

FIDE Coyuntura y Desarrollo

La devaluación lo hizo: pérdida de participación del salario en el ingreso. Velas al carry trade y alquimias monetaristas. La falacia del déficit cero. Como la sombra al cuerpo: deuda y fuga. ¿Ajuste expansivo?, la teoría de la “austeridad expansiva”.

Diálogos. Mariana Luzzi y Ariel Wilkis

FUNDACION DE
INVESTIGACIONES
PARA EL DESARROLLO

#384

Análisis de la
situación
económica al

03/10/2018

Dale vida a tu Sueño.



Tarjetas Credicoop

- Tarjetas Cabal, Visa y MasterCard.
 - Amplia red de comercios.
- Puntos Credicoop y millas Aerolíneas Plus.
 - Los mejores beneficios.

**Tenés Credicoop.
Tenés quien te acompañe.**

Más información en www.bancocredicoop.coop



La Banca Solidaria

Mayor información en www.bancocredicoop.coop. Productos y servicios destinados a la Cartera de Consumo. Banco Credicoop Coop. Ltda. Reconquista 484. CABA. CUIT: 30-57142135-2. Credicoop Responde: 0810-888-4500. www.bancocredicoop.coop



Una publicación de la Fundación de Investigaciones para el Desarrollo (FIDE)

Presidente:
Mercedes Marcó del Pont

Consejo Directivo y de Administración:

Rafael Prieto
Sebastián Soler
Virgilio Tedín Uriburu
Cecilia Todesca Bocco
Silvia Traverso

Consejo Asesor:

Carlos Tomada
Jorge Taiana
Héctor Recalde
Juan Carlos Lascurain
Carlos Gallardo

La reproducción total o parcial del contenido de esta revista está permitida únicamente indicando a FIDE como fuente.

Las notas de opinión reflejan la posición de sus autores, y no necesariamente la de la Fundación.

FIDE, Reconquista 962 - 2º Piso,
C1003ABT - Buenos Aires.
Tel. 4313-9494 / 5137
email: info@fide.com.ar
<http://www.fide.com.ar>

Inscripto en la Dirección Nacional de Derechos de Autor bajo el N° 119.566. Queda hecho el depósito que marca la ley N° 11.723. ISSN 0325-5470.

Fotomecánica e Impresión:
Altuna Impresores
Doblas 1968. Ciudad de Buenos Aires.

Suscripciones en la Argentina:
Reconquista 962 - 2º Piso, C1003ABT
Buenos Aires. Tel. 4313-9494 / 5137

Enfrentando el “cambio de época”

En su reciente informe regional, el Banco Mundial advierte sobre el ensombrecimiento del contexto global que condiciona el devenir de nuestras economías. Otra vez, el canal más sensible por donde se precipitan las condiciones de crisis corresponde al sector externo, siempre asociado a los problemas estructurales del subdesarrollo: matrices productivas poco diversificadas y de base primaria; endeudamiento y fuga de capitales.

Se trata de fenómenos que solo parcialmente pudieron ser removidos durante los proyectos políticos de base nacional y popular que gobernaron gran parte de la región durante la primera década larga del siglo veintiuno. Pero, lejos de corregirse, se han profundizado con el retorno de la hegemonía neoliberal que, con pocas excepciones, vuelve a dominar a América del Sur. En este derrotero, las chances de que el candidato de ultraderecha Jair Bolsonaro gane —proscripción de Lula mediante— las elecciones presidenciales en Brasil constituye un retroceso fenomenal para la reconstrucción de una confluencia política regional comprometida con el desarrollo, la equidad y la democracia.

Al mismo tiempo, el contexto internacional lejos está de garantizar las condiciones que estas estrategias de valorización financiera requieren para sostenerse en el tiempo. Las alertas que emite el Banco Mundial solo describen lo obvio: el aumento en la tasa de interés, la reversión de los flujos de capital de corto plazo, el in crescendo de la guerra comercial desatada por los Estados Unidos y la incertidumbre frente a una eventual nueva crisis financiera global definen un escenario muy adverso para los países más expuestos en términos comerciales o financieros.

Frente a este escenario global, las respuestas de los gobiernos nacionales lucen bien distintas. En el caso de la Argentina, la opción pasa para profundizar —bajo el paraguas de un mega préstamo del FMI— el ajuste recesivo y las condiciones para el carry trade con el único fin de forzar una circunstancial tranquilidad cambiaria. La contracara es la acentuación de las condiciones de insolvencia fiscal y externa y el abandono del objetivo del crecimiento económico, del empleo y la reducción de la pobreza.

En otros rincones del planeta, en cambio, lejos de una aceptación pasiva a estas condiciones, se despliegan políticas que buscan preservar espacios de soberanía. Es notable advertir cómo la estrategia proteccionista impulsada por el presidente Trump ha empujado hacia un proceso de desdolarización con pocos precedentes. Salirse del dólar se ha vuelto una prioridad en la agenda de los BRICS. Recientemente, Rusia ha planteado un plan para reducir las transacciones internacionales en dólares, al tiempo que Turquía reguló las transacciones inmobiliarias y otros contratos para que se redenominen en su propia moneda. China, por su parte, no se limita a responder con nuevas represalias. Avanza en la diversificación de mercados, en el estímulo a la demanda doméstica, en su estrategia de sustitución de importaciones y en la introducción del yuan como moneda mundial (la ampliación del swap con la Argentina se inscribe en esa lógica).

Como se advierte, estamos lejos del camino único e inevitable que proclama nuestro Gobierno cuando le pide al pueblo aceptar mansamente nuevos sacrificios. Siempre hay opciones. La urgencia por impulsar una alianza de sectores y clases sociales en torno a un proyecto de desarrollo económico y social está más vigente que nunca.

Mercedes Marcó del Pont

ANÁLISIS DE LA COYUNTURA I

Una vuelta de tuerca al experimento neoliberal

habrá pesos para comprar dólares. En ese escenario, las proyecciones sobre las cuales se había cerrado el acuerdo con el FMI apenas tres meses atrás se volvieron papel mojado, y las hipótesis que estimaban alzas del PIB del 0,4% y 1,5% para 2018 y 2019, respectivamente, mutaron, según surge de las proyecciones presupuestarias, en caídas del 2,4% y 0,5% para esos años.

Pasaron cosas

En pocos meses el proceso de desaceleración económica que se venía verificando desde febrero se transformó en una fase recesiva que no muestra condiciones de reversión en el corto y mediano plazo. La dimensión del ajuste monetario, fiscal y cambiario impuesto por el FMI a cambio de garantizar mayor asistencia financiera a la Argentina, bloquea las posibilidades del crecimiento y vuelve a hacer de la recesión el antídoto (un clásico de la ortodoxia) para abordar el problema inflacionario y de desequilibrio externo. Lo han dicho las propias autoridades: ya no

Si bien el Gobierno se mantiene fiel al diagnóstico que adjudica todos los problemas a factores ajenos a sus opciones de política, los datos de la realidad dejan en evidencia que estamos frente a una crisis autogenerada. Desmintiendo la afirmación presidencial de que *“veníamos bien, pero pasaron cosas”*, todos los datos oficiales ponen de manifiesto que desde fines de 2015 los desequilibrios macroeconómicos se han ido acentuando, particularmente el referido al frente externo. La opción estratégica del oficialismo de liberalizar la cuenta capital y cambiaria y desregular el sistema financiero no sólo impulsó un nuevo ciclo de valorización financiera apoyado en el

Datos macroeconómicos de la región de 2018 Países seleccionados

	Argentina	Bolivia	Brasil	Chile	Colombia	Perú	Uruguay
PIB (%) (1)	-2,4	4,3	1,6	3,9	2,7	3,6	2,3
Tipo de cambio nominal (% interanual) (2)	124,6	0,0	30,5	8,9	1,2	1,3	14,1
Inflación (% interanual) (3)	34,4	1,8	4,3	2,6	3,1	1,1	8,3
Cta.cte. (% del PIB) (1)	-4,6	-5,4	-1,6	-1,8	-2,6	-0,7	0,6
Resultado primario (% del PIB) (1)	-2,6	-5,1	-2,0	-0,6	0,1	-2,2	0,1
Resultado fiscal (% del PIB) (2)	-5,5	s/d	-7,4	-2,4	-1,8	-3,2	-2,9

s/d: sin datos.

(1) Proyectado. (2) Sep'18-sep.'17. (3) Ago.'18-ago.'17.

FUENTE: FIDE, con datos de los Bancos Centrales y el FMI.

endeudamiento externo. Supuso, también, una sensible erosión del margen de maniobra del Estado para lidiar con los shocks externos.

Estamos frente a una crisis autogenerada. Desmintiendo la afirmación presidencial de que “veníamos bien, pero pasaron cosas”, todos los datos oficiales ponen de manifiesto que desde fines de 2015 los desequilibrios macroeconómicos se han ido acentuando, particularmente el referido al frente externo.

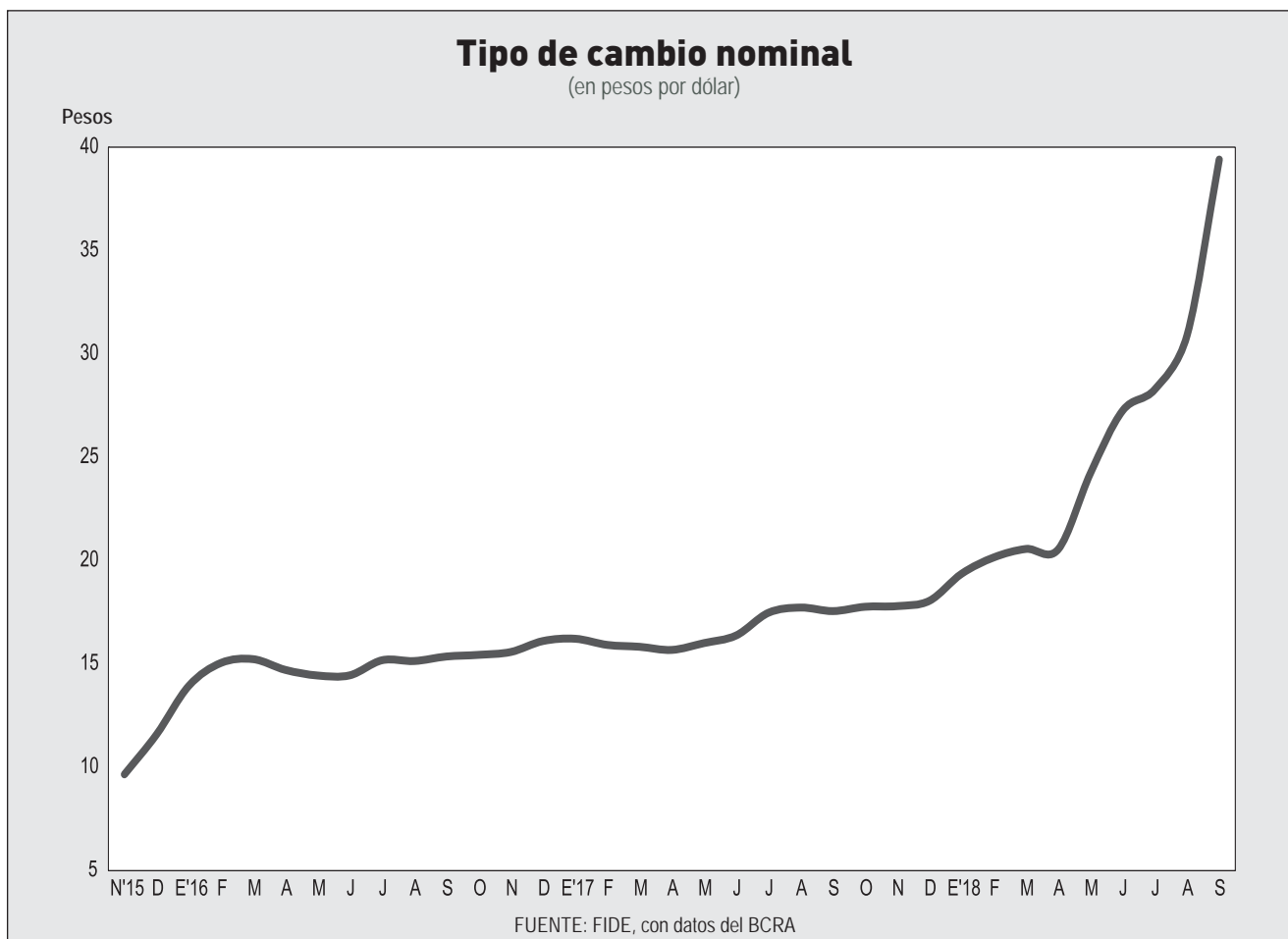
Es cierto que están pasando cosas en el escenario global —tasas de interés en ascenso, volatilidad cambiaria, reflujo de capitales desde los países emergentes, guerra comercial—, una combinación de factores que a todas luces torna desaconsejable la estrategia oficial basada en la apertura financiera y comercial unilateral y el hiper endeudamiento en dólares. Reeditando situaciones ya vividas en la década de los '90 bajo programas económicos

muy similares, la Argentina vuelve a ser a escala regional el país más perjudicado por el empeoramiento de las condiciones internacionales. Conjuntamente con Venezuela, nuestro país es el único que está en recesión, que tiene una inflación de dos dígitos y que ha sufrido una mega depreciación de su moneda, por citar solo algunos indicadores.

La Argentina es, además, el único país de la región que debió recurrir de apuro al auxilio del FMI y aceptar a cambio un programa económico que reproduce, ampliadas, las políticas que nos llevaron a este punto. Más allá de las alquimias monetaristas que, a cambio de acentuar la recesión, buscan tranquilizar temporarily el mercado de cambios, lo cierto es que este nuevo experimento lejos está de despejar la incertidumbre que genera el deterioro creciente de los indicadores de solvencia de la economía argentina.

El rol de la flotación cambiaria

Frente al problema estructural de insuficiencia de dólares



que aqueja a nuestra economía, y que se ha exacerbado al extremo a partir de la mencionada apertura cambiaria y comercial, el endeudamiento masivo con el FMI se transformó en el pulmón que necesita el Gobierno para mantener con vida el actual modelo de acumulación financiera. Como explicitó la Directora Gerente de ese organismo, no existen antecedentes en el otorgamiento a un país miembro de una asistencia financiera de esa magnitud. Originalmente, el préstamo ascendía a 50.000 millones de dólares. Tres meses después fue ampliado en 7.100 millones adicionales que, en más de un 90%, se desembolsarían entre 2018 y 2019, a pesar de que el acuerdo llega hasta mediados del próximo Gobierno constitucional. En contrapartida, el FMI asumió el control pleno de la política económica y logró forzar cambios estructurales en varios frentes. La mega devaluación del peso fue promovida por el organismo y ha sido uno de los mecanismos utilizados para hacer parte del “trabajo sucio”.

Vale la pena recordar que desde que se rubricó el acuerdo con la Argentina, en junio pasado, los funcionarios del FMI se mostraron firmes en su exigencia de que el BCRA minimizara sus intervenciones y promoviera una flotación más “limpia” del tipo de cambio. Si bien las modalidades de participación en el mercado de cambios fueron

modificándose a lo largo de los meses, siempre estuvieron condicionadas por requerimientos —límites a las ventas de dólares en el mercado *spot* y de futuros y compromisos respecto al nivel de las reservas internacionales netas— que achicaron los ya reducidos márgenes de los que disponía el BCRA para administrar el mercado de cambios, en un contexto de liberalización plena de la cuenta capital.

El FMI asumió el control pleno de la política económica y logró forzar cambios estructurales en varios frentes. La mega devaluación del peso fue promovida por el organismo y ha sido uno de los mecanismos utilizados para hacer parte del “trabajo sucio”.

Esta inflexibilidad se mantuvo indiferente a las situaciones de volatilidad cambiaria a nivel global que, localmente, se potenciaron con el aumento del riesgo país, la reversión de los flujos externos de corto plazo y la acentuación de la dolarización de carteras de los argentinos. En ese contexto, la contracara inevitable de la posición del FMI a favor de



minimizar el uso de reservas para cubrir esa demanda de dólares fue una persistente presión cambiaria, que provocó un salto de la divisa del 91% entre abril y septiembre pasados.

La mega devaluación logró imponer una fuerte redistribución del ingreso y bajar el costo salarial.

Dicha devaluación del peso generó efectos difundidos sobre el resto de las variables macroeconómicas, materializados particularmente a través de un fuerte salto inflacionario. Creemos que, dentro de la lógica que guía las

recomendaciones del FMI, la mayor parte de esos efectos son deseados y subyacen detrás de su rígida postura a favor de la libre flotación. Veamos:

En primer lugar, la mega devaluación logró imponer una fuerte redistribución del ingreso y bajar el costo salarial. A diferencia de lo ocurrido en 2016, cuando la negociación paritaria implicó ajustes salariales (en torno al 33%) que posibilitaron que la pérdida inicial en términos reales se fuera recomponiendo progresivamente, esta vez el salto cambiario fue muy superior (del 118% en lo que va del año), al tiempo que los aumentos en las remuneraciones promediarían —de acuerdo con los datos del CETyD— un incremento del 25% para todo el año. Esto significa que esta vez la devaluación ha venido alterando de manera sensible la distribución del ingreso, es decir, la participación relativa

Balance comercial argentino

Años 2015 - 2018

(en millones de dólares)

	Exportaciones				Importaciones				Saldo			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Enero	3.803	3.875	4.289	4.767	4.197	4.124	4.341	5.736	-394	-249	-52	-969
Febrero	3.872	4.143	3.899	4.283	3.991	4.097	4.116	5.197	-119	46	-217	-914
Marzo	4.383	4.426	4.564	5.360	5.055	4.556	5.474	5.958	-672	-130	-910	-598
I trim.	12.058	12.444	12.752	14.410	13.243	12.777	13.931	16.891	-1.185	-333	-1.179	-2.481
Abril	5.155	4.743	4.863	5.178	4.953	4.423	4.975	6.102	202	320	-112	-924
Mayo	5.205	5.377	5.490	5.133	4.992	4.874	6.066	6.447	213	503	-576	-1.314
Junio	6.046	5.307	5.150	5.099	5.760	5.048	5.900	5.458	286	259	-750	-359
II trim.	16.406	15.427	15.503	15.410	15.705	14.345	16.941	18.007	701	1.082	-1.438	-2.597
I sem.	28.464	27.871	28.255	29.820	28.948	27.122	30.872	34.898	-484	749	-2.617	-5.078
Julio	5.568	4.991	5.293	5.386	5.670	4.713	6.041	6.174	-102	278	-748	-788
Agosto	5.135	5.770	5.243	5.167	5.435	5.175	6.314	6.294	-300	595	-1.071	-1.127
Septiembre	5.163	5.042	5.238		5.520	4.800	5.963		-357	242	-725	
III trim.	15.866	15.803	15.774		16.625	14.688	18.318		-759	1.115	-2.544	
Octubre	5.032	4.729	5.241		4.932	4.783	6.196		100	-54	-955	
Noviembre	4.002	4.848	4.642		4.738	4.723	6.151		-736	125	-1.509	
Diciembre	3.425	4.628	4.515		4.516	4.595	5.362		-1.091	33	-847	
IV trim.	12.459	14.205	14.398		14.186	14.101	17.709		-1.727	104	-3.311	
II sem.	28.325	30.008	30.172		30.811	28.789	36.027		-2.486	1.219	-5.855	
Año	56.789	57.879	58.427		59.759	55.911	66.899		-2.970	1.968	-8.472	

FUENTE: FIDE, con datos del INDEC.

del capital y el trabajo. De no verificarse una reapertura de las paritarias, el salario en dólares registraría en 2018 una disminución en torno al 45%, materializándose un objetivo buscado por la estrategia oficial: mejorar la “competitividad” por la vía de una reducción considerable en el costo salarial. Dado el elevado *pass through* (traslado a precios) que caracteriza al proceso de formación de precios doméstico, la licuación de la capacidad de compra de las remuneraciones ya se proyecta en rangos del 11%-15%, lo que representa la contracción real más profunda después de la verificada durante la crisis de la convertibilidad.

Dado el bajo dinamismo de las exportaciones, muy afectadas por la sequía, la desaceleración en las compras al resto del mundo no alcanza para corregir un desequilibrio comercial que continúa siendo un 58% más alto que el del año pasado.

En segundo lugar, el drástico encarecimiento del dólar también viene haciendo su aporte a la mejora del desequilibrio de la cuenta corriente, por la doble vía de la baja en las importaciones y la reducción del déficit de

turismo. Los datos del comercio exterior correspondientes a agosto ponen en evidencia una desaceleración en las importaciones (la tasa interanual de crecimiento pasó del 32% en enero al 9,6% en agosto). Sin embargo, dado el bajo dinamismo de las exportaciones, muy afectadas por la sequía, la desaceleración en las compras al resto del mundo no alcanza para corregir un desequilibrio comercial que continúa siendo un 58% más alto que el del año pasado. La información del BCRA, por su parte, pone en evidencia el impacto de la devaluación sobre los gastos de turismo en el exterior que, en los últimos meses, han venido retrayéndose a ritmos del 30% mensual.

Tasas de interés sin techo

Desde nuestro punto de vista, el *overshooting* o sobre reacción cambiaria de los últimos meses debe interpretarse como un objetivo impulsado por el *staff* del FMI, actualmente a cargo de la gestión diaria de la política económica en la Argentina. Siguiendo las prescripciones del recetario ortodoxo, las decisiones en torno al mercado cambiario fueron acompañadas por una vuelta de tuerca en el torniquete monetario. Se ratificó el rumbo. El flamante presidente del BCRA está desplegando una nueva versión de la orientación monetarista que

Valores, precios y cantidades de las exportaciones e importaciones

(en tasa de variación respecto a igual período del año anterior)

	Agosto de 2018 % igual período año anterior			Primeros 8 meses de 2018 % igual período año anterior		
	Valor	Precio	Cantidad	Valor	Precio	Cantidad
Exportación	-1,4	6,1	-7,2	4,1	8,5	-4,1
Productos primarios	-20,5	12,7	-29,4	-9,7	7,7	-16,1
Manufacturas de origen agropecuario(MOA)	0,4	4,1	-3,6	0,0	10,4	-9,3
Manufacturas de origen industrial(MOI)	11,3	0,5	10,7	12,5	4,3	7,9
Combustibles y energía	7,8	43,2	-25,0	80,7	25,4	44,0
Importación	-0,3	5,5	-5,4	9,6	3,9	5,4
Bienes de capital	-24,9	-10,9	-15,7	-5,0	-6,1	1,2
Bienes intermedios	16,7	10,4	5,7	20,5	9,1	10,5
Combustibles y lubricantes	57,1	33,4	17,7	25,4	28,4	-2,4
Piezas y accesorios para bienes de capital	-9,4	2,2	-11,4	7,1	0,2	6,8
Bienes de consumo	-4,0	-6,2	2,3	8,7	-1,1	9,9
Vehículos automotores de pasajeros	-15,3	-0,5	-14,7	4,0	1,1	2,9
Resto	-3,8	-	-	0,0	-	-

FUENTE: FIDE, con datos del INDEC.

caracterizó la gestión de sus dos antecesores.

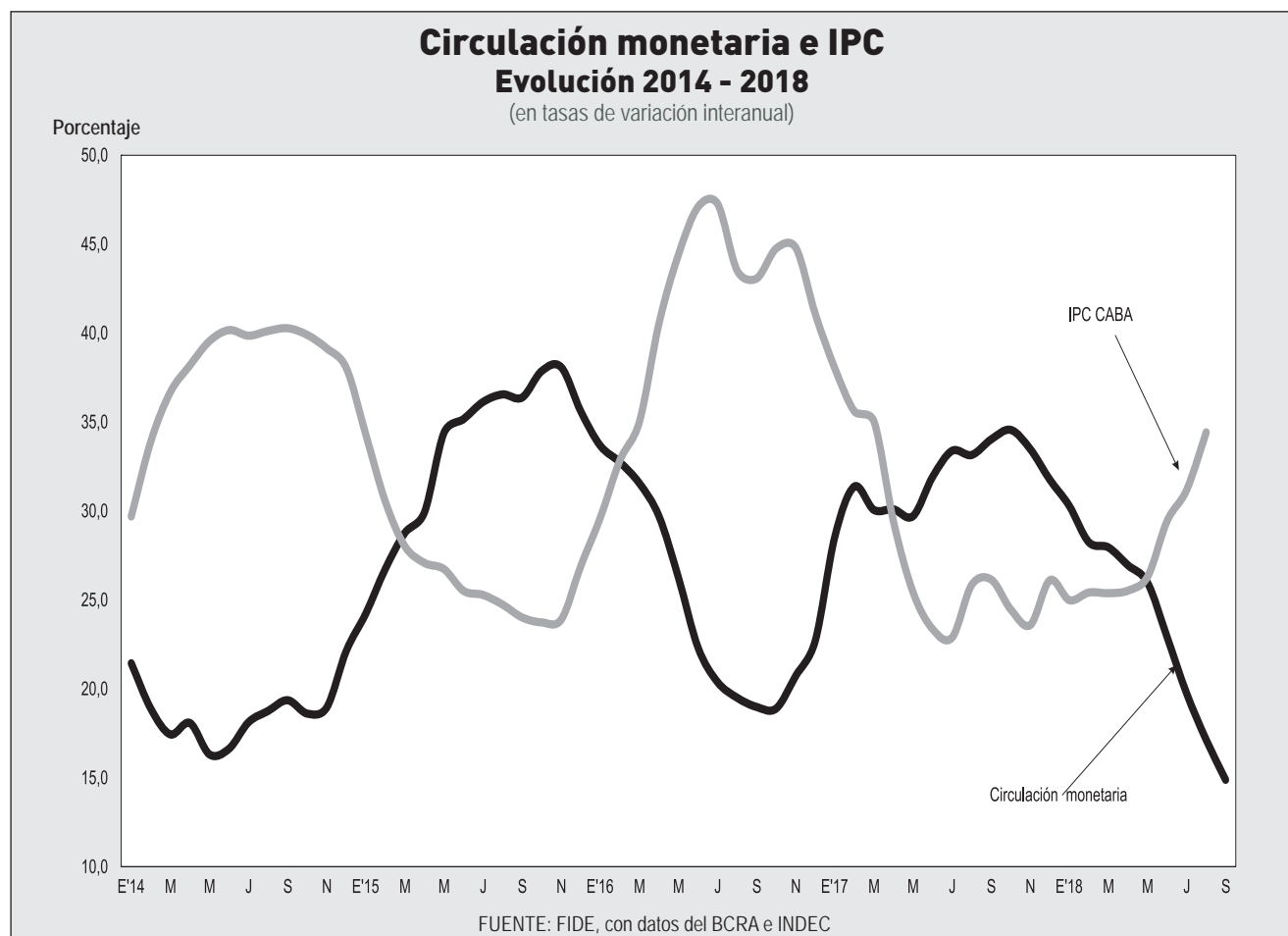
Este nuevo apretón monetario se implementa sobre una situación de liquidez y tasas que ya evidenciaba un sesgo fuertemente contractivo como consecuencia de las medidas impuestas por el FMI a partir de junio. Desde entonces hasta fines de septiembre, la tasa de interés de referencia del BCRA pasó del 40% al 60%, la circulación monetaria se redujo en términos reales y los encajes bancarios sobre los depósitos aumentaron en 16 puntos porcentuales.

La decisión de volver al manejo de los agregados monetarios como mecanismo antiinflacionario atrasa muchas décadas. Hace tiempo que el enfoque monetarista viró hacia el manejo de las tasas de interés como resorte principal del manejo monetario. La evidencia empírica propia y ajena deja en evidencia que el vínculo entre agregados monetarios e inflación es bajo. La política de elevadas tasas de interés que ha caracterizado la gestión del BCRA desde fines de 2015 tampoco parece haber servido demasiado para domar la inflación. Por el contrario, la experiencia reciente es elocuente a la hora de constatar que las fuentes de aceleración inflacionaria estuvieron una vez más fundamentalmente asociadas a la devaluación y al

incremento de las tarifas de los servicios públicos.

El vínculo entre agregados monetarios e inflación es bajo. La política de elevadas tasas de interés desde fines de 2015 tampoco parece haber servido para domar la inflación. Por el contrario, la experiencia reciente muestra que las fuentes de aceleración inflacionaria estuvieron una vez más fundamentalmente asociadas a la devaluación y al incremento de las tarifas de los servicios públicos.

Haciendo caso omiso de estas evidencias, el nuevo programa monetario asume un compromiso que luce menos razonable aún: llevar a cero la variación de la base monetaria, agregado muy difícil de administrar a través de los instrumentos del BCRA. Recordemos que la base monetaria está integrada por el dinero circulante y los encajes que los bancos tienen depositados en el BCRA. Por lo tanto, si aumentan los encajes como mecanismo para disminuir la capacidad prestable del sistema bancario, la



base monetaria, en vez de bajar, aumenta. Tal situación se ha venido verificando en los últimos meses a partir de los sucesivos incrementos en los requisitos de liquidez, equivalentes a 16pp. En la actualidad las cuentas corrientes de los bancos en el BCRA representan el 39,2% del total de la base monetaria, cuando hace tres años esta relación apenas equivalía al 21,9%. Y a partir de las nuevas medidas del BCRA que habilitan la integración parcial de los encajes en LELIQ, la acumulación de intereses (hoy en torno al 74% anual) pasa a engrosar el déficit cuasi fiscal de la autoridad monetaria.

El cambio de la Carta Orgánica del BCRA constituye otra de las condicionalidades del programa con el FMI. Quizás ésta sea la primera vez en la larga historia de acuerdos entre la Argentina y el FMI en que existen tantos puntos de coincidencia entre las exigencias del organismo y la hoja de ruta del Gobierno. Los embates contra la Carta Orgánica vigente deberían mantener a la dirigencia política en alerta.

En lo que respecta al dinero circulante, se trata de una variable que no es muy sensible a la tasa de interés, ya que encarna una demanda transaccional que está esencialmente asociada a la evolución de los niveles nominales de actividad económica. De hecho, ya venía mostrando una desaceleración en su ritmo de aumento, en paralelo a la caída del PIB. La reciente decisión del BCRA de alcanzar una variación nula de la base monetaria hasta

mediados del año que viene, cuando la inercia inflacionaria ronda el 35%, supone llevar a extremos el sesgo recesivo de la política monetaria. Nada nuevo bajo el sol. Como siempre ocurre con los programas ortodoxos, el mecanismo disciplinador de la inflación al que recurren es el desplome de la demanda agregada.

Lo que no puede ignorarse es que esta política está en franca contradicción con el mandato que le impone al BCRA su Carta Orgánica. En consecuencia, no constituye un dato menor que el flamante presidente del BCRA haya explicitado que su único objetivo es bajar la inflación. Peor aún: cuando se le consultó, recientemente, acerca de los impactos sobre el crecimiento económico de su programa monetario, respondió que esa era una cuestión que le competía al Ministerio de Economía y no al BCRA. Sin embargo, en el artículo tercero de la ley que guía el funcionamiento del BCRA —huelga la aclaración, se trata de una ley vigente— se define claramente que su finalidad es la de promover... “la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social”. Se trata sin duda de un artículo incómodo para la lógica neoliberal predominante y quizás por ello el cambio de la Carta Orgánica constituye otra de las condicionalidades del programa con el FMI. Quizás ésta sea la primera vez en la larga historia de acuerdos entre la Argentina y el FMI en que existen tantos puntos de coincidencia entre las exigencias del organismo y la hoja de ruta del Gobierno. Los embates contra la Carta Orgánica vigente deberían mantener a la dirigencia política en alerta.

Velas al regreso del carry trade

Hacia la tercera semana de septiembre, todo hacía pensar

El ajuste monetario-cambiarío post acuerdo con el FMI

Variables seleccionadas

	Mayo'18	Septiembre'18	Variación
Tipo de cambio (peso/dólar)	25,55	38,16	49,4 %
Tasa Leliq (%)	40,00	60,00	20,0 p.p.
Encajes (%)	20	39	19,0 p.p.
Lebac (millones de pesos)	1.242.523	340.581	-72,6 %
Reservas internacionales (millones de dólares)	63.274 (*)	49.561	-13.713 (mill.U\$S)
Tasa de interés adelantos cta.cte. (%)	41,61	68,37	26,8 p.p.
Tasa de interés préstamos personales (%)	43,42	59,32	15,9 p.p.

(*) Incluye el desembolso del 22 de junio.

FUENTE: FIDE, con datos del BCRA.

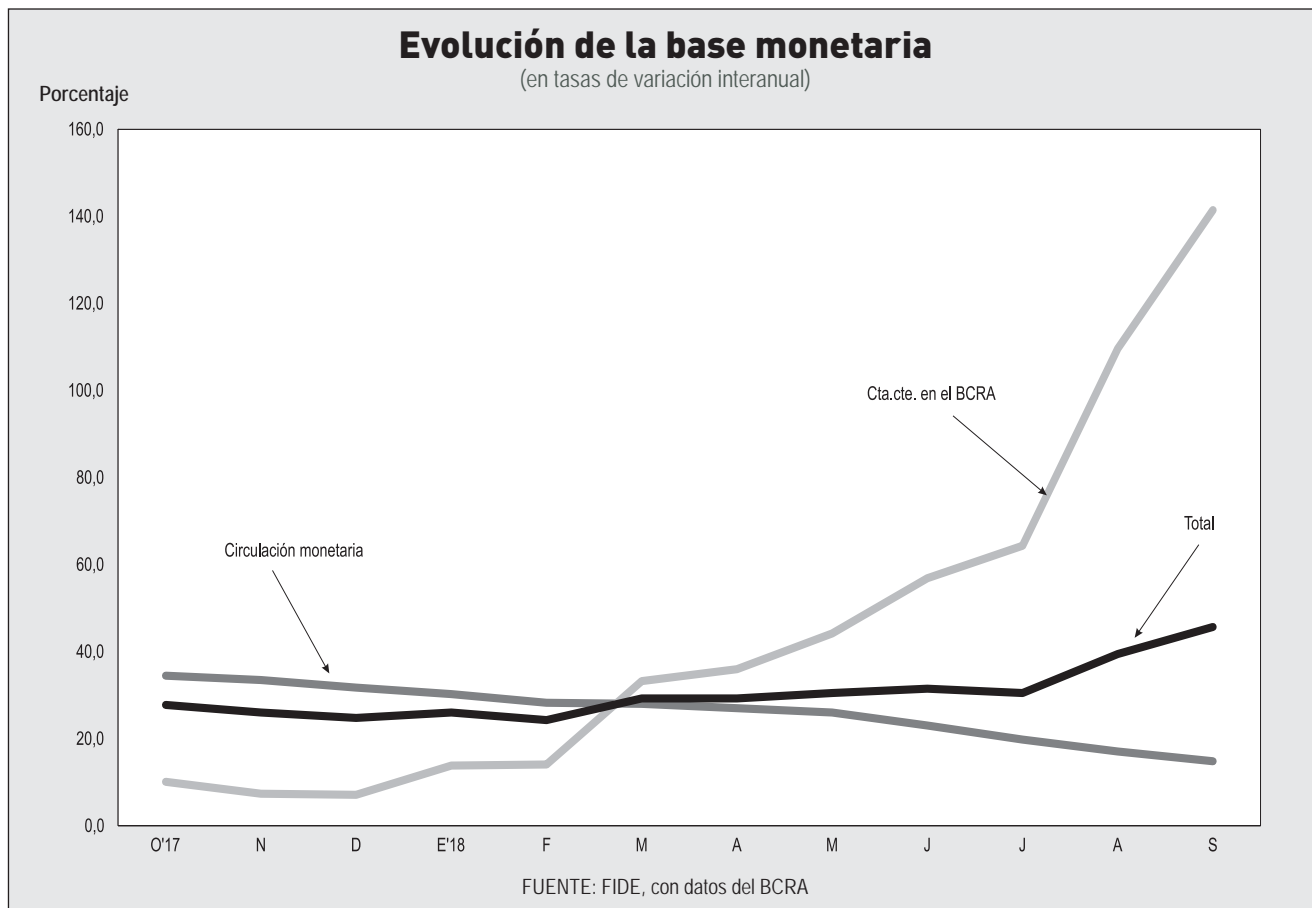
que un tipo de cambio en torno a los 40 pesos por dólar ya habría logrado parte de los efectos buscados en términos de reducción del costo salarial y reducción del déficit externo. En consecuencia, a partir de ese momento, y de cara a las elecciones presidenciales de 2019, la conducción económica iba a privilegiar cierta estabilidad cambiaria que resulta esencial para quebrar la aceleración inflacionaria y aquietar la puja distributiva cristalizando las “ganancias de competitividad” alcanzadas post devaluación. Para ello, el BCRA requería de mayores grados de libertad para intervenir en el mercado de cambios. Sin embargo, el FMI no convalidó ese sendero.

La ampliación de la asistencia financiera en 7.100 millones de dólares y el adelanto de desembolsos para 2018 y 2019 por 13.400 y 22.800 millones de dólares, respectivamente, sin dudas despejan el programa financiero del sector público en el corto plazo. Pero si continúa la fuga de capitales, pueden tornarse insuficientes para garantizar los dólares necesarios para cubrir, además, el desequilibrio de cuenta corriente que, si bien se proyecta en la mitad del nivel de este año, tendrá un piso de 10.000 millones de dólares. Desde la lógica oficial, el mantenimiento de una fuerte astringencia monetaria —elevadas tasas de interés y control de la liquidez— y el objetivo de déficit primario

“cero” forman parte del combo de decisiones que buscan reposicionar a la plaza argentina como foco de atracción para los capitales financieros y provocar una inflexión en el flujo de esos recursos. Hasta agosto pasado, los fondos de cartera provenientes del exterior acumulaban cinco meses consecutivos con resultado negativo, por un total de 4.400 millones de dólares.

La ampliación de la asistencia financiera en 7.100 millones de dólares y el adelanto de desembolsos para 2018 y 2019 sin dudas despejan el programa financiero del sector público en el corto plazo. Pero si continúa la fuga de capitales, pueden tornarse insuficientes para garantizar los dólares necesarios para cubrir, además, el desequilibrio de cuenta corriente, que tendrá un piso de 10.000 millones de dólares.

Para la estrategia oficial es crucial que también se restablezcan las operaciones de *carry trade* de los inversores locales. Los montos de las ventas de dólares que



mensualmente realizan empresas y personas residentes en la Argentina han venido representando la tercera fuente de oferta de divisas, después de la deuda y los cobros de exportaciones (superando a los capitales de cartera y a la inversión de riesgo del exterior). Para que se verifique una nueva oleada de dólares financieros no alcanza con un buen rendimiento; también se requiere diluir las expectativas devaluatorias.

La decisión del BCRA de implementar un régimen de zonas cambiarias de no intervención, que se irán actualizando al 3% mensual hasta fin de año (determinando una cota superior de 48 pesos por dólar en diciembre) no despeja la incertidumbre cambiaria. Menos aún el anuncio de que se impondrá un límite de 150 millones de dólares diarios para intervenir cuando el dólar supere el nivel superior de la banda de flotación.

Principales fuentes de dólares en Argentina

Datos del Balance Cambiario

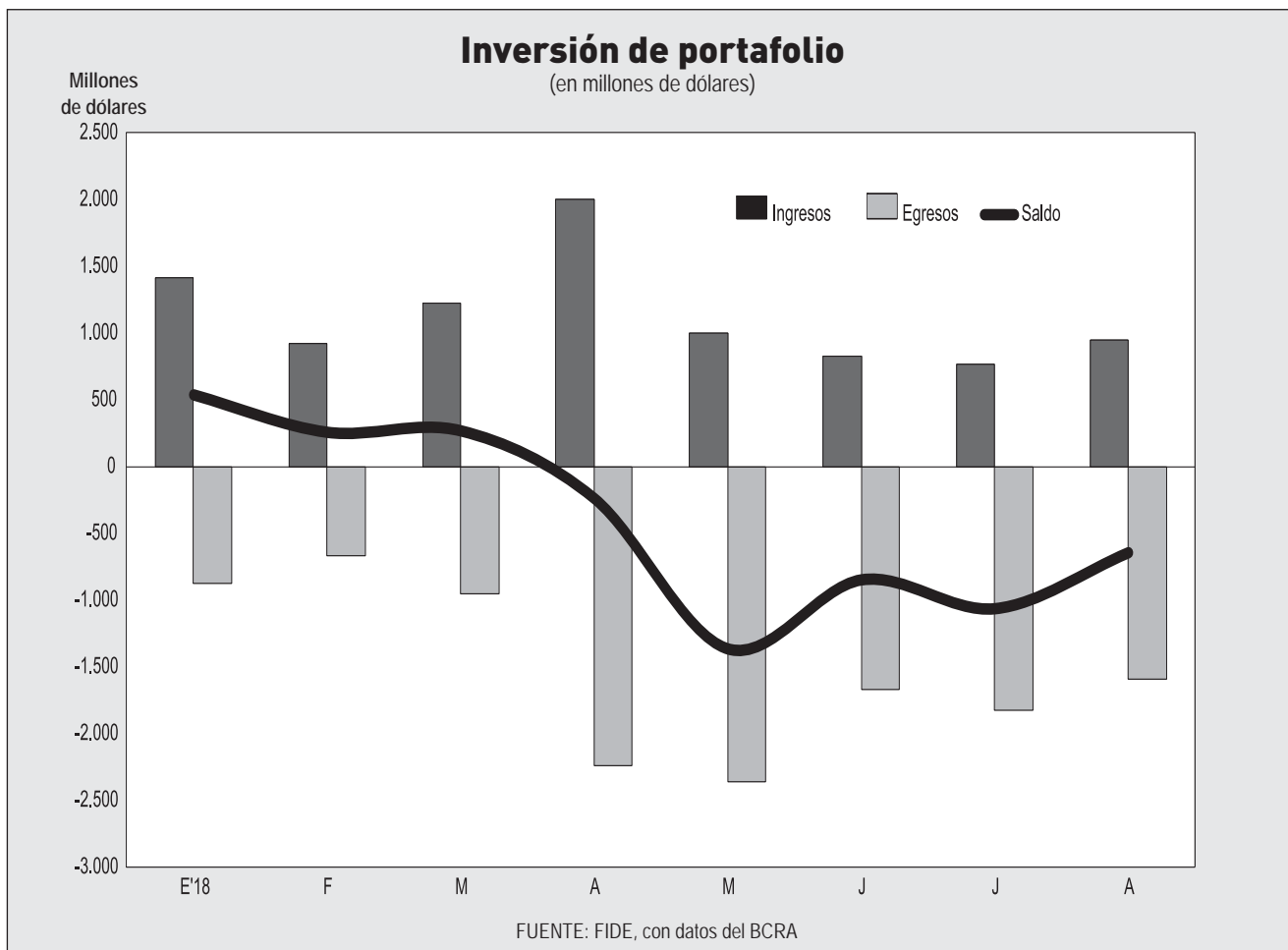
(en millones de dólares)

	2016	2017	8 meses'18
Deuda	67.822	61.256	57.492
Cobro de exportaciones	58.081	58.599	35.603
Venta de dólares residentes (FAE)	18.602	25.788	18.247
Inversión de portafolio	1.925	15.783	9.076
IED	2.605	2.580	1.411

FUENTE: FIDE, con datos del BCRA.

El núcleo duro de la estrategia oficial para frenar la corrida desde el peso al dólar pasa por dejar que la tasa de interés suba todo lo que sea necesario, para que los "inversores" financieros sigan apostando un tiempo más a la operatoria de carry trade.

Se trata de un monto que luce escaso para lidiar contra desbordes cambiarios. En realidad, el núcleo duro de la estrategia oficial para frenar la corrida desde el peso al dólar pasa por dejar que la tasa de interés suba todo lo que



sea necesario, para que los “inversores” financieros sigan apostando un tiempo más a la operatoria de *carry trade*.

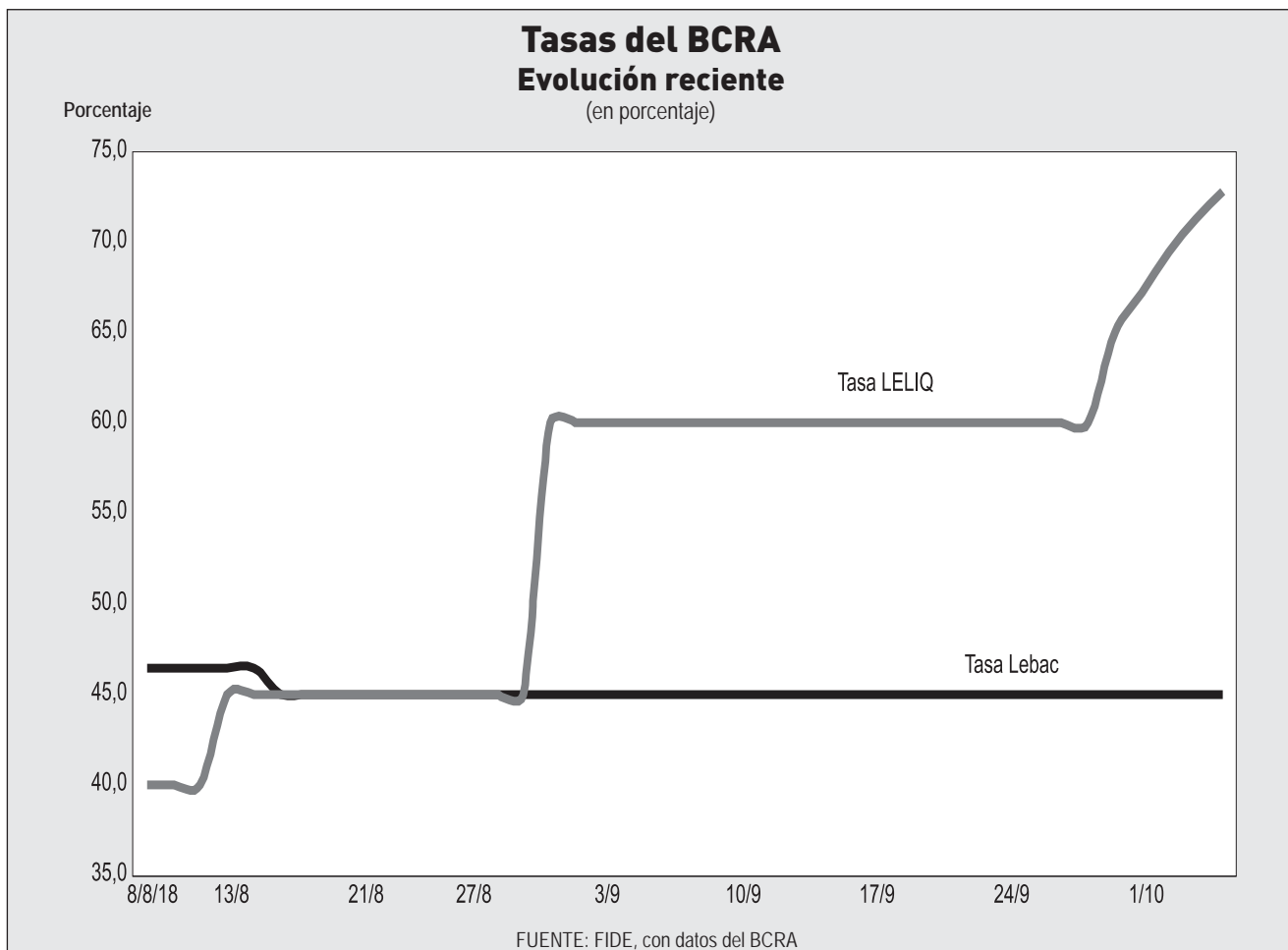
La opción del Ejecutivo de asumir deuda en dólares para financiar gasto en pesos constituye una de las distorsiones más graves impulsadas por la política económica oficial. El haber reemplazado deuda intra sector público por financiamiento con el sector privado constituye otra decisión que aumentó innecesariamente la exposición del sector público a las condiciones de mercado, restando capacidad soberana al Estado nacional.

En la primera semana de octubre, esta nueva orientación llevó a un salto del rendimiento de las LELIQ hasta máximos del 74%. Se trata, pues, de una estabilidad cambiaria frágil, sostenida por un nivel de tasas de interés a todas luces

indefendible. La inconsistencia de esta política con la lógica ortodoxa que guía el accionar del Gobierno no reside en sus efectos recesivos, sino más bien en el impacto expansivo en términos monetarios (se trata de *stocks* de pasivos del BCRA que crecen a ritmos del 100% anual) y el enorme costo cuasi fiscal que engrosa el desequilibrio financiero del sector público.

No cabe duda de que el nuevo respaldo de la comunidad financiera internacional al Gobierno argentino alivia el frente externo para el 2019. Sin embargo, ello no significa ignorar la enorme precariedad de una eventual *pax cambiaria*. Subyace una postergación de los problemas de solvencia fiscal y externa que heredará el próximo Gobierno constitucional. En el capítulo del Proyecto de Presupuesto 2019 referido al endeudamiento público, el Poder Ejecutivo estima un incremento de 30 puntos (del 57% al 87% del PIB) para esta variable y de casi 23 puntos en la deuda neta (excluida la intra sector público), que subiría del 29% al 52% del PIB. Vale la pena recordar que esta última relación apenas alcanzaba al 18,5% en noviembre de 2015.

La opción del Ejecutivo de asumir deuda en dólares para



financiar gasto en pesos constituye una de las distorsiones más graves impulsadas por la política económica oficial. El haber reemplazado deuda intra sector público por financiamiento con el sector privado constituye otra decisión que aumentó innecesariamente la exposición del sector público a las condiciones de mercado, restando capacidad soberana al Estado nacional.

la conducción económica insiste con la misma cantinela: “*el BCRA verá facilitada su lucha contra la inflación, al no tener que proveer financiamiento monetario al Tesoro*”. Claro está: ese fondeo potencial a tasa cero será reemplazado por deuda con el sector privado, abultando aún más la cuenta de intereses dentro del gasto total.

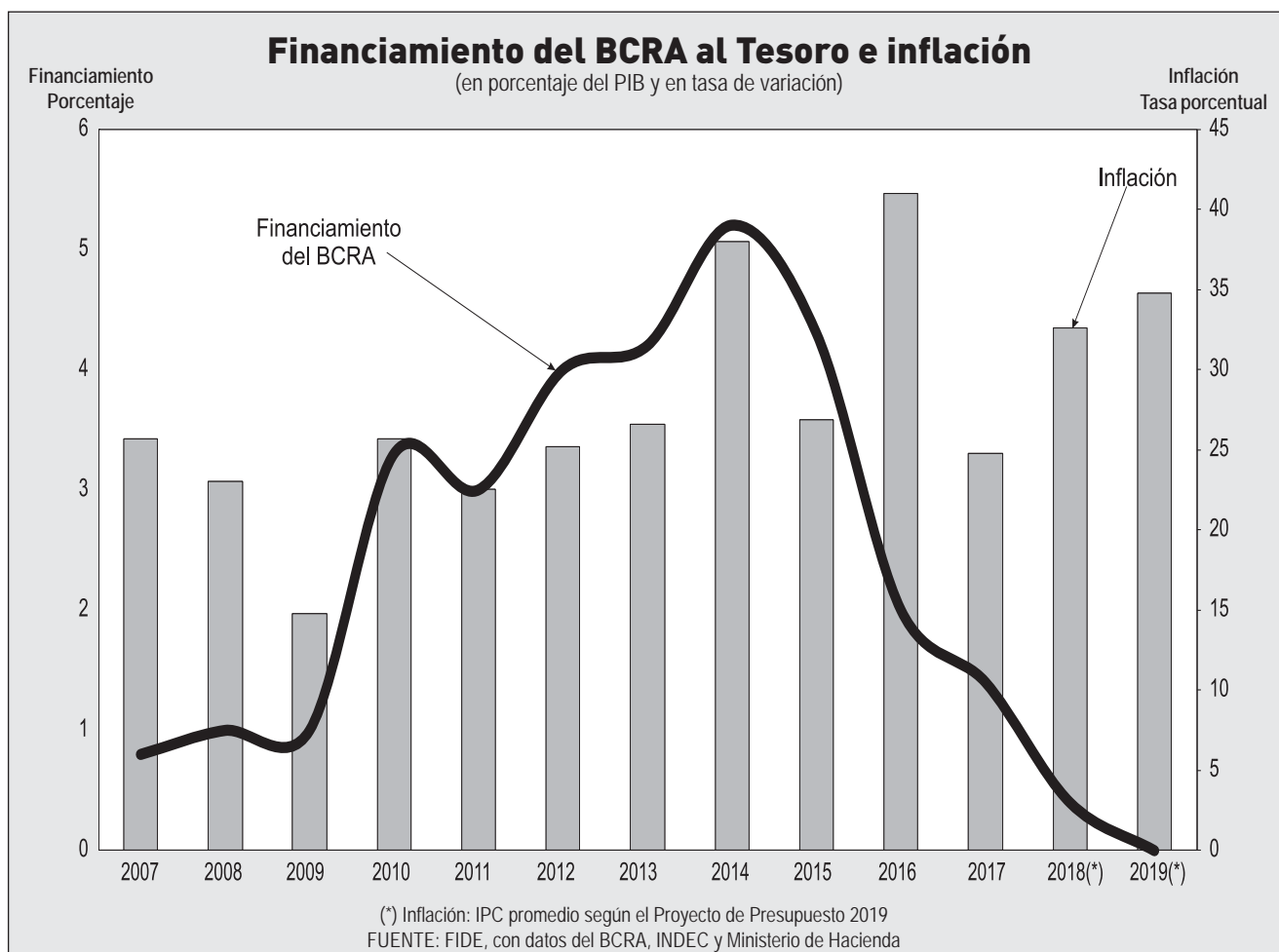
En el dudoso escenario de que el año próximo se alcanzara un déficit primario “cero”, el desequilibrio público total ascendería al 3,2% del PIB, conformado íntegramente por intereses de la deuda. Este rubro aumentaría en el equivalente a 2 puntos del PIB en relación al nivel que registraba a fines de 2015.

La falacia del “déficit cero”

El drástico recorte del gasto primario, reconocido como uno de los más severos en su largo historial de programas de ajuste, corona la estrategia del FMI. Como mencionamos, desde la lógica ortodoxa, la contracción de la actividad económica resulta funcional al objetivo de forzar un cambio de signo en el resultado de la balanza comercial y desinflar las presiones inflacionarias. Ambas “desgracias con suerte” están descriptas en el informe elaborado por el FMI en junio último.

A pesar de que la realidad desmiente una y otra vez la relación directa entre el financiamiento del BCRA al Tesoro y la inflación, en el mensaje de elevación del Presupuesto

El Proyecto de Presupuesto 2019 refleja con elocuencia los cambios operados en la composición de las cuentas públicas en el marco de una lógica económica que ha



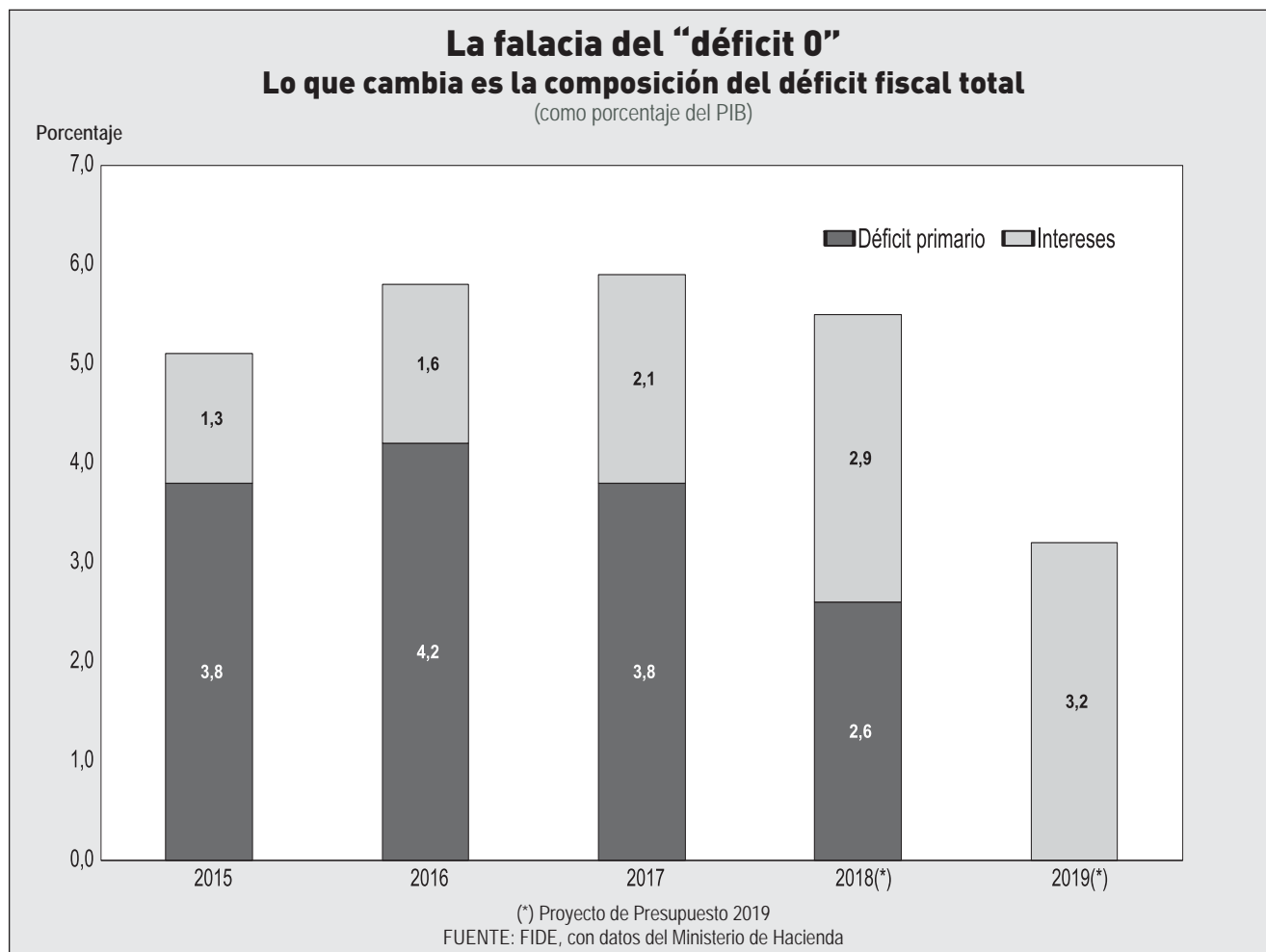
impulsado un fenomenal proceso de valorización financiera. La predominancia adquirida por los intereses de la deuda queda más en evidencia frente al fuerte ajuste del gasto primario que el FMI le reclama a la Argentina como prenda de cambio para aumentar y acelerar los desembolsos de su asistencia financiera. En el dudoso escenario de que el año próximo se alcanzara un déficit primario “cero”, el desequilibrio público total ascendería al 3,2% del PIB, conformado íntegramente por intereses de la deuda. Este rubro aumentaría en el equivalente a 2 puntos del PIB (lo que representa, aproximadamente, unos 9.200 millones de dólares) en relación al nivel que registraba a fines de 2015. Se trata, como mencionamos, de otra manifestación de la fantástica redistribución de los recursos públicos desde la esfera real de la economía (producción y trabajo) hacia la financiera.

Cabe señalar que estos resultados subestiman el nivel real del déficit financiero del sector público, ya que no incluyen el desequilibrio cuasi fiscal que genera el BCRA en el ejercicio de su política monetaria. Así como en su momento la burbuja financiera que se fue armando en torno a las LEBAC sumó anualmente pagos de intereses por parte del

BCRA equivalentes al 2% del PIB, en el nuevo programa monetario las letras de liquidez (LELIQ), que solo pueden ser suscriptas por los bancos, han pasado a constituirse en otra fuente crítica de déficit cuasi fiscal. Con el agravante de que la tasa de interés ya no tiene techo y el BCRA solo convalida los niveles impuestos por el mercado para seguir un tiempito más valorizando su capital en colocaciones en pesos.

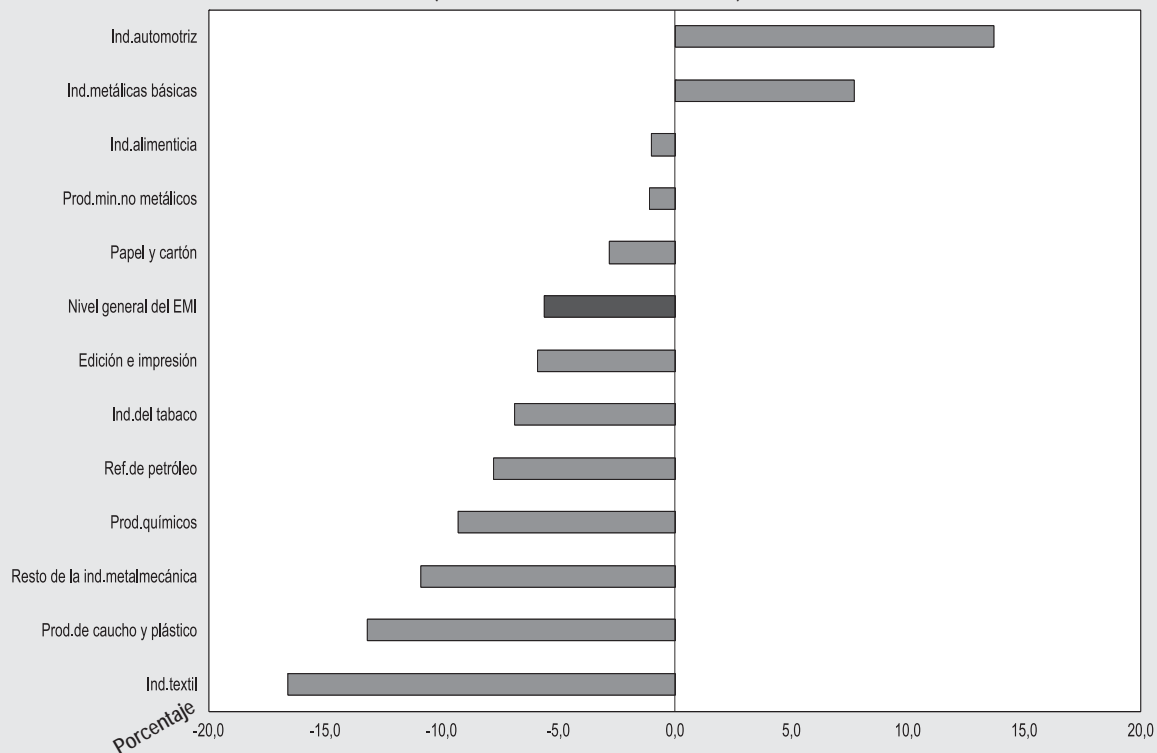
En sólo tres días se colocaron aproximadamente 280.000 en LELIQ a una tasa mensual del 6%, generándose pagos de intereses en solo un mes por 17.000 millones de pesos. Ese monto equivale al 80% del recorte previsto en el Presupuesto 2019 para los subsidios al Transporte, cuya contracara será un nuevo reajuste en las tarifas.

En la primera semana de octubre las tasas impuestas en las licitaciones promediaron el 70%. No solo se consolida



Estimador mensual industrial (EMI) Nivel general y bloques. Agosto 2018

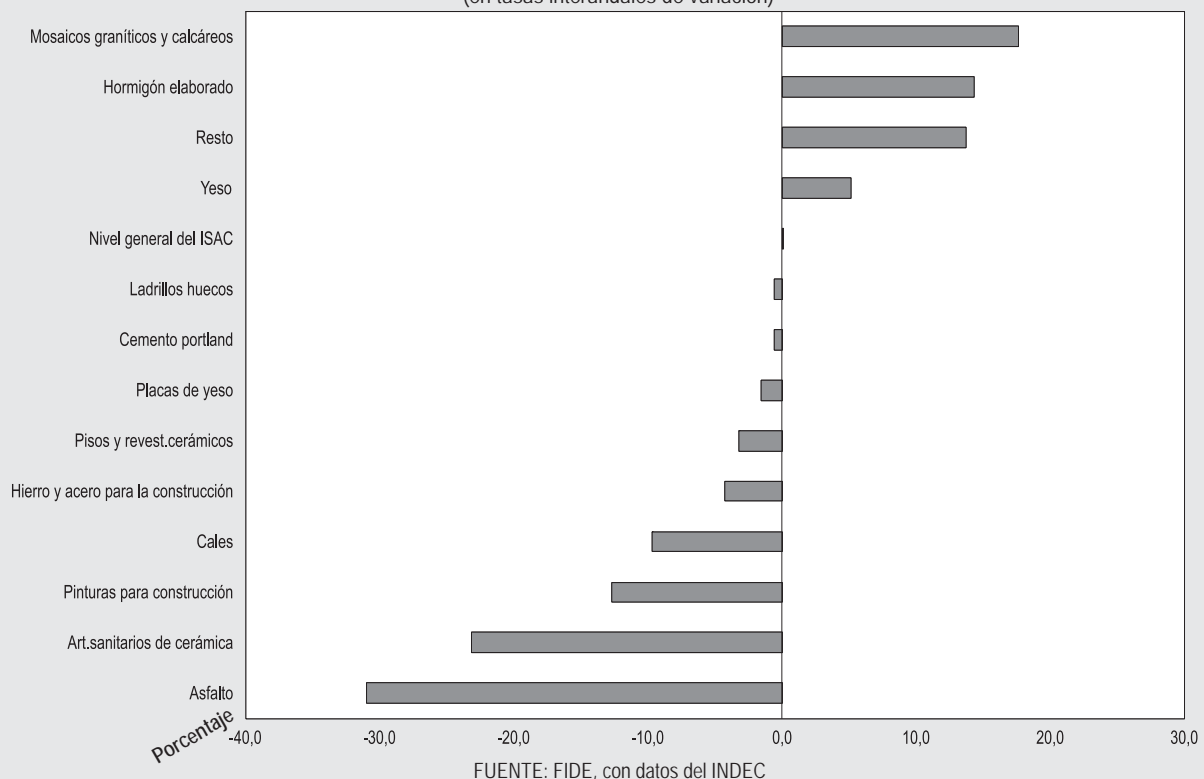
(en tasas interanuales de variación)



FUENTE: FIDE, con datos del INDEC

Indicadores de la actividad de la construcción (ISAC) Nivel general y bloques. Agosto 2018

(en tasas interanuales de variación)



FUENTE: FIDE, con datos del INDEC

la redistribución de ingresos públicos hacia el capital financiero, sino que también se vuelve a generar una fenomenal fuente de emisión monetaria hacia adelante.

El carácter fuertemente recesivo del ajuste fiscal propuesto es subestimado por la conducción económica, que apuesta a una caída del 0,5% del PIB para el año 2019. Esta hipótesis luce inconsistente, entre otras cosas, por el agravamiento de la recesión que se está verificando en el segundo semestre de este año. Esta dinámica también se proyecta sobre el crecimiento del año próximo, con un efecto arrastre negativo en torno al 2,5%.

Para tener una idea de la dimensión alcanzada por la transferencia de ingresos hacia el sistema financiero que garantiza la política del BCRA, cabe advertir que en sólo tres días se colocaron aproximadamente 280.000 en LELIQ a una tasa mensual del 6%, generándose pagos de intereses en solo un mes por 17.000 millones de pesos. Ese monto equivale al 80% del recorte previsto en el Presupuesto 2019

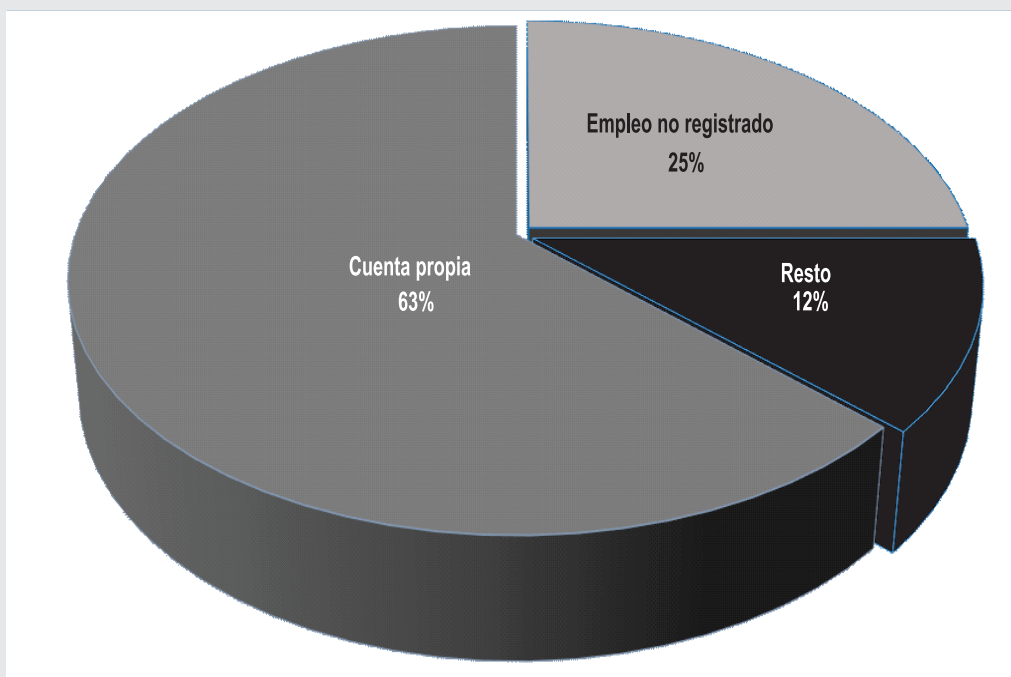
para los subsidios al Transporte, cuya contracara será un nuevo reajuste en las tarifas.

Cuando se analizan los rubros del gasto sobre los cuales el Gobierno propone realizar los mayores ajustes, las transferencias a las provincias, los subsidios económicos y la inversión pública se colocan a la cabeza. En todos esos casos se proponen recortes nominales respecto al gasto de 2018, lo que supone pérdidas reales en torno al 31% y 38%. En el caso de la inversión en infraestructura, el nivel proyectado resulta, en términos del PIB, el más bajo de los últimos 15 años. El único componente del gasto que no cae en términos reales es el de las jubilaciones, dado que su actualización está atada predominantemente a la inflación. En el otro extremo, los intereses de la deuda aumentan un 10% en términos reales.

El carácter fuertemente recesivo del ajuste fiscal propuesto es subestimado por la conducción económica, que apuesta a una caída del 0,5% del PIB para el año 2019. Esta hipótesis luce inconsistente, entre otras cosas, por el agravamiento de la recesión que se está verificando en el segundo semestre de este año. Esta dinámica también se proyecta sobre el crecimiento del año próximo, con un efecto arrastre negativo en torno al 2,5%. En ambos casos, las hipótesis de crecimiento de la recaudación

Modalidad de puestos de trabajo creados entre los segundos trimestre de 2017 y 2018

(en porcentaje del total)



FUENTE: FIDE, con datos del CETyD

se muestran optimistas. Cabe advertir que, entre los riesgos macroeconómicos que presenta el Proyecto de Presupuesto, se estima que una caída adicional del 1% del PIB afectaría los ingresos tributarios en el equivalente en 0,5% del PIB.

Si el programa impuesto por el FMI insiste en la libre flotación, también condiciona la viabilidad de la hipótesis de inflación —del 34,8% promedio (por la inercia de 2018), bajando al 23% hacia fines del año—. Si bien la parte substancial de los aumentos tarifarios se materializó este año, la dolarización de los precios de la energía tiene impactos difundidos frente a un eventual encarecimiento de la divisa. Algunos de esos ajustes aún están pendientes de ser trasladados a las boletas de los consumidores. Ese escenario convivirá inevitablemente con la acentuación de la puja distributiva para corregir, aunque sea parcialmente, la fuerte pérdida acumulada por los salarios en 2018.

Menos empleo y más precario

El cambio operado en la distribución funcional del ingreso constituye un dato relevante del panorama económico-social de 2018. La devaluación del peso constituyó el mecanismo principal para vehicularlo. La caída de la masa salarial estuvo asociada, fundamentalmente, al recorte real en la remuneración al trabajo, pero también se vio afectada por los cambios operados en la composición de los puestos

de trabajo generados en estos años. De acuerdo a los datos elaborados por el CETyD, alrededor del 90% de los nuevos empleos creados durante el último año fue precario; esto es, en la forma de trabajadores que se desempeñan en la informalidad o aquéllos que realizan tareas como cuentapropistas (monotributistas).

La devaluación del peso constituyó el mecanismo principal para vehicular el cambio en la distribución funcional del ingreso. La caída de la masa salarial estuvo asociada, fundamentalmente, al recorte real en la remuneración al trabajo, pero también se vio afectada por los cambios operados en la composición de los puestos de trabajo generados en estos años. Alrededor del 90% de los nuevos empleos creados durante el último año fue precario; esto es, en la forma de trabajadores que se desempeñan en la informalidad o monotributistas.

Los datos recientemente difundidos por el INDEC, correspondientes al segundo trimestre del año —momento en el cual todavía no se habían desplegado plenamente los impactos recesivos de la crisis monetaria-cambiaria—, ya reflejaban un deterioro en prácticamente todos los indicadores del mercado de trabajo: casi 2.700.000 personas (poco más de la quinta parte de la población económicamente activa) atravesaba severos problemas de empleo. Por su parte, la información del Ministerio de Trabajo, que llega hasta el mes de julio, confirma la acentuación de esas tendencias. Desde febrero de este año el empleo registrado en el sector privado viene reduciéndose de manera sostenida, acumulando en los siete primeros meses del año una retracción del 1%. De acuerdo al último informe del CETyD, se trata de la caída más fuerte ocurrida en períodos post devaluación recientes (2014 y 2016).

Otro fenómeno relevante que surge de dicho informe es el referido a la dinámica de despidos-incorporaciones de personal de las empresas, donde se señala que la contracción del empleo se nutre no solo de los despidos, sino también del desplome de las incorporaciones de nuevos trabajadores, que muestra la tasa más baja desde la crisis de 2002. Esto quiere decir que las empresas no contratan personal nuevo para ocupar las vacantes que se producen naturalmente, por jubilación, cambio de empleo o retiro del mercado de trabajo.

Mercado del trabajo Indicadores seleccionados

(en porcentaje)

	II trim.'17	II trim.'18	Var.p.p
Actividad	45,4	46,4	1,0
Empleo	41,5	41,9	0,4
Desocupación	8,7	9,6	0,9
Ocupación demandante	14,7	16,0	1,3
Subocupación	11,0	11,2	0,2
Subocupación demandante	7,4	7,7	0,3
Subocupación no demandante	3,6	3,5	-0,1
Desocupación			
Mujeres	9,5	10,8	1,3
Varones	8,2	8,7	0,5
Desocupación jóvenes			
Mujeres	19,8	21,5	1,7
Varones	15,4	17,3	1,9

FUENTE: FIDE, con datos del INDEC.

Conjuntamente con la disminución del empleo pleno, dado que viene aumentando la subocupación, la encuesta del INDEC también registró un incremento de los ocupados demandantes, esto es de aquellas personas que tienen empleo pero buscan activamente otra ocupación.

Estos datos captan solo parcialmente los impactos de un programa con el FMI que ajustará inevitablemente sobre la economía real y las condiciones del mercado de trabajo. El alcance de ese ajuste trasciende el frente fiscal y avanza también sobre la política monetaria-cambiaria y de ingresos. La conflictividad social constituye un dato inherente a este modelo. El paro de fines de septiembre expresa el amplio malestar de la sociedad con el modelo en curso.

Se trata de otra expresión del mencionado fenómeno de

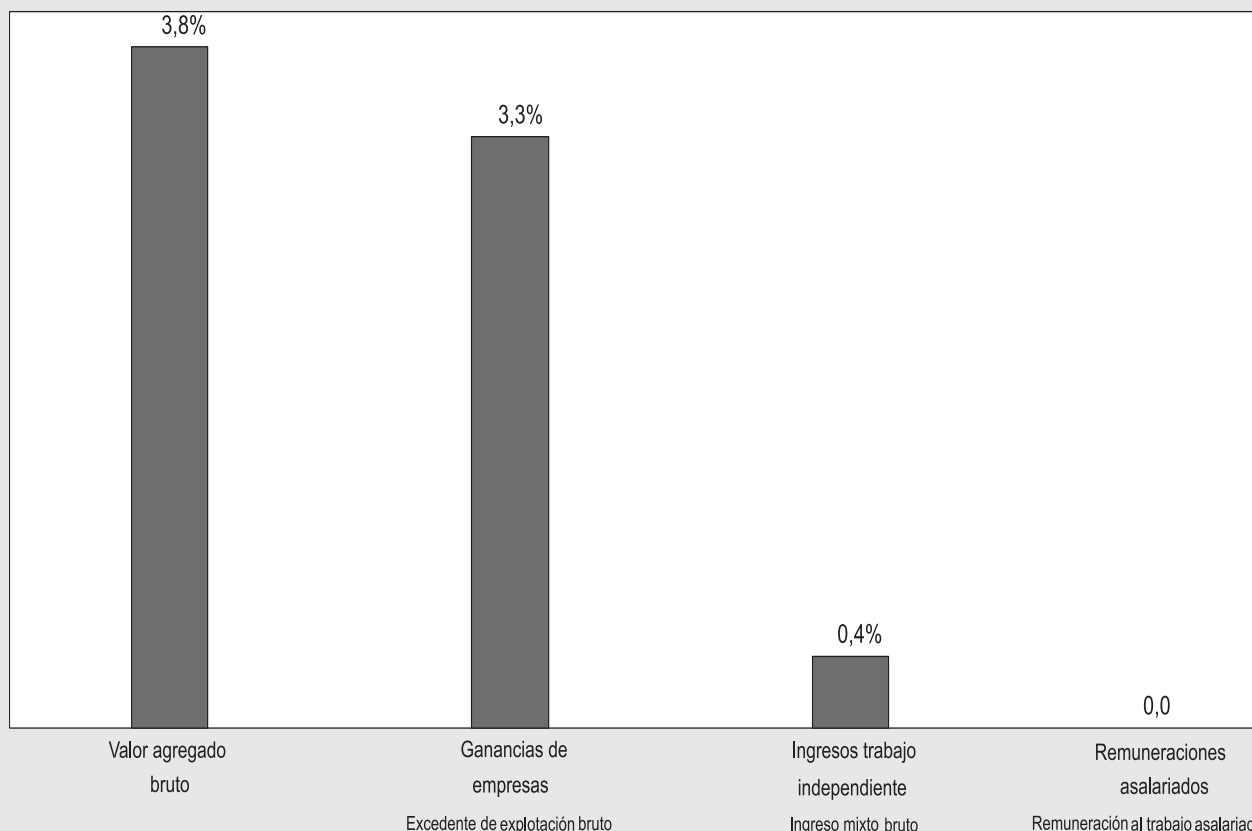
pérdida de calidad de los puestos de trabajo. Finalmente cabe mencionar que aumentó la tasa de empleo no registrado, ubicándose en los niveles más altos de los últimos cinco años.

Estos datos que venimos analizando ya son viejos y captan solo parcialmente los impactos de un programa con el FMI que ajustará inevitablemente sobre la economía real y las condiciones del mercado de trabajo. Como ya mencionamos, el alcance de ese ajuste trasciende el frente fiscal y avanza también sobre la política monetaria-cambiaria y de ingresos.

La conflictividad social constituye un dato inherente a este modelo. La movilización y el paro generalizado convocados por las organizaciones sociales y sindicales a fines de septiembre expresan el amplio malestar de la sociedad con el modelo en curso. Estos actores están condensando reclamos y espacios de contención y confrontación frente a una dirigencia política dispersa y que no logra sintetizar una oposición consistente.

Evolución real de los ingresos de los factores de producción I trimestre '16/I trimestre '18

(en tasas de variación)



FUENTE: FIDE, con datos del CETyD

Consolidación fiscal y resultado de la cuenta corriente

El Informe de política Monetaria publicado en el mes de julio por el BCRA presenta un apartado que discute la relación entre ajuste fiscal y resultado de la cuenta corriente¹.

El artículo comienza con un par de párrafos que resumen los argumentos tradicionales del Gobierno para explicar la crisis: pesada herencia, ajuste gradual, endeudamiento externo para garantizar la “transición” a un déficit fiscal menor, aumento de la tasa de interés internacional, pérdida de “apetito” de los inversores internacionales por los activos argentinos y programa con el FMI como una tabla de salvataje para “*poder sostener una reducción paulatina de los desequilibrios fiscales y externos*”. A continuación, los técnicos del BCRA se preguntan: ¿en qué medida el ajuste fiscal —ellos lo llaman *la nueva trayectoria de convergencia fiscal*— afectará la dinámica de la cuenta corriente?

El argumento principal del BCRA es que los procesos de ajuste fiscal traen aparejada una mejora en el resultado de la cuenta corriente. El mecanismo que explica esta causalidad es relativamente sencillo: el ajuste del gasto público retrae el nivel de actividad que, a su vez, reduce el nivel de las importaciones y mejora el saldo comercial y, por lo tanto, afecta positivamente el saldo de la cuenta corriente.

La relación entre el nivel de actividad y las importaciones es cierta, y se verifica en el caso argentino. De hecho, las

Cecilia Todesca Bocco

Consejo Directivo FIDE

compras al resto del mundo ya han registrado el impacto de la crisis, como consecuencia del efecto combinado del aumento del tipo de cambio y de la caída en el nivel de actividad. Sin embargo, bien vale discutir el argumento principal del artículo del BCRA: el problema de la economía argentina es el déficit fiscal; si se equilibran las cuentas del sector público, la economía argentina recuperará el equilibrio y volverá a crecer.

Se trata de un diagnóstico errado. Desde fines del 2011 la economía argentina viene experimentando un estrangulamiento creciente del sector externo. Esta falta estructural de dólares es la resultante de varios factores, que interactúan permanentemente. Por un lado, se vincula a la vigencia de una estructura productiva primarizada, desintegrada industrialmente, heterogénea, y con brechas tecnológicas y de productividad profundas en relación con la dinámica de los países centrales. Por otro lado, el fenómeno de atesoramiento de los argentinos ha alcanzado dimensiones macroeconómicas, ya que la magnitud de la fuga es tal que la economía funciona, en la práctica, con dos monedas. Para tener una idea de la relevancia del fenómeno, desde inicios de los años '90 (momento a partir del cual existen datos) el promedio anual de fuga ha sido, con independencia de la ideología de los gobernantes, equivalente al 3% del PIB. Finalmente, cabe mencionar el peso de los servicios de la deuda externa, que en menos de un año han vuelto a posicionarse como un elemento relevante de la restricción externa argentina.

A partir de la asunción del actual Gobierno, la cuenta capital y el mercado cambiario fueron liberados completamente. No hubo gradualismo, se trató de una política de *shock*. Las autoridades económicas esperaban que, como producto del desmantelamiento de las regulaciones y una integración total con el resto

del mundo, la oferta y la demanda de dólares alcanzarían un nuevo equilibrio.

Al momento de liberalizar el mercado cambiario, las autoridades pronosticaron que, dado que la mayor parte de las operaciones ya se realizaban al tipo de cambio ilegal, el impacto sobre la inflación sería menor. El resultado es conocido, la tasa de inflación anual alcanzó el 40%. De acuerdo con las proyecciones oficiales, en un entorno de “libertad” el *shock* de confianza también supondría un ingreso masivo de inversiones reales, que encauzaría a la economía argentina en un sendero de crecimiento sostenido. Nada de esto se ha verificado. El mercado cambiario no es ni se comporta como cualquier otro mercado y el impacto de los movimientos del tipo de cambio sobre el desempeño de otras variables macroeconómicas (inflación, por ejemplo) es determinante.

El problema más importante de la economía argentina es la falta estructural de dólares. Para dar respuesta a esta “falta”, el Gobierno se embarcó en un fenomenal proceso de endeudamiento externo que implicó, en un período de apenas tres años, un incremento de la deuda pública del 57% al 87% del PIB². Una parte significativa de esta deuda está expresada en moneda extranjera.

Mientras tanto, la conducción económica fue desarticulando los mecanismos de financiamiento intra-sector público (especialmente en el caso del BCRA), para reemplazarlos con más endeudamiento con terceros. En forma paralela, embarcó a la economía en su conjunto en la dinámica de un proceso de *carry trade* que terminó con una bola inconmensurable de LEBACs (antes) y LECAPs (ahora). El desarme de estas posiciones en pesos se suma a la exigencia de renovación de los títulos de corto plazo denominados en moneda extranjera (LETES). En conjunto, la situación representa una verdadera espada de Damocles. Todas estas decisiones fueron justificadas en la creencia —tozuda, por cierto— de que la única variable explicativa de la inflación es la emisión de moneda.

El combo ha resultado —como ya es evidente para propios y ajenos— completamente inconsistente e insostenible. Las opciones de política que el Gobierno propone para superar la crisis resultarán tan inútiles como todo lo que se ha hecho hasta ahora. El problema sigue siendo el inmenso estrangulamiento del sector externo, que ahora suma un problema adicional: el incremento explosivo de los intereses y las amortizaciones de la nueva deuda. Las autoridades insisten, sin embargo, con el recorte fiscal. Y pretenden justificarlo como la

única vía posible para resolver los problemas del sector externo. En esta lógica fallida se inscribe la retórica del BCRA.

Para resumir: el ajuste fiscal sin dudas tendrá un impacto contractivo sobre las importaciones que mejorará el saldo comercial, promoviendo junto a la reducción de los gastos turísticos un mejor resultado de la cuenta corriente. Sin embargo, la cuenta de intereses y amortizaciones continúa en aumento: las cifras presentadas por el Gobierno en las negociaciones del *segundo acuerdo* con el FMI —en junio se firmó el primer acuerdo y en septiembre ya estamos negociando la segunda versión— indican un resultado equilibrado para el déficit primario (0%) para el año 2018, con un déficit financiero del 3,3% del PIB. El atesoramiento, por su parte, se ha incrementado de forma tal que, durante los primeros ocho meses del año, representa el principal factor de demanda de divisas, superando incluso la factura total por importaciones para el mismo período³.

Es el estrangulamiento externo, financiado irresponsablemente con deuda en moneda extranjera con privados, lo que nos trajo hasta aquí. El resultado fiscal también se ha visto afectado por esta lógica: hemos vuelto a tener un peso importante de intereses y amortizaciones. El ajuste fiscal que propone el Gobierno como la solución mágica a todos los problemas supondrá una reconfiguración del gasto profundamente recesiva —en la línea de aquello que las autoridades describen como un “país normal”—, pero de ningún modo desarticula la bomba que significa el estrangulamiento externo.

La solución sigue siendo el desarrollo de la estructura productiva y el establecimiento de controles en la cuenta capital, tanto para evitar los vaivenes de los capitales golondrina como para “ponerle el cascabel al gato” de la fuga. Se trata, por supuesto, de una salida política antes que económica que implica un acuerdo amplio en torno a los objetivos de largo plazo de la sociedad en su conjunto.

La teoría de la austeridad expansiva

El apartado publicado por el BCRA se inscribe en la tradición de una serie de artículos y modelos que se inician hacia principios de la década del ‘90 que se conocen como la “teoría de la austeridad expansiva”⁴. Estas ideas se desarrollaron con el objetivo de demostrar que las políticas de estímulo fiscal podían resultar ineficaces para recuperar el nivel de actividad, al tiempo

que ponían en riesgo el equilibrio fiscal y la solidez del sistema financiero. Se trata de una corriente que sostiene que las políticas keynesianas de expansión fiscal podrían, en realidad, no solo ser ineficaces en términos del crecimiento, sino que además podrían deteriorar otros parámetros relevantes.

De acuerdo con sus promotores, el camino correcto es encarar la famosa “consolidación fiscal”. Postulan que “un proceso de ajuste fiscal bien diseñado” puede estimular el consumo y la inversión privada a través de tres canales fundamentales. El primer impacto positivo de un ajuste fiscal sobre la economía se explicaría simplemente como producto de las “expectativas” positivas que se generarían en los agentes frente a una política de austeridad fiscal (canal de las expectativas); el segundo canal se refiere a la mejora de las finanzas públicas también como consecuencia de una mayor confianza por parte de los inversores (canal financiero). Por último, el tercer canal se manifiesta a través de la “devaluación interna” provocada por la caída del salario real del sector público, que implicaría una mejora de la competitividad y, eventualmente, un aumento de las exportaciones (canal externo).

Expresado de forma más sencilla, la lógica de la doctrina de la *austeridad expansiva* es la siguiente: el Estado gasta menos, los inversores leen el ajuste fiscal como una buena noticia y se produce un *shock* de confianza. A ese *shock* le sigue un flujo positivo de fondos y, como producto de un tipo de cambio mucho más elevado, se recuperan las exportaciones. En conjunto, la economía se expande por el *shock* de confianza y el flujo positivo de fondos y se produce una mejora en la cuenta corriente del balance de pagos por la reacción positiva de las exportaciones.

Distintos estudios ponen en tela de juicio la verdadera ocurrencia de los tres canales⁵. En particular, la idea del *shock* de confianza en un contexto de ajuste fiscal, especialmente si el ajuste es prolongado. Tampoco se verifica una relación lineal entre la tasa de interés y el comportamiento de los mercados financieros y, por último, existen dudas sobre la “sensibilidad” de las exportaciones netas frente a un proceso de depreciación de la moneda.

Otro aspecto que los críticos de la teoría de la “austeridad expansiva” señalan se refiere al efecto de una contracción de la inversión pública, en un escenario de astringencia fiscal. Si el ajuste fiscal prevé una reducción en la inversión pública, la competitividad de la economía seguramente se verá afectada, lo que implicaría un punto

de partida más complicado para el esperado repunte de las exportaciones.

En resumidas cuentas, es posible esperar que un proceso de ajuste fiscal achique el desequilibrio de la cuenta corriente. Este resultado se explica, fundamentalmente, por la contracción de las importaciones, producto de la caída en el nivel de actividad. Lo que no parece factible, en cambio, es que se materialicen las hipótesis expansivas. Parecería que los canales que podrían garantizarlas resultan de difícil cumplimiento. Así lo manifiestan los ejemplos de países como Grecia y Portugal (con anterioridad a cambiar por completo su enfoque macroeconómico en manos de un gobierno socialista), que se embarcaron en procesos recurrentes de ajuste fiscal con resultados prolongadamente lastimosos para el nivel de actividad económica.

Regresando al caso argentino, la doctrina de la *austeridad expansiva* difícilmente se compruebe. En cambio, estamos más cerca del ingreso a una etapa prolongada de contracción muy importante en el nivel de actividad (del consumo y la inversión) y de una pulverización de los salarios, como consecuencia de la devaluación del peso (y su paso a precios). Se trata de una dinámica que no se resolverá con nuevos acuerdos con el FMI. No deberíamos confundir un período corto de *pax cambiaria*, producto de un nuevo ciclo de *carry trade*, con una situación de equilibrio.

Quizás algunos rememoren la recuperación, luego del estallido de la Convertibilidad, como un ejemplo que deja ver cierta luz al final del túnel. Aquella experiencia no resulta asimilable a la actual situación. A contrapelo de lo que sucedió en el 2002, esta vez quizás el rebote sí sea parecido al “salto del gato muerto”, como había caracterizado la número dos del FMI de aquel momento, Anne Krueger, la recuperación luego de la crisis del 2001. Las condiciones internacionales eran otras, el programa económico que se puso en marcha tuvo al mercado interno como norte y el país planteó un default masivo de su deuda. La comparación resulta bastante ociosa.

¹ <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM0718.pdf>, ver página 57.

² Cifras presentadas por el gobierno en el proyecto de Presupuesto 2019.

³ Datos del informe cambiario del BCRA.

⁴ En inglés se utiliza la sigla EAT por “Expansionary Austerity Theory”.

⁵ Ver, por ejemplo, el paper de Alberto Botta: <https://www.pos-tkeynesian.net/downloads/working-papers/PKWP1511.pdf>

ANÁLISIS DE LA COYUNTURA II

Restricción externa y fuga de capitales

El “bimonetarismo” como obstáculo

Una cuestión central en la discusión sobre el desarrollo está referida a la forma en que se genera el excedente económico, cuáles son sus fuentes, por quién es apropiado y cuál es su destino. En el caso particular de la Argentina, la dolarización de una parte substancial del ahorro producido internamente constituye un dato clave que contribuye a explicar no sólo el problema estructural de la restricción externa, sino también las dificultades para sostener niveles de formación de capital consistentes con las necesidades del desarrollo. En esta edición de **FIDE CyD** se presenta un reportaje a dos investigadores del CONICET radicados en las Universidades Nacionales de San Martín y General Sarmiento, que busca profundizar y complejizar esta problemática, enriqueciendo el debate en torno al “bimonetarismo” argentino.

Este fenómeno debe abordarse en el contexto más amplio de la globalización financiera, que ha hegemonizado el comportamiento de la economía mundial desde hace casi cuatro décadas. Esta nueva etapa del capitalismo ha empujado a muchas economías subdesarrolladas hacia una situación de “financiarización subordinada” que ha condicionado aún más los grados de autonomía para encarar el desafío del desarrollo. En la Argentina la fuga de capitales encarnada en el uso del dólar como reserva de valor ha pasado a constituir un componente clave de la restricción externa, que estructuralmente ha

condicionado las posibilidades de crecimiento sostenido del PIB, el empleo y la equidad distributiva. Cualquier proyecto político y económico que seriamente se proponga avanzar en la remoción de tal restricción externa no puede hacerse el distraído frente a la sangría de excedente que supone este comportamiento de una parte —reducida en términos relativos— de nuestra población (en torno a 1,2 millones de personas por mes y unos 3 millones aproximadamente por año).

Con picos relevantes en el año 2008 y 2011, el proceso de dolarización de ahorros se mantuvo presente a lo largo del Gobierno anterior. Pero a diferencia de las experiencias de fuga previas, durante esa etapa su contracara no fue el endeudamiento externo. Por el contrario, la Argentina se desendeudó de manera sensible; no sólo con los acreedores privados, sino también con el FMI: bien vale recordar que en el año 2005 se canceló la totalidad de los pasivos contraídos con dicho organismo.

La fuga aparece como un fenómeno que ha estado presente a lo largo de los últimos cuarenta años, sin hacer distinciones de signo político de los gobiernos y, peor aún, tampoco entre el origen dictatorial o democrático de los mismos. Cabe advertir que este proceso también estuvo presente en períodos de baja inflación y tipo de cambio estable, como el verificado durante la vigencia de la caja de conversión en la década de los '90.

Después de la implosión de la Convertibilidad siguió

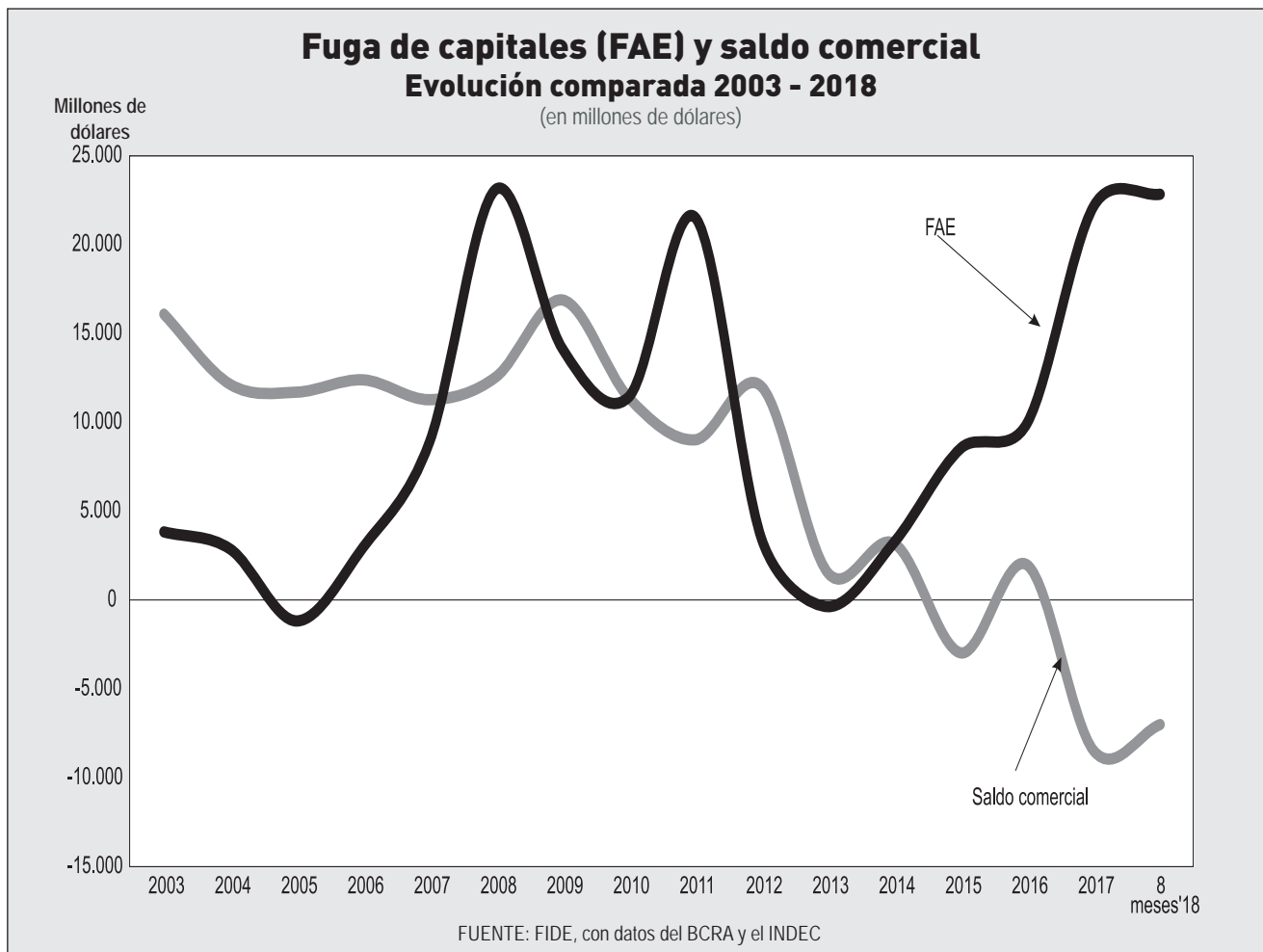
su curso. En efecto, con picos relevantes en el año 2008 y 2011, el proceso de dolarización de ahorros se mantuvo presente a lo largo del Gobierno anterior. Pero a diferencia de las experiencias de fuga previas, durante esa etapa su contracara no fue el endeudamiento externo. Por el contrario, la Argentina se desendeudó de manera sensible; no sólo con los acreedores privados, sino también con el FMI: bien vale recordar que en el año 2005 se canceló la totalidad de los pasivos contraídos con dicho organismo (un pago que en aquel momento sumó unos 9.800 millones de dólares, equivalentes a más de un tercio de las reservas internacionales).

Desde el año 2003 hasta el año 2011, cuando se comenzó a regular las compras de dólares con fines de atesoramiento, la fuga de capitales doméstica estuvo financiada con los superávits del comercio exterior. Durante ese período la formación de activos externos (como se define al canal más ancho de la fuga de capitales) fue equivalente al 77% de los saldos comerciales acumulados. Sus implicancias sobre la restricción externa fueron diferentes a los episodios en los cuales esa demanda de divisas fue cubierta con endeudamiento.

Tal distinción no significa ignorar que, si bien durante esos años no fue necesario tomar deuda ni tampoco sacrificar reservas internacionales para cubrir esa demanda de dólares, dicho drenaje de excedente evitó que el BCRA pudiera capturar esas divisas y aumentar en mayor proporción su posición de reservas.

En el marco de una política económica que guarda enormes similitudes con los ensayos neoliberales implementados entre la segunda mitad de los '70 y la implosión del régimen de Convertibilidad, en la actualidad la fuga de capitales exhibe las mismas características: su contrapartida es el endeudamiento externo. Desde el 2015 en adelante, el monto de las colocaciones de deuda pública en moneda extranjera acompañó el valor alcanzado por la dolarización de ahorros de las empresas y personas físicas locales.

Dicho en otros términos, una porción importante de



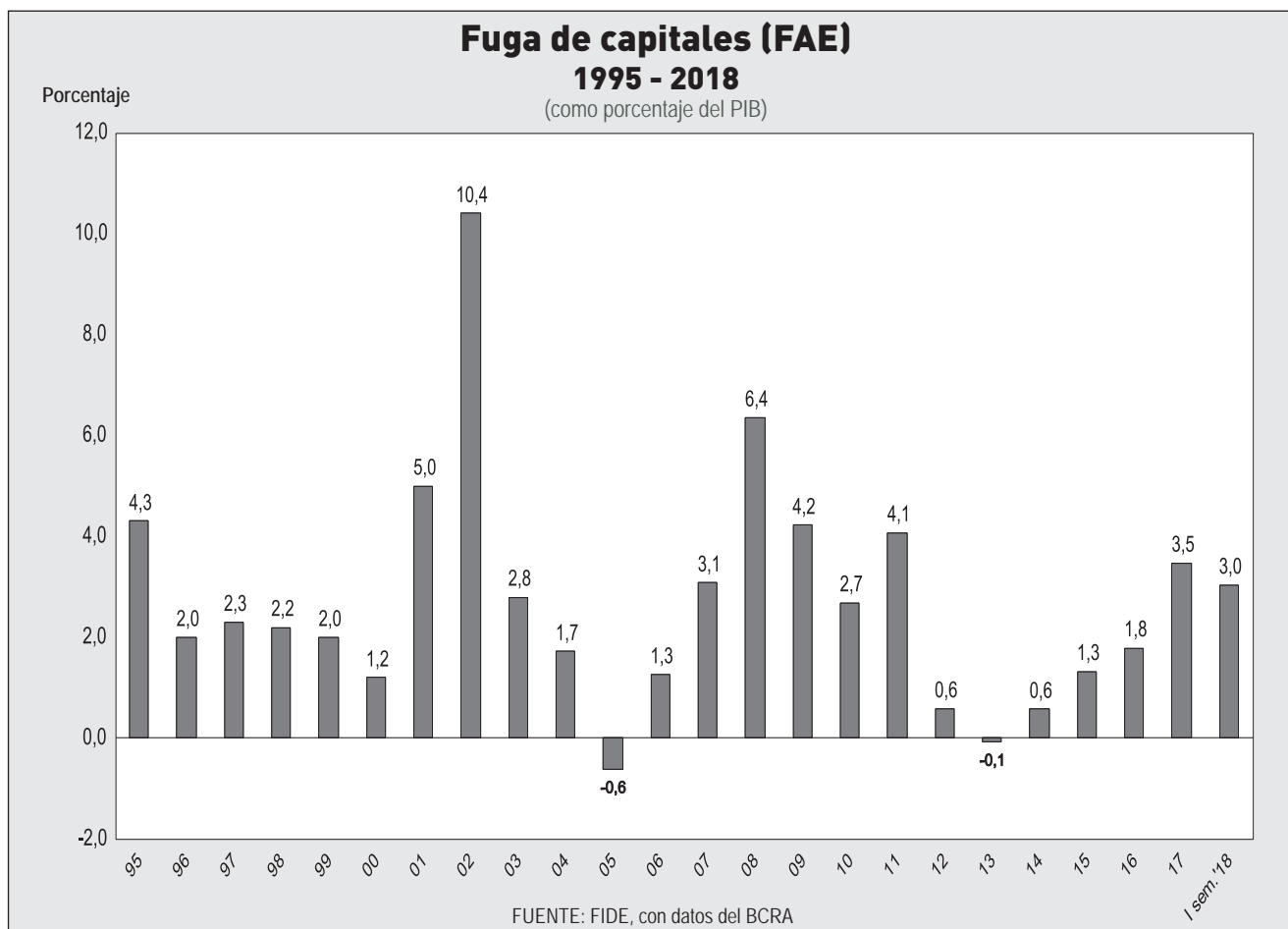
los sucesivos superávits comerciales que se generaron en ese período no pudo ser acumulada en el BCRA, sino que pasó a integrar los activos privados no financieros. Entre otras manifestaciones, este proceso se expresó en una insuficiente reinversión de utilidades de las grandes empresas que, al dolarizar una parte substancial de las mismas, debilitó el proceso de acumulación de capital doméstico.

No cabe descartar que, si continúan las presiones dolarizadoras, se desencadene un proceso de desmonetización que provoque efectos contractivos adicionales a los que ya está generando la fuerte restricción monetaria impuesta por la política del BCRA.

En el marco de una política económica que guarda enormes similitudes con los ensayos neoliberales implementados a partir de la segunda mitad de los '70 hasta la implosión del régimen de Convertibilidad a principios de este siglo, en la actualidad la fuga de capitales exhibe las

mismas características que entonces: su contrapartida es el endeudamiento externo. De hecho, desde el 2015 en adelante, el monto de las colocaciones de deuda pública en moneda extranjera acompañó, como la sombra al cuerpo, el valor alcanzado por la dolarización de ahorros de las empresas y personas físicas locales. La colocación de deuda bruta, incluyendo el primer desembolso del FMI, asciende a 90.385 millones de dólares, al tiempo que la fuga doméstica acumuló hasta agosto pasado un nivel equivalente a 111.934 millones de dólares.

Cualquier estrategia que se plantee recrear condiciones para la acumulación productiva no puede desentenderse de este fenómeno. Las consecuencias de la salida de capitales, entendida como expatriación del ahorro doméstico, tienen impactos económicos difundidos, ya que no solo disminuyen las posibilidades de inversión interna, sino que al exacerbar la restricción externa, también reducen los grados de libertad de la política monetaria y cambiaria. Tales circunstancias describen la encerrona en que se encuentra la actual política económica. No cabe descartar que, si continúan las presiones dolarizadoras, se desencadene un proceso de desmonetización que provoque efectos contractivos adicionales a los que ya está generando la fuerte restricción



monetaria impuesta por la política del BCRA.

De la fuga no se habla

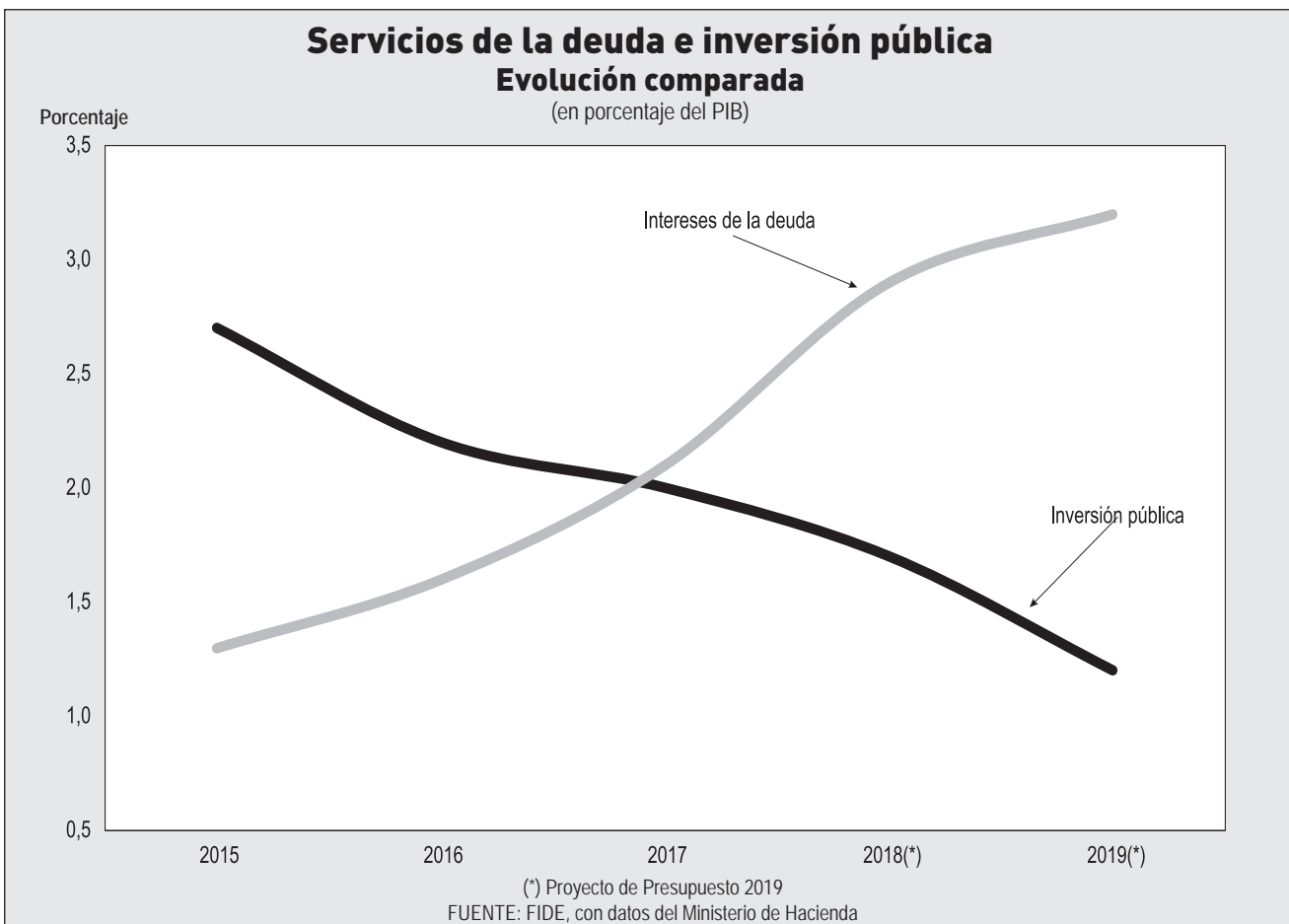
De acuerdo con el esquema del Gobierno, la recesión que forzaría una reducción del déficit de la cuenta corriente, el regreso de la confianza y los elevados rendimientos financieros que impulsarían el ingreso de capitales y la renovación de las LETES, y la ampliación de las líneas de asistencia financiera del FMI (y probablemente también del Banco Central de China) para fortalecer reservas, integran la constelación de factores necesarios para que en 2019 el proceso electoral transcurra sin cimbronazos cambiarios serios. En esta enumeración hay que incluir la no ocurrencia de *shocks* externos de magnitud, a los que la Argentina ha quedado, una vez más, muy expuesta.

Como se advierte, garantizar el equilibrio implica alinear varios astros. En el análisis se omite la cuestión de la fuga de capitales doméstica. El Gobierno no habla de este tema, aun cuando ha demostrado tener impactos fuertemente desestabilizadores. Para alcanzar el equilibrio sería necesario que el fenómeno del atesoramiento de los

argentinos se redujera sensiblemente. Llama la atención que ni el FMI ni los funcionarios oficiales asuman como un problema serio la dolarización de ahorros de los argentinos, fenómeno que no parece haberse interrumpido pese a la fuerte devaluación, que ha achicado sensiblemente los colchones de liquidez que pueden volcarse a la divisa.

Garantizar el equilibrio implica alinear varios astros. En el análisis se omite la cuestión de la fuga de capitales doméstica. El Gobierno no habla de este tema, aun cuando ha demostrado tener impactos fuertemente desestabilizadores. Para alcanzar el equilibrio sería necesario que el fenómeno del atesoramiento de los argentinos se redujera sensiblemente. Llama la atención que ni el FMI ni los funcionarios oficiales asuman como un problema serio la dolarización de ahorros de los argentinos.

La estrategia de reducir el fenómeno del atesoramiento por la vía de mega-devaluaciones no solo castiga brutal-



mente a la economía real, sino que, en períodos de gran incertidumbre e inestabilidad, ni siquiera resulta suficiente.

Contrariamente a lo que proyectaba el Gobierno cuando optó por eliminar todas las regulaciones cambiarias y del mercado de capitales, este fenómeno no solo no se revirtió, sino que se acentuó, al punto de transformarse, de acuerdo con los datos publicados por el BCRA, en la principal fuente de demanda de dólares durante lo que va del año 2018.

Contrariamente a lo que proyectaba el Gobierno cuando optó por eliminar todas las regulaciones cambiarias y del mercado de capitales, este fenómeno no solo no se revirtió, sino que se acentuó, al punto de transformarse, de acuerdo con los datos publicados por el BCRA, en la principal fuente de demanda de dólares durante lo que va del año 2018. Hasta agosto pasado, la formación de activos externos de los residentes (nombre técnico para definir el canal más ancho por el que transcurre la fuga de capitales en nuestro

país) ascendió a 41.063 millones de dólares en términos brutos, superando en un 30% los pagos en concepto de importaciones. Como mencionamos, el encarecimiento del dólar no ha hecho mella en esa conducta dolarizadora de los “inversores” locales, generando una demanda de dólares que promedia mensualmente los 5.500 millones. No cabe sorprenderse entonces frente al hecho de que, precisamente en tres meses, se consumieran prácticamente los 15.000 millones de dólares desembolsados por el FMI. ¿Cuál sería la razón por la cual los próximos desembolsos correrían un derrotero diferente?

Un dato novedoso de la dinámica reciente es que esos dólares adquiridos por los argentinos con fines de atesoramiento prácticamente no están volviendo al sistema financiero en la forma de depósitos. Se trata de una tendencia diferente a la registrada a partir de diciembre de 2015, cuando el nuevo Gobierno iniciaba una etapa de desregulación plena del mercado de cambios. A partir de esa fecha, de la mano de la ya mencionada intensificación del proceso de dolarización de ahorros de los residentes, se produjo también un aumento casi constante de los depósitos en dólares, que más que se triplicaron en dos años y ocho meses. Si bien la conducción económica



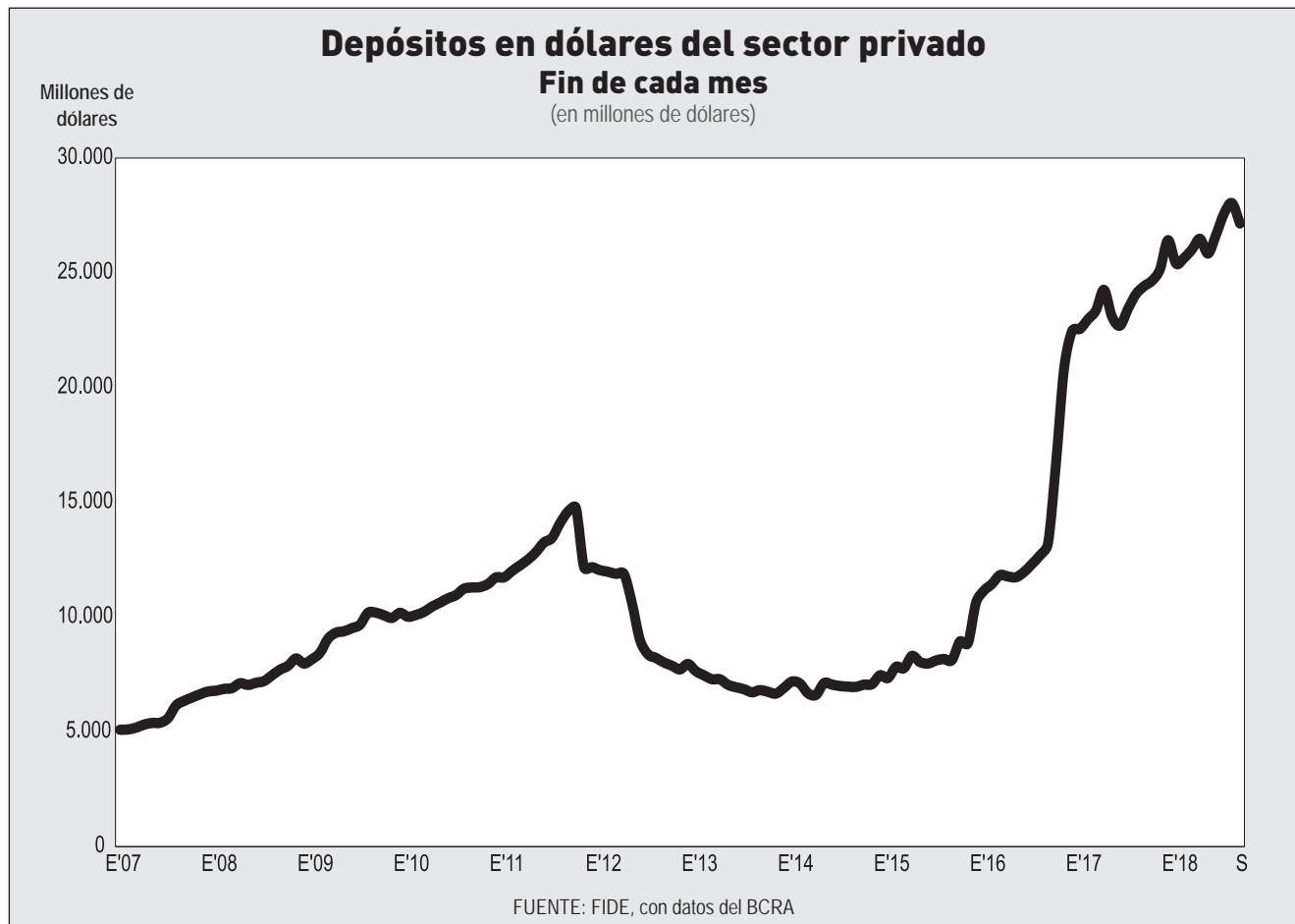
impulsó la colocación de préstamos en dólares (relajando en el margen las normas macroprudenciales que se habían establecido para evitar el descalce de monedas que explicó el estallido financiero del 2001), esta porción fue muy inferior a los depósitos en moneda extranjera y, en consecuencia, una parte importante de los fondos no prestados pasó a engrosar las reservas internacionales.

Si bien la dolarización de portafolios de los residentes sigue viento en popa, desde fines de agosto los depósitos en moneda extranjera se han mantenido virtualmente estancados. El cambio se debe al temor, infundado en principio, sobre la posibilidad de políticas que impidieran el acceso de los depositantes a sus ahorros en dólares.

Desde fines de agosto se advierte cierta inflexión en esta dinámica. Si bien la dolarización de portafolios de los residentes sigue viento en popa, los depósitos en moneda extranjera se han mantenido virtualmente estancados. El cambio se debe a cierto temor, infundado en principio,

respecto a la posibilidad de políticas que impidieran el acceso de los depositantes a sus ahorros en dólares. Así las cosas, la fuga de capitales ni siquiera estaría sirviendo para engrosar circunstancialmente el *stock* de las reservas internacionales.

En el documento elaborado por el FMI en julio último se delinea un escenario adverso en el cual se plantea la hipótesis de salida de depósitos en dólares del sistema bancario por el equivalente a 7.500 millones, más de la mitad de los encajes que integran las reservas internacionales. Lo que nuevamente el *staff* del organismo estaría omitiendo es la posibilidad de que, si las expectativas de devaluación no logran ser disipadas, en algún momento la ola dolarizadora también puede afectar el stock de los depósitos a plazo fijo privados en pesos que, actualmente, rondan el equivalente a 20.000 millones. Sin restricciones a la vista, el canal pesos-dólares hace plausible esta dinámica. Inmersos en una crisis como la que ha sido descrita, la conducción económica ya se ha visto obligada a desandar el camino elegido en algunos otros frentes: régimen de metas de inflación, retenciones, libre flotación cambiaria. La lógica indicaría una discusión en torno a la implementación de regulaciones que limiten la fuga de capitales doméstica.



Estimación del Balance Cambiario

Ocho meses de cada año

(en millones de dólares)

Conceptos	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Cuenta Corriente cambiaria	9.701	6.560	7.632	-3.601	-558	-4.062	-10.269	-8.720	-10.193
Balance transferencias por bienes	13.946	11.428	12.289	5.676	6.683	5.273	6.344	4.512	4.053
Cobros por exportaciones de bienes	44.066	52.973	55.461	53.193	48.495	41.337	39.742	40.256	35.603
Pagos por importaciones de bienes	30.120	41.545	43.172	47.517	41.812	36.064	33.397	35.745	31.549
Servicios	221	-525	-2.199	-5.905	-3.433	-5.339	-6.312	-7.108	-7.862
Ingresos	6.817	7.721	6.988	5.794	5.505	4.980	5.924	6.574	5.252
Egresos	6.597	8.246	9.187	11.699	8.938	10.320	12.236	13.682	13.114
Ingreso primario	-4.998	-4.872	-2.810	-3.538	-3.936	-4.029	-10.518	-6.388	-6.568
Intereses	-2.003	-2.291	-2.749	-2.730	-2.750	-3.863	-8.602	-4.933	-5.615
Ingresos	434	449	591	518	585	699	1.127	1.555	2.094
Egresos	2.437	2.741	3.340	3.248	3.336	4.562	9.729	6.488	7.708
Pagos de intereses al Fondo Monetario Internacional	6	11	3	2	3	1	1	8	64
Pagos de intereses a otros Org. Int. y otros bilaterales	312	278	296	335	318	607	1.014	691	722
Otros pagos de intereses	904	1.038	1.394	1.288	1.134	1.130	1.321	1.692	1.563
Otros pagos del Gobierno Nacional	1.215	1.414	1.647	1.623	1.881	2.824	7.393	4.097	5.359
Utilidades y Dividendos y otras rentas	-2.995	-2.581	-60	-809	-1.186	-166	-1.916	-1.455	-954
Ingresos	72	83	48	13	33	9	21	82	52
Egresos	3.067	2.664	108	822	1.219	175	1.938	1.537	1.005
Ingreso secundario	533	530	352	166	128	32	217	265	184
Ingresos	1.068	1.115	1.127	680	468	389	663	510	525
Egresos	535	586	775	514	339	356	446	245	342
Cuenta capital y financiera cambiaria	-6.335	-6.659	-8.417	-1.325	-1.483	6.812	15.618	16.153	3.998
Cuenta de capital cambiaria	63	69	44	33	50	55	110	116	139
Cuenta financiera cambiaria	-6.398	-6.728	-8.461	-1.357	-1.533	6.757	15.508	16.037	3.859
Inversión directa de no residentes	1.264	1.989	2.564	1.581	1.236	960	1.642	1.725	1.242
Ingresos	1.559	2.245	2.736	1.688	1.298	973	1.660	1.863	1.411
Egresos	295	255	172	107	63	14	18	138	169
Inversión de portafolio de no residentes	-58	-84	-74	-11	-20	-40	1.237	5.413	-3.114
Ingresos	19	12	17	14	15	4	1.291	8.725	9.076
Egresos	77	96	90	25	34	44	54	3.312	12.190
Préstamos financ., títulos de deuda y líneas de crédito(1)	941	4.036	-1.731	-2.326	202	1.066	9.550	7.772	109
Ingresos	5.509	10.022	6.576	3.170	5.248	7.073	17.484	19.113	18.314
Egresos	4.568	5.986	8.306	5.496	5.047	6.007	7.934	11.341	18.205
Operaciones con el Fondo Monetario Internacional	0	49	0	0	0	0	0	0	14.956
Ingresos	0	49	0	0	0	0	0	0	14.956
Préstamos de otros Org. Int. y otros bilaterales	-860	1.967	-1.907	-3.453	-1.993	5.465	1.096	-1.346	946
Ingresos	23.334	4.828	24.625	17.558	2.269	9.849	13.467	1.967	12.608
Egresos	24.194	2.861	26.531	21.011	4.262	4.384	12.372	3.313	11.661
Formación de activos externos del sector priv. no financ.	-8.458	-14.994	-3.563	329	-2.057	-4.411	-8.993	-13.316	-22.817
Ingresos	9.520	7.831	2.896	409	1.196	1.863	7.216	16.801	18.247
Egresos	17.978	22.825	6.460	81	3.253	6.274	16.209	30.117	41.063
Operaciones de canje por transferencias con el exterior	0	0	-1	-2	-1	0	-5.292	-8.713	-653
Formación de activos externos del sector financiero (PGC)	126	-398	72	400	242	-72	613	1.707	-320
Formación de activos externos del sector público	682	3.097	603	1.066	417	-122	-74	3.648	5.178
Compra-venta de títulos valores	-89	-297	-324	0	682	-226	-823	-3.155	-3.707
Otras operaciones del sector público (neto)	-1.295	-306	-1.695	852	-47	1.331	15.942	18.858	11.614
Otros movimientos netos	1.349	-1.738	-2.406	208	-193	2.806	610	3.444	425
Concepto no informado por el cliente (neto)	-	-	-	-	-	-	-	1.092	4.338
Variación de Reservas Internac. por transacciones	2.684	-3.146	-1.387	-5.992	-2.040	2.784	5.260	8.519	-1.858
Variación contable de Reservas Internac. del BCRA	2.380	-2.200	-1.224	-6.612	-1.980	2.198	5.586	9.567	-2.397
Ajuste por tipo de pase y valuación	-304	946	164	-620	60	-586	326	1.048	-540

FUENTE: FIDE, con datos del BCRA.

Mariana Luzzi y Ariel Wilkis

Investigadores del CONICET.

“El dinero produce en la vida social mucho más que la simple mediación de las transacciones económicas. En el caso argentino, la relación con el dólar permite una ubicuidad que no es posible a través del peso: estar adentro y afuera simultáneamente de las regulaciones del Estado y del sistema bancario. Al mismo tiempo, el dólar debe ser entendido como un artefacto de interpretación política: los actores políticos, pero también el gran público, encuentran en su cotización un indicador para evaluar la performance política.”

Mariana Luzzi y Ariel Wilkis son doctores en sociología, investigadores del CONICET y docentes en dos universidades muy prestigiosas del conurbano bonaerense, Universidad Nacional de General Sarmiento (UNGS) y Universidad Nacional de General San Martín (UNSAM), respectivamente. Tienen en gateras un libro sobre la historia del dólar en la Argentina.

FIDE tuvo la oportunidad de entrevistarlos para conversar con ellos sobre las distintas interpretaciones del fenómeno del bimonetarismo o, como lo llaman ellos, “multiplicidad de monedas”. Fuimos al hueso y le preguntamos cómo pensar un proceso de desarrollo nacional en estas condiciones.

FIDE: Recientemente, ustedes han dicho que los problemas clásicos de la sociología –el poder, la jerarquía, el estatus– podían ser estudiados a partir del dinero. ¿Podrían desarrollar el argumento?

Mariana Luzzi (ML): La sociología se interesa por el dinero desde una mirada algo diferente a la que promueve la ciencia económica standard. Mientras que ésta se enfoca en el ámbito de las transacciones mercantiles y concentra su atención en ciertas funciones consideradas básicas del dinero (ser unidad de cuenta, medio de intercambio, reserva de valor), la sociología, sin dejar de prestarles atención a estas dimensiones, da un paso más allá y se



pregunta: ¿cómo las relaciones sociales son alteradas, afianzadas, desafiadas por la presencia del dinero en ellas? Por ejemplo, nos preguntamos qué rol tiene el dinero en la reproducción de las desigualdades de género o en la forma de educación de padres a hijos bajo determinados valores. El ejercicio es sencillo: sin mostrar cómo ciertos usos y modos de circulación del dinero contribuyen a afianzar roles patriarcales, dejaríamos de comprender muchas de las dinámicas –invisibles– que en la vida cotidiana hacen que las mujeres ocupen una posición de subordinación. O también: sin prestar atención a los modos en que los padres le inculcan determinados usos del dinero a los hijos (por ejemplo, el valor del ahorro o ciertas estrategias de consumo), no comprenderíamos mucho de lo que significa transmitir una cultura de clase entre generaciones. Los ejemplos son muchos, pero todos tratan de iluminar una misma idea: que el dinero produce en la vida social mucho más que la simple mediación de las transacciones económicas.

FIDE: ¿Qué significa entonces, desde el punto de vista de las dinámicas sociales, que la Argentina sea o se comporte como una economía bimonetaria?

ML: Recientemente Nicolás Caputo argumentó, para justificar la intervención del BCRA en el mercado cambiario, que la “economía argentina es bimonetaria”, intentando así, de

alguna manera, que este argumento fuera aceptado por el FMI. Probablemente el punto no es que el FMI no esté consciente de que la economía argentina es bimonetaria, sino que esto era algo secundario, frente a la necesidad de ajustar el tipo de cambio sin perder reservas, una parte de las cuales provenían directamente de los fondos prestados por el organismo. ¿Qué ilumina esta pequeña anécdota? La centralidad del dólar en la economía argentina implica que todo gobierno debe lidiar, al menos desde hace casi 50 años, con el problema. Por otro lado, el bimonetarismo no es un asunto técnico o reducido al mundo de los expertos, sino que es un tema de debate público en nuestro país.

El dinero produce en la vida social mucho más que la simple mediación de las transacciones económicas

Ariel Wilkis (AW): Tal vez esto es algo que nos parezca muy natural, pero no lo es tanto: la atención puesta en los asuntos económicos en general y en la cuestión del dólar, en particular, es algo muy singular de la cultura política argentina. A nivel privado o familiar las discusiones públicas sobre la economía, en contextos de turbulencia como el actual, son seguidas con atención. Esa atención puesta

en números públicos como el valor del dólar, los niveles de las reservas o los índices de inflación es muy intensa. Un poco en broma y un poco serio, podemos pensar que los argentinos y las argentinas somos como “economistas salvajes”, conocedores de la economía sin dominar la disciplina económica. Esta relación fluida entre cultura pública —lo que pasa en los medios, por ejemplo— y el sentido común, el conocimiento de quienes no son expertos en la economía, convierte la cuestión del bimonetarismo en un tema de conversación cotidiano. Por ejemplo, no es tan corriente en que otras partes del mundo se siga la cotización de una moneda extranjera o las variaciones en el nivel de las reservas internacionales. Cualquier observador extranjero se sorprende frente a esta especificidad del caso argentino.

Podemos pensar que los argentinos y las argentinas somos como “economistas salvajes”, conocedores de la economía sin dominar la disciplina económica.

FIDE: Esta dinámica o relación entre la vida cotidiana y la marcha de algunas variables específicas de la economía (que en otras latitudes solo son motivo de discusión entre expertos) no fue siempre así. ¿Cuándo fue que las y los argentinos conectamos estas dos esferas?

AW: En el caso del dólar, nuestro trabajo muestra que a partir de finales de la década del '50 comenzó un proceso que nosotros llamamos de “popularización” de la divisa norteamericana. Con este término nos referimos a dos cosas diferentes, aunque relacionadas entre sí. Por un lado, cómo la información sobre el dólar dejó de ser un asunto vinculado únicamente a los expertos del mercado financiero o del comercio exterior, para convertirse en un tema de relevancia pública y política para sectores cada vez más amplios de la sociedad argentina. Por otro, cómo el dólar fue convirtiéndose en una moneda de uso regular para actores cada vez más diversos. A través de esta investigación mostramos que lo que algunos llaman el bimonetarismo se ha ido sedimentando en un proceso de larga duración en el que pueden reconocerse distintas etapas. Nosotros identificamos la primera de ellas entre fines de los '50 y principios de los años '70; un período signado por una fuerte inestabilidad política y económica que se manifestaba, entre otras cosas, en una serie de devaluaciones periódicas de la moneda nacional. Desde

mediados de la década de 1970 hasta fines de los '80 — el período de alta inflación— la popularización del dólar se expande y profundiza. Una proporción creciente de distintos sectores sociales lo incorpora como parte de sus repertorios financieros. A la par, un número creciente de los mercados domésticos pasa a utilizar el dólar como unidad de referencia y/o medio de cambio. El mercado inmobiliario constituye un caso paradigmático en este sentido. La hiperinflación de 1989 marca, sin dudas, una inflexión en ese proceso; en ese año, que es también el del primer recambio presidencial tras la vuelta de la democracia, el dólar ocupa toda la atención pública y la fijación de precios y la realización de pagos en esa moneda alcanzan a los servicios más cotidianos. Tras esa experiencia de crisis radical, que tiene en la profundización del bimonetarismo una de sus principales expresiones, no llama la atención que la convertibilidad (1991-2001) haya sido planteada —tal como nos recuerdan los análisis de Alexander Roig— como un intento de legalización de prácticas que ya estaban extendidas en la economía (pagar, ahorrar, invertir en dólares). En efecto, los diez años de paridad cambiaria fueron también los de cierto “disciplinamiento” de esa popularización que venía del pasado, de la mano de una profunda transformación del sistema financiero, cuyas consecuencias quedaron al desnudo en la crisis de 2001.

Desde mediados de la década de 1970 hasta fines de los '80 —el período de alta inflación— la popularización del dólar se expande y profundiza. Una proporción creciente de distintos sectores sociales lo incorpora como parte de sus repertorios financieros. A la par, un número creciente de los mercados domésticos pasa a utilizar el dólar como unidad de referencia y/o medio de cambio. El mercado inmobiliario constituye un caso paradigmático en este sentido.

FIDE: Se trata entonces de un largo proceso que fue siempre en el sentido de una consolidación del bimonetarismo. Entendido, de acuerdo a lo que ustedes explican, no solo como la utilización del dólar billete en las transacciones de todos los días, sino también como una nueva forma en que una parte creciente de la población se relaciona con estas variables macroeconómicas. ¿El

proceso fue continuo o tuvo alguna disrupción, marcha y contramarcha?

ML: La crisis de 2001 y el nuevo ciclo político que se inicia en 2003 no van a significar el fin de ese largo proceso de integración de la moneda norteamericana en los repertorios financieros de los argentinos, pero sí van a introducir algunas novedades en esa historia de la larga duración. En primer lugar, es preciso señalar que la crisis de 2001-2002 es el primer momento en que actores movilizados de manera sostenida (como los ahorristas o los deudores hipotecarios) articulan demandas específicas en relación con la moneda norteamericana, constituyéndose en un claro emergente de esa historia de popularización del dólar. En esa línea, no resulta desatinado ubicar a los reclamos de acceso al mercado cambiario registrados entre 2011 y 2015 como expresión de ese mismo proceso. Así, una de las grandes novedades del período es que la “popularización” del dólar se anuda en la articulación de demandas en la lógica de los derechos, de una manera inédita hasta entonces y que, al mismo tiempo, va a tener gravitación importante en el desenlace político de las elecciones de 2015. La otra novedad es que entre 2011 y 2015 esa popularización del dólar va a ser puesta por primera vez en discusión desde el Estado, y con un eco notable en el debate público.

Los diez años de paridad cambiaria fueron también los de cierto “disciplinamiento” de esa popularización que venía del pasado, de la mano de una profunda transformación del sistema financiero, cuyas consecuencias quedaron al desnudo en la crisis de 2001.

FIDE: En un artículo reciente ustedes han definido la relación con el dólar como “una institución política”. ¿Qué significa esta definición?

ML: La lectura que proponemos trata de ir más allá de interpretar el rol del dólar en la sociedad argentina a través de una visión instrumentalista o una visión culturalista. La primera visión resalta que la opción del dólar por parte de amplios sectores de la sociedad obedece a una decisión racional. En contextos de inflación, por ejemplo, es una opción racional “ir hacia el dólar” como modo de “proteger” el valor de los ingresos. La segunda visión destaca, en cambio, que se instaló en la Argentina un rasgo

cuasi irracional, que obedece a características culturales y no económicas. Ambas compiten entre sí desde hace varias décadas y reaparecen en determinadas coyunturas críticas, pero sin aportar ninguna novedad para dar cuenta de la persistencia del dólar en los repertorios financieros de las personas y su rol en la sociedad en un sentido más amplio. Parte de esa dificultad se deriva del modo mismo en que ambas visiones definen el problema que buscan interpretar: más allá de sus diferencias, en los dos casos la “preferencia por el dólar” es concebida como un asunto exclusivamente económico.

La crisis de 2001-2002 es el primer momento en que actores movilizados de manera sostenida (como los ahorristas o los deudores hipotecarios) articulan demandas específicas en relación con la moneda norteamericana, constituyéndose en un claro emergente de esa historia de popularización del dólar.

AW: En cambio, la hipótesis política, que venimos desarrollando, y que constituye un hilo del argumento del libro que tenemos en proceso, identifica al dólar como artefacto de interpretación política. Pensemos en un ejemplo que sale de la coyuntura actual. Luego de la renuncia de Sourrouille, un comentarista escribió en la prensa “el dólar volteó a un ministro”. Como sabemos, la renuncia se daba en pleno agotamiento del Plan Primavera y con una política económica que sólo buscaba contener la cotización del dólar hasta las elecciones de mayo de 1989, sin lograrlo. En ese contexto, en los diarios algunas notas empiezan a comparar la situación con otros momentos críticos del pasado; más específicamente, comienzan a establecer relaciones entre los niveles de cotización del dólar con situaciones políticas y económicas muy críticas (el Rodrigazo, el “Cavallazo” de 1982). En esa coyuntura, entonces, el dólar no solo es una moneda “dura”, más fuerte que el devaluado austral. Es ante todo un artefacto de interpretación: los actores políticos, pero también el gran público, encuentran en su cotización un indicador para evaluar la performance del Gobierno y para estimar su futuro electoral. Hace algunas semanas, en una entrevista periodística, un comerciante de la zona de Crovara y Cristianía, el epicentro de los saqueos de 2001 en el corazón de La Matanza, decía con respecto al aumento brusco del dólar: “Ahora probablemente vengan los saqueos”. Para este comerciante, el valor del dólar aparecía sin dudas como una información relevante. Pero

su atención a la cotización de la divisa norteamericana no se explicaba por referencia a un repertorio financiero “bimonetario”, sino como la apropiación de ese número para interpretarlo como un dato político con consecuencias muy alarmantes para su vida.

Si tuviéramos que develar la “singularidad” argentina, habría que buscarla más bien en este proceso de largo plazo histórico que le dio una especificidad social y política al dólar y, por extensión, al mercado cambiario como ámbito en el que se expresan expectativas y relaciones de fuerza entre actores muy heterogéneos.

La conformación del Estado nacional moderno ha descansado, entre otras propiedades, en la pretensión de monopolizar no solo la emisión monetaria, sino también la producción de la creencia en el valor del dinero.

FIDE: Ustedes también han dicho que “cuando los ciudadanos piensan su relación con la moneda también reflexionan acerca de su vínculo con el Estado”. ¿Podrían desarrollar el argumento? ¿Cuál es el vínculo entre moneda y Estado?

AW: Parte de la sociología piensa de manera muy estrecha la relación entre dinero, autoridad y poder. La creencia en el dinero (en su capacidad para expresar el valor de los bienes a lo largo del tiempo) no es un acto individual, sino social. Esa creencia es compartida por mí y por las otras personas con las que me vinculo a través de ese bien que opera como dinero. Por lo tanto, esta creencia debe ser respetada, tener un poder de convencimiento elevado para que las personas acepten la existencia del dinero. Es necesario entonces que exista una autoridad con el poder para imponerla. Quién encarna esta autoridad es algo que ha variado a lo largo del tiempo: dioses, jefes clánicos, reyes, etc. En los últimos siglos ese rol ha quedado en manos del Estado moderno. En efecto, la conformación del Estado nacional moderno ha descansado, entre otras propiedades, en la pretensión de monopolizar no solo la emisión monetaria, sino también la producción de la creencia en el valor del dinero. Esta vocación del Estado es algo relativamente reciente, y subrayamos aquí la idea de pretensión, porque, como ha demostrado la historia económica, la unificación monetaria es más un ideal o norma política que una realidad concretada al 100%.

ML: Un pequeño ejemplo. Como en otros países que fueron grandes receptores de inmigración, durante fines del siglo XIX y principios del XX la política de unificación monetaria desarrollada desde la década de 1880 convivió

con las prácticas monetarias que los inmigrantes traían de sus países de origen. Ellos vivían pensando y calculando en la moneda local, pero también en las monedas que los vinculaban con los familiares que habían dejado en España, Italia, Rusia, etc., y a quienes enviaban remesas regulares de dinero. Podemos ir al otro extremo del siglo y llegar a nuestros días para pensar al bitcoin, al dinero de las billeteras virtuales, al dinero de los teléfonos móviles, como otros ejemplos de una realidad monetaria marcada por la tensión entre la vocación del monopolio que viene del Estado y las prácticas con múltiples y heterogéneas monedas. Tomando en cuenta esta tensión recurrente, hay, sin embargo, márgenes de variación de la capacidad de los estados para disciplinar y subordinar la multiplicidad de monedas. Es desde esta perspectiva que las dinámicas monetarias son siempre dinámicas de poder.

Podemos pensar al bitcoin, al dinero de las billeteras virtuales, al dinero de los teléfonos móviles, como otros ejemplos de una realidad monetaria marcada por la tensión entre la vocación del monopolio que viene del Estado y las prácticas con múltiples y heterogéneas monedas. hay, sin embargo, márgenes de variación de la capacidad de los estados para disciplinar y subordinar la multiplicidad de monedas. Es desde esta perspectiva que las dinámicas monetarias son siempre dinámicas de poder.

FIDE: A contramano de lo que suele escucharse, ustedes han dicho que los sujetos no son seres racionales ni maximizadores de ganancias, sino que establecen una relación política con el dólar y, por ese motivo, compran dólares, en sus palabras: “los sujetos no abandonan el dólar porque les permitió un aprendizaje de autonomía y escape respecto a sus relaciones con el Estado”. ¿Podrían explicarnos esta hipótesis?

AW: Como recién comentamos y venimos argumentando en preguntas anteriores, la dimensión política de las prácticas monetarias es bastante importante para nuestras investigaciones. De alguna manera, es el corolario de ir más allá de un pensamiento sobre el dinero como un puro instrumento, socialmente neutro. Frente a la pregunta por la persistente “preferencia de los argentinos por el

dólar”, y ante nuestra incomodidad con las respuestas tanto instrumentalistas (“es una opción racional frente a contextos inflacionarios”) como culturalistas (“hay un ADN cultural”), empezamos a ensayar la hipótesis política. Esta sugiere pensar menos en clave de un acto negativo o desviado (es un “refugio”, para la opción instrumental o es una “obsesión” o un “vicio”, para la opción culturalista) y explorar qué produce socialmente la relación con el dólar.

ML: Retomando el argumento de la pregunta anterior, vincularse con el dólar, hacerlo parte de manera regular de los repertorios financieros de personas no vinculadas de manera profesional con el mercado cambiario, ha implicado que éstas incorporen lentamente el aprendizaje de la pluralidad monetaria. Este aprendizaje supone poder hacer cuentas, pagar, ahorrar, pero también imaginar y proyectar en varias monedas a la vez, fundamentalmente el peso y el dólar. Desplegada al calor situaciones críticas, esta socialización, que para el observador externo es muchas veces sorprendente, otorga a las personas reglas de acción que les permiten moverse en contextos inestables, adaptarse a circunstancias cambiantes e incluso obtener ganancias nada despreciables en ellas. Todo este aprendizaje acumulado a lo largo del tiempo constituye en sí mismo un gran bagaje de conocimientos y prácticas; utilizados en coyunturas variables (ayer el “cepo”, hoy la maxi-devaluación del macrismo) son una brújula que orienta bastante bien como para renunciar a ella. Esencialmente, saber cómo moverse en un contexto de

pluralidad monetaria supone ganar mayor autonomía: las reglas aprendidas permiten ampliar los márgenes de acción frente al Estado y al sistema bancario, vincularse y al mismo tiempo escaparse de ellos. La relación con el dólar permite entonces una ubicuidad que no es posible a través del peso: estar adentro y afuera simultáneamente de las regulaciones del Estado y del sistema bancario.

Pensar menos en clave de un acto negativo o desviado (es un “refugio”, para la opción instrumental o es una “obsesión” o un “vicio”, para la opción culturalista) y explorar qué produce socialmente la relación con el dólar.

FIDE: En esa línea, ¿existe alguna diferencia entre una economía subdesarrollada (subordinada) como la de nuestro país y la relación entre moneda y Estado en los países centrales?

ML: Si tenemos en cuenta lo anterior, hay una relación entre moneda y Estado (moderno), que es por definición variable a lo largo del tiempo y que, por lo tanto, necesita siempre ser problematizada. Dicho esto, hay sin dudas diferencias en el modo en que ese vínculo se construye



en contextos en que la moneda nacional es fuerte, al punto de dominar no sólo los mercados nacionales, sino también áreas variables del comercio internacional (como el caso del dólar, de la libra esterlina en el pasado, o más recientemente del yuan), y en contextos signados por monedas más débiles, sometidas a gran inestabilidad. Pero en ambos casos la configuración de situaciones o zonas de pluralidad monetaria puede ser la clave para la definición de espacios de creciente autonomía de ciertos actores frente al control estatal. Podemos citar muy rápidamente tanto el universo del crimen organizado donde el manejo de múltiples monedas permite resolver transacciones en contextos ilegales o, como ejemplo contrario, los espacios monetarios surgidos a partir de la creación de monedas locales. En ambos casos —tanto actores como las mafias o los grupos comunitarios autogestivos— encuentran en la pluralidad monetaria espacios de acción autónoma frente al Estado.

Una política de desdolarización que no atienda que la economía en negro necesita un “sistema bancario oculto” atacará solamente un aspecto del problema. Por ese motivo, aunque no sea lo único por hacer, una agenda de reducción de la desigualdad con políticas de industrialización y de desarrollo de capacidades estatales que garanticen la protección social y reduzcan la economía en negro podría ser parte de un programa que redundara en la desdolarización.

FIDE: En los términos que venimos discutiendo, un gobierno nacional y popular que tenga como norte un programa de desarrollo de las capacidades nacionales, ¿qué políticas debería implementar para para “desdolarizar” las transacciones?

AW: En línea con las reflexiones anteriores, la primera condición para el planteo de esta pregunta, creemos, es repensar el sentido mismo que la idea de “desdolarización” trae consigo. Como dijimos, en la Argentina el dólar no es únicamente un instrumento que sustituye a la moneda nacional en ciertas transacciones. Opera también, y esto es lo que lo vuelve tan central, como un artefacto de interpretación política, tanto para actores expertos como para los “ciudadanos de a pie”. “Desdolarizar” las

transacciones supondría entonces desacoplar estas dos funciones de la moneda norteamericana, que son diferentes pero que en nuestro país (y no necesariamente en otros) se han desarrollado de manera articulada. En ese sentido, el interrogante debería ser planteado menos como una cuestión técnica que como una pregunta ante todo política.

La dolarización, el bimonetarismo o la pluralidad monetaria —como nos gusta pensar a nosotros— no es un proceso excepcional, aunque al mismo tiempo dista de ser homogéneo.

ML: A contrapelo de esta idea, las políticas orientadas a reducir el peso del dólar en las transacciones económicas de nuestra economía han tendido a focalizarse en los sustitutos financieros del dólar, pensando en formular instrumentos de inversión capaces de “ganarle” al dólar. Ahora bien, incluso en ese plano, una mirada más atenta sobre cómo usan las personas el dólar nos lleva a descubrir que su uso viene también a cubrir los huecos que deja el deterioro del Estado en la provisión de servicios públicos (como, por ejemplo, guardar dólares para complementar una jubilación que se prevé insuficiente o para asegurarse la provisión de atención médica). En el mismo sentido, una política de desdolarización que no atienda que la economía en negro necesita un “sistema bancario oculto” atacará solamente un aspecto del problema. Por ese motivo, aunque no sea lo único por hacer, una agenda de reducción de la desigualdad con políticas de industrialización y de desarrollo de capacidades estatales que garanticen la protección social y reduzcan la economía en negro podría ser parte de un programa que redundara en la desdolarización.

FIDE: ¿Existen ejemplos internacionales que podríamos tomar como antecedentes valiosos o, al contrario, como experiencias negativas para pensar la realidad argentina?

ML: La comparación internacional es urgente en este tema. Por cuestiones muy propias de la idiosincrasia argentina, solemos mirar la centralidad del dólar desde el ángulo de la excepcionalidad. Nosotros venimos dialogando mucho con cierta literatura de la antropología que nos ayudó a comprender la conexión entre procesos globales y locales de dinámicas monetarias donde conviven una pluralidad de monedas. Esta literatura ubica claramente al dólar como la “moneda fuerte” en interacción con “monedas débiles” en países como Nigeria, Ecuador, Cuba, El Salvador, Panamá,

Haití, Israel en la década del '80 o Rusia luego de la caída de la URSS. Estos países se dividen, en primer lugar, entre aquéllos donde la dolarización se ha producido de hecho y aquéllos en que se ha producido de manera formal. En un segundo lugar, aparece otra división que se presenta entre aquellos países en los que la moneda norteamericana asume todas las funciones monetarias o solo algunas. Finalmente, también es posible distinguir los casos en que la dolarización es un proceso acotado en el tiempo o de larga duración. Así, una primera lección que puede obtenerse de la comparación internacional es que la dolarización, el bimonetarismo o la pluralidad monetaria —como nos gusta pensar a nosotros— no es un proceso excepcional, aunque al mismo tiempo dista de ser homogéneo.

Por otra parte, esa literatura muestra también que, tal como nosotros encontramos en el caso argentino, la articulación de múltiples monedas en el repertorio financiero de las poblaciones es el resultado de una sedimentación que se produce a través del tiempo. Esos procesos no avanzan necesariamente de manera lineal: se transforman al calor de las crisis, que son momentos donde se activan y reactivan recursos y prácticas que pueden también permanecer “latentes” durante mucho tiempo. Si tomamos en cuenta esos hallazgos, resulta evidente que los momentos de turbulencias son quizás los menos propicios para introducir reglamentaciones destinadas a desalentar

prácticas juzgadas como nocivas en términos del desarrollo colectivo (pero rentables en términos individuales), ya que seguramente éstas encuentren el modo de perpetuarse, aún en la ilegalidad. Al contrario, son precisamente los períodos de estabilidad —donde esas prácticas parecen perder su sentido o al menos su masividad— los más indicados para introducir ese tipo de regulaciones.

Son precisamente los períodos de estabilidad —donde esas prácticas parecen perder su sentido o al menos su masividad— los más indicados para introducir ese tipo de regulaciones. Esto supone que la acción del Estado pueda ser pensada más allá de la emergencia, y se proyecte sobre el mediano o largo plazo, como lo exige todo proyecto de desarrollo de las capacidades nacionales.

Aunque, desde luego, esto supone que la acción del Estado pueda ser pensada más allá de la emergencia, y se proyecte sobre el mediano o largo plazo, como lo exige todo proyecto de desarrollo de las capacidades nacionales.

Visite nuestra página web



Indicadores de coyuntura - Publicaciones - Material de consulta

www.fide.com.ar

Datos básicos de la economía argentina

	2015	2016	2017	2018				
				I trim.	II trim.	Julio	Agosto	Sept.(*)
P.I.B Total(% igual período del año anterior)	2,7	-1,8	2,9	3,9	-4,2	-2,7	s/i	s/i
P.I.B Agropecuario(% igual período del año anterior)	7,8	-4,7	3,7	1,4	-31,6	s/i	s/i	s/i
P.I.B Industria(% igual período del año anterior)	0,8	-5,2	3,0	3,7	-1,8	s/i	s/i	s/i
Formación bruta de capital fijo(% igual período del año anterior)	3,5	-4,9	11,0	15,7	3,1	s/i	s/i	s/i
P.I.B Total (en millones de pesos corrientes)	5954511	8188749	10555846	12153969	14205392	s/i	s/i	s/i
Saldo comercial(millones de dólares)	-2969	1968	-8471	-2481	-2597	-788	-1127	s/i
Exportaciones(millones de dólares)	56788	57879	58428	14410	15410	5386	5167	s/i
Importaciones(millones de dólares)	59757	55911	66899	16891	18007	6174	6294	s/i
Balance de la cuenta corriente(millones de dólares)	-17622	-14693	-31324	-9563	-8292	s/i	s/i	s/i
Deuda externa(millones de dólares)	240654	263027	313623	329954	s/i	s/i	s/i	s/i
Términos de intercambio(2004=100)	126,1	134,2	130,2	134,1	138,2	s/i	s/i	s/i
Total reservas internacionales(millones de dólares)	25515	38772	55055	61726	61881	57996	52658	49003
Tasa de interés activa(efectiva anual,%)	24,5	25,9	25,6	27,9	43,3	50,9	49,9	67,7
Promedio efectivo mensual(%)	1,8	1,9	1,9	2,1	3,0	3,5	3,4	4,4
Tasa de interés pasiva para ahorristas(efectiva anual,%)	21,0	18,8	19,0	20,7	31,8	32,5	32,5	38,6
Promedio efectivo mensual(%)	1,6	1,4	1,5	1,6	2,3	2,4	2,4	2,8
M1(promedio anual, en % del PIB)	10,73	9,37	9,46	8,54	8,88	9,11	9,04	9,87
M2(promedio anual, en % del PIB)	14,14	12,50	12,87	11,88	12,26	12,86	12,76	13,63
M3(promedio anual, en % del PIB)	22,37	20,20	20,08	19,06	19,98	21,18	22,16	22,31
Resultado total SPNF(en % del PIB)	-5,1	-5,8	-6,0	s/i	s/i	s/i	s/i	s/i
Precios al consumidor (en tasa de variación)	26,9(2)	41,0(2)	24,8	6,6	8,7	3,1	3,9	s/i
Precios al por mayor (en tasa de variación)	10,6	34,6	18,8	11,7	16,5	4,7	4,9	s/i
Tasa de desempleo(%) (1)(promedio)	6,5	8,5	8,4	9,1	9,6	-	-	-
Tasa de subempleo(%) (1)(promedio)	8,4	10,6	10,5	9,8	11,2	-	-	-
Tipo de cambio(peso/dólar)	9,29	16,10	16,87	20,02	24,01	28,29	30,91	39,42

(*) Provisorio. s/i: Sin información.

(1) En porcentaje de la población económicamente activa.

FUENTE: FIDE, con datos de fuentes oficiales y privadas.

FIDE Coyuntura
y Desarrollo

Se distribuye por suscripción

Valor de la suscripción anual:

Argentina: \$ 840

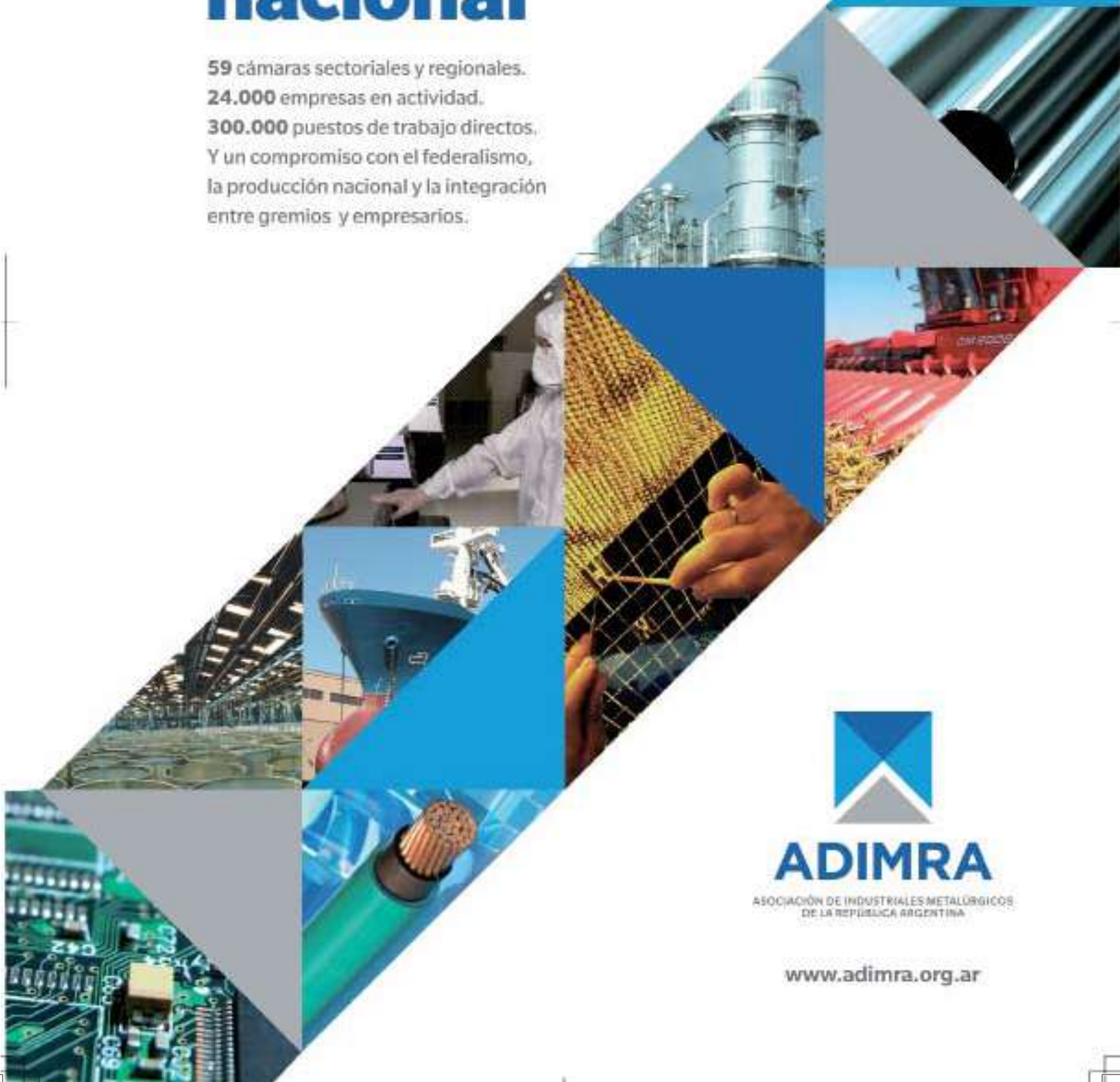
Exterior: u\$s 170

Países limítrofes: u\$s 140

Cheques a la orden de
FIDE, no a la orden
Octubre 2018

Impulsando la industria nacional

59 cámaras sectoriales y regionales.
24.000 empresas en actividad.
300.000 puestos de trabajo directos.
Y un compromiso con el federalismo,
la producción nacional y la integración
entre gremios y empresarios.



ADIMRA

ASOCIACIÓN DE INDUSTRIALES METALÚRGICOS
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

www.adimra.org.ar

TUCUMÁN TE UNE



VUELOS
SEMANALES



Te conectamos con tu familia, amigos y colegas.
Te abrimos las puertas a nuevas experiencias y oportunidades de negocios.

Vení a Tucumán, somos tu destino

GOBERNACIÓN
JUAN MANZUR

ENTE AUTÁRQUICO
TUCUMÁN TURISMO



GOBIERNO DE
TUCUMÁN