, monetaria y de ingresos. En 2005 no faltaban iniciativas gubernamentales que apuntaban en esa dirección, como la constitución de un fondo fiscal anti cíclico en moneda extranjera, que finalmente fue abandonada. El esquema completado con la política antiinflacionaria es meramente una conjetura y nada asegura que su instrumentación resultase exitosa. Pero el gobierno no solamente no lo intentó sino que rumbeó en la dirección opuesta.

Por otro lado, más allá de la frustración que produce constatar que el gobierno “chocó una calesita”, el país puede aprovechar el aprendizaje realizado para intentar un esquema macroeconómico que combine las virtudes del primer quinquenio con el control de la inflación. Sin embargo, esta posibilidad no está al alcance de la mano. Estabilizar un esquema de estas características requiere primero salir del atolladero en que nos han colocado la sucesión de gruesos errores de política que se iniciaron con la intervención del INDEC al comienzo de 2007. Las proporciones históricamente bajas de deuda externa y deuda pública proveen condiciones favorables. Pero la tarea no es fácil. Requeriría la instrumentación de una delicada relojería de consensos para corregir las distorsiones y evitar que las presiones que se acumulan a fin de 2013 estallen en una erupción inflacionaria que resulta muy difícil revertir. Cuando escribimos estas líneas, en diciembre de 2013, esa posibilidad parece lejana.

### **Referencias**

- Damill, M. y R. Frenkel (2014) “Macroeconomic policies, growth, employment, poverty and inequality in Latin America”, en: Cornia, A. (Ed.), Falling inequality in Latin America: Policy Changes and Lessons”, UNU-Wider, Oxford University Press.
- Damill, M. y R. Frenkel (2006) “El mercado de trabajo argentino en la globalización financiera”, Revista de la CEPAL, nº 88, Santiago de Chile
- Damill, M., R. Frenkel y R. Maurizio (2002) “Argentina: A decade of currency board. An analysis of growth, employment and income distribution”, Employment Working Paper No. 42, International Labor Office.
- Damill, M., R. Frenkel y R. Maurizio (2011): “Macroeconomic policy for full and productive employment and decent work for all: An analysis of the Argentine experience”, Employment Working Paper No. 109, International Labor Office.
- Damill, M., R. Frenkel y M. Rapetti (2010): “The Argentinean Debt: History, Default and Restructuring”, en: Herman, B., J.A. Ocampo and S. Spiegel (Eds.), Overcoming Developing Country Debt Crises, Oxford University Press.
- Damill, M., R. Frenkel y L. Simpson (2012): “Regulaciones financieras y macroeconomía en la post crisis: la reconstrucción del sistema bancario argentino en los años 2000”, Boletín Informativo Techint, Buenos Aires.
- Frenkel, R. (2007). “The Sustainability of Monetary Sterilization Policies,” Cepal Review, No. 93, pp. 29-36.
- Frenkel, R. (2008). “The Competitive Real Exchange-Rate Regime, Inflation and Monetary Policy,” Cepal Review, Vol. 96, pp. 191-201.

- Frenkel, R. and M. Rapetti (2012a) "Exchange Rate Regimes in the Major Latin America Countries since the 1950s: Lessons from History", Revista de Historia Económica- Journal of Iberian and Latin American Economic History, 30 (1), pp. 157-188,
- Frenkel, R. and M. Rapetti (2012b) "External Fragility or Deindustrialization: What is the Main Threat to Latin American Countries in the 2010s?", World Economic Review, 1 (1), pp. 37-56
- Frenkel, R. and M. Rapetti (2008) "Five Years of Competitive and Stable Real Exchange Rate in Argentina, 2002-2007", International Review of Applied Economics, 22(2), pp. 215-226.

## Cuadros y Gráficos

Cuadro 1

### Principales variables macroeconómicas

Período	Crecimiento (1)	Inflación (2)	Tipo de cambio real (3)		Salario medio (4)	
			Bilateral	Multilateral	Real	En dólares
2003	7,9 %	3,7 %	215,8	216,3	86,2	40,1
Prom. 2003-2007	8,7 %	11,2 %	196,7	226,4	114,4	59,4
2007	8,6 %	25,3 %	170,2	225,0	135,4	79,8
Prom. 2008-2012	2,6 %	22,0 %	124,0	180,5	146,3	120,2
2012	-0,1 %	23,8 %	100,1	148,9	161,3	159,9

Período	Precios de exportación (5)	Superávit fiscal primario (6)	Saldo en cuenta corriente (7)
2003	86,5	+4,0 %	+5,5 %
Prom. 2003-2007	107,7	+3,9 %	+3,2 %
2007	131,4	+3,3 %	+2,4 %
Prom. 2008-2012	171,0	+0,9 %	+1,5 %
2012	194,1	-0,5 %	+0,1 %

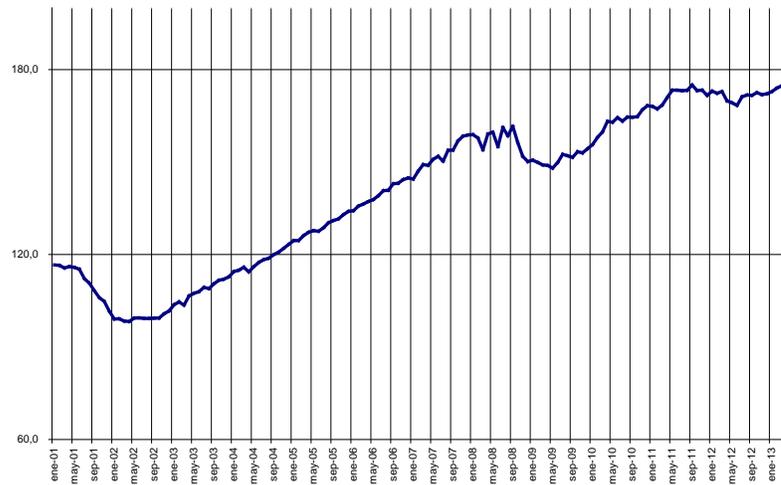
Período	tasa de actividad (8)	tasa de ocupación (9)		tasa de desocupación (10)
		total	s.privado	
2003	46,2 %	29,0%	24,4%	21,7 %
Prom. 2003-2007	46,4 %	33,2 %	29,1%	15,5 %
2007	46,2 %	36,9 %	31,5%	9,9 %
Prom. 2008-2012	46,2 %	37,7 %	31,8%	8,3 %
2012	46,3 %	38,2 %	32,0%	7,8 %

#### Notas:

- (1) Crecimiento del PIB. Fuentes: idem gráfico 1.
- (2) Variación interanual del IPC. Fuentes: idem gráfico 2.
- (3) Índices, diciembre de 2001= 100. Fuentes: idem gráfico 3.
- (4) En la industria manufacturera (cuarto trimestre de 2001=100). Fuentes: idem gráfico 4.
- (5) Índice, 2004 = 100. Fuente: Indec.
- (6) Superávit primario del sector público consolidado en % del PIB. Fuente: Secretaría de Hacienda.
- (7) Resultado de la cuenta corriente del balance de pagos en % del PIB. Fuente: INDEC.
- (8) Número de activos sobre población urbana total. Fuente: Encuesta Permanente de Hogares (EPH) del INDEC.
- (9) Ocupados a tiempo completo sobre población urbana total: Fuente: EPH del INDEC y estimación propia a partir de la misma fuente, para la tasa de ocupación a tiempo completo en el sector privado.
- (10) Como porcentaje de la población económicamente activa. Fuente: EPH, INDEC.  
Para el cálculo de las series 6 y 7 se utilizaron las cifras oficiales del PIB a precios corrientes como deflactor.

Gráfico 1

Indicador mensual del nivel de actividad (1993=100).



Fuente: Las cifras corresponden al Estimador Mensual de la Actividad Económica del INDEC hasta diciembre de 2007, a partir de esa fecha la serie fue empalmada con el Índice General de Actividad de OJ Ferreres y Asociados (IGA-OJF).

Gráfico 2

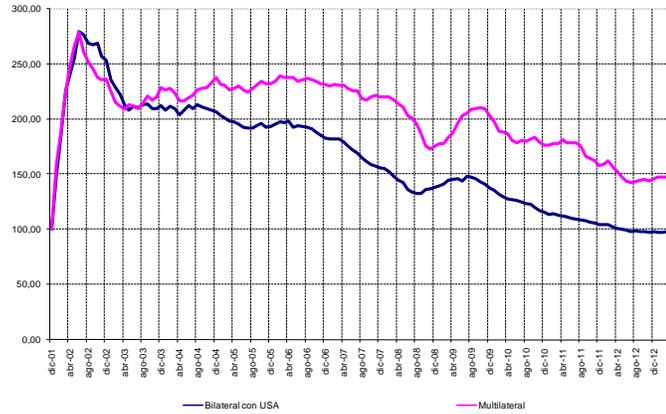
Variación interanual del IPC (%).



Fuente: INDEC; para el período posterior a diciembre de 2006 se incluye también el cálculo basado en la estimación de los precios al consumidor de 9 provincias (IPC-9), elaborado por CIFRA.

Gráfico 3

Evolución del tipo de cambio real bilateral (contra el dólar) y multilateral (Dic. 2001=100).

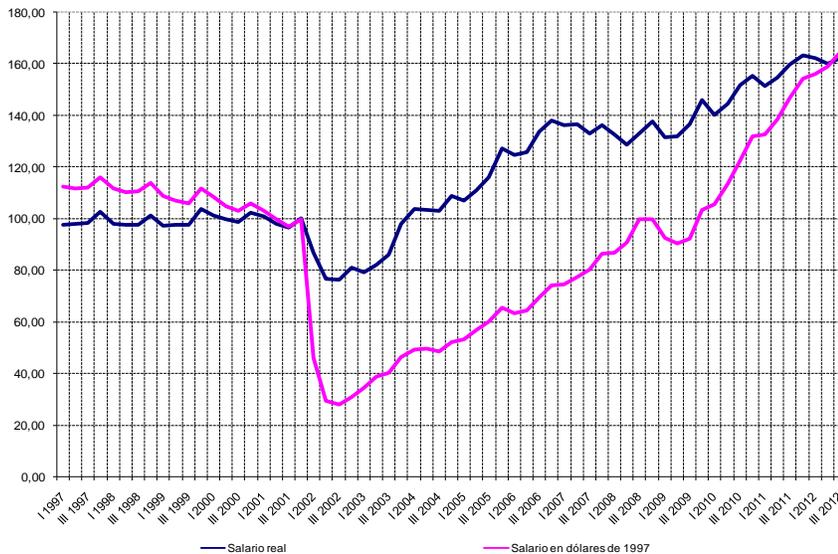


Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y de CIFRA.

Obs: el tipo de cambio multilateral se calcula a partir de la información para ese concepto, publicada por el BCRA, pero sustituyendo como deflactor, desde el cierre de 2006, el IPC-Indec por el IPC-9 publicado por CIFRA (cf. Gráfico 2).

Gráfico 4

Salario real y salario medido en dólares constantes, promedio de la industria manufacturera (2001.4T =100).



Fuente: elaboración propia a partir de datos de la Encuesta Industrial Mensual de INDEC, de precios al consumidor (INDEC y CIFRA), del BCRA y del Bureau of Labor Statistics (USA) para la inflación en los Estados Unidos.

Cuadro 2

Descomposición de las variaciones del costo salarial unitario (CSU)  
medido en moneda extranjera.

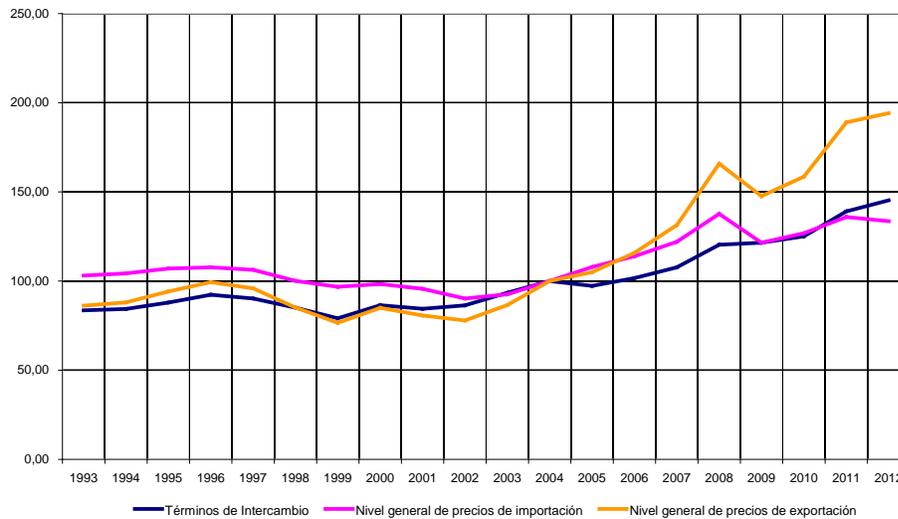
Período	CSU en dólares	Salario real	Apreciación real	Productividad
2002	-65,31%	-18,94%	-58,52%	1,04%
2003-2007	80,28%	69,00%	40,71%	-22,20%
2008-2012	59,10%	19,20%	68,18%	-20,80%

Período	CSU multilateral	Salario real	Apreciación real	Productividad
2002	-64,68%	-18,94%	-57,61%	1,04%
2003-2007	33,20%	69,00%	3,30%	-22,20%
2008-2012	41,60%	19,20%	50,07%	-20,80%

Fuente: elaboración propia a partir de datos de la Encuesta Industrial mensual de INDEC, del Banco Central y de CIFRA

Gráfico 5

Índices de los términos del intercambio y de los precios medios  
de exportación e importación (2004=100).



Fuente: INDEC.

Gráfico 6

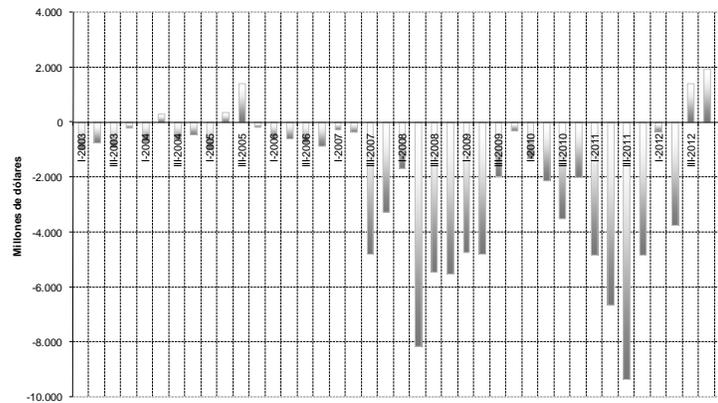
Primas de riesgo país de mercados emergentes (EMBI+), Argentina y Brasil  
(en puntos básicos).



Fuente: Ministerio de Economía.

Gráfico 7

Evolución de la Formación de Activos Externos del Sector Privado no Financiero.

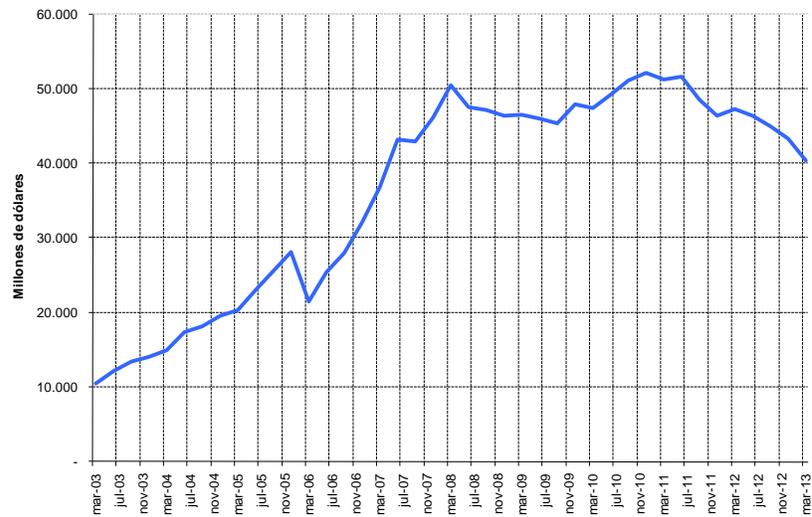


Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Las cifras corresponden a la “Formación de Activos Externos del Sector Privado no Financiero” del balance cambiario publicada por el BCRA, a la que se le han restado las variaciones de los depósitos de los bancos locales en el Banco Central, en dólares.

Gráfico 8

Stock de reservas internacionales del BCRA (saldos de fin de período).



Fuente: BCRA.

Cuadro 3

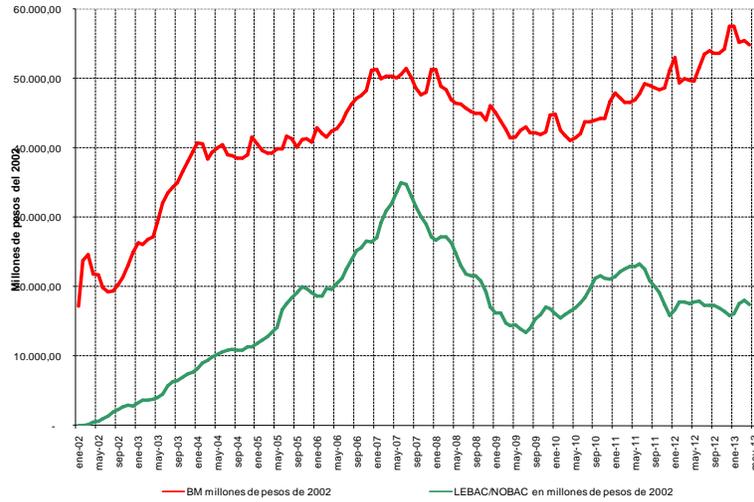
Base monetaria y préstamos bancarios al sector privado, como porcentaje del PIB.

Año	Base Monetaria	Préstamos al sector privado no financiero	
		En pesos	Totales
2002	6,87%	14,14%	15,02%
2003	9,68%	9,83%	10,75%
2004	10,48%	8,52%	9,99%
2005	9,87%	8,83%	10,50%
2006	9,94%	9,63%	11,66%
2007	10,42%	10,49%	12,72%
2008	9,69%	10,89%	13,16%
2009	9,21%	10,87%	14,00%
2010	9,14%	10,51%	13,46%
2011	9,81%	11,88%	14,80%
2012	11,27%	14,24%	16,27%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banco Central e INDEC.

Gráfico 9

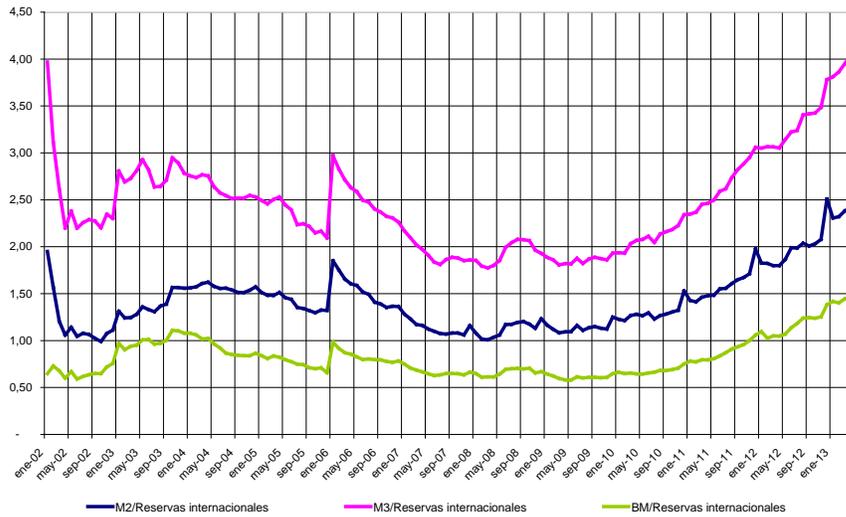
Evolución de indicadores monetarios en términos reales.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y de CIFRA.

Gráfico 10

Relación entre agregados monetarios y stock de reservas internacionales del BCRA.



BM: Base Monetaria

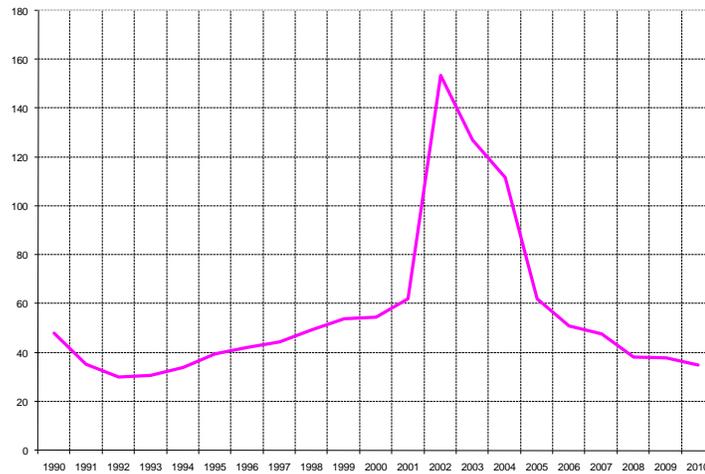
M2: Dinero en poder del público más depósitos a la vista.

M3: M2 más depósitos a plazo, en moneda nacional y extranjera.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BCRA.

Gráfico 11

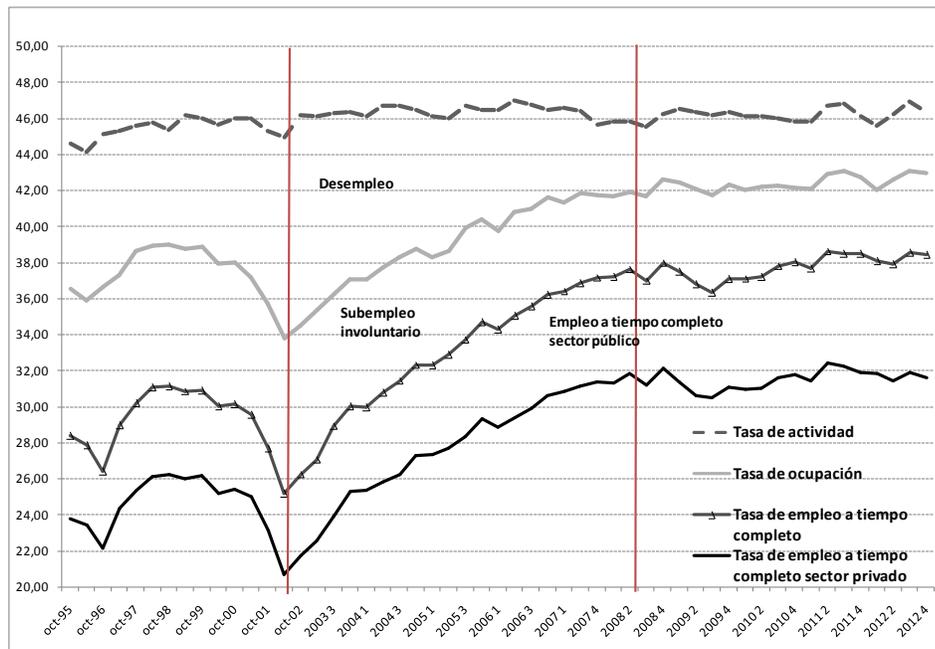
Relación deuda pública total/PIB (%).



Fuente: CEPAL.

Gráfico 12

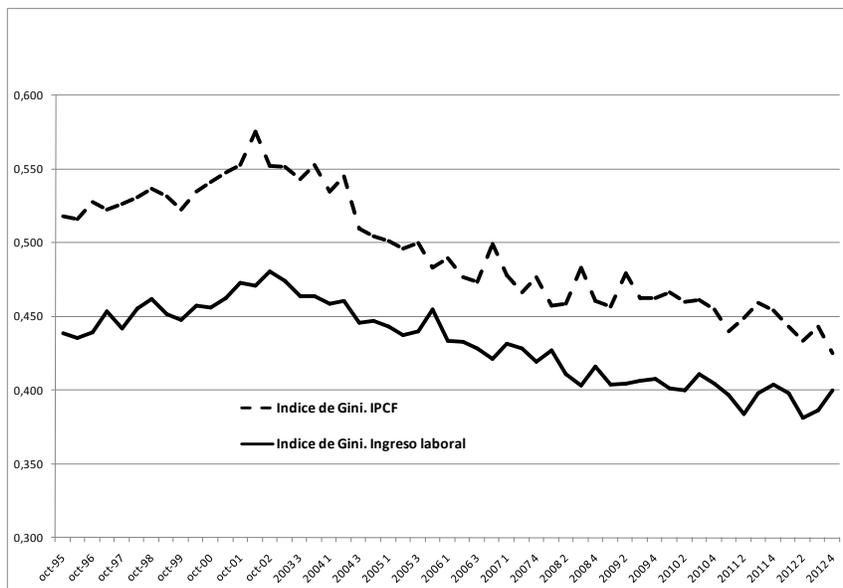
Indicadores del mercado laboral, total de aglomerados urbanos, 1995-2012 (en porcentajes de la población urbana total).



Fuente: elaboración propia a partir de datos de la EPH del INDEC.

Gráfico 13

Índice de Gini del ingreso per capita familiar y del ingreso de la ocupación principal, total aglomerados urbanos, 1995-2012.



Fuente: elaboración propia en base a datos de la EPH del INDEC.