



Capítulo 1

Dilemas de las políticas cambiarias y monetarias en América Latina

Mario Damill
Oscar Dancourt
Roberto Frenkel
Editores



BIBLIOTECA NACIONAL DEL PERÚ
Centro Bibliográfico Nacional

339.5098 D Dilemas de las políticas cambiarias y monetarias en América Latina / Mario Damill, Oscar Dancourt y Roberto Frenkel, editores.-- 1a ed.-- Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial, 2018 (Lima: Tarea Asociación Gráfica Educativa).
357 p.: diags.; 21 cm.

Incluye bibliografías.
D.L. 2018-09352
ISBN 978-612-317-380-7

1. Macroeconomía - América Latina - Ensayos, conferencias, etc. 2. Política monetaria - América Latina 3. Crisis económica - América Latina 4. Bancos centrales - América Latina 5. América Latina - Política económica I. Damill, Mario, 1952-, editor II. Dancourt, Oscar, 1950-, editor III. Frenkel, Roberto, 1942-, editor IV. Pontificia Universidad Católica del Perú.

BNP: 2018-419

Dilemas de las políticas cambiarias y monetarias en América Latina

Mario Damill, Oscar Dancourt y Roberto Frenkel, editores

© Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial, 2018

Av. Universitaria 1801, Lima 32, Perú

feditor@pucp.edu.pe

www.fondoeditorial.pucp.edu.pe

Diseño, diagramación, corrección de estilo
y cuidado de la edición: Fondo Editorial PUCP

Primera edición: julio de 2018

Tiraje: 500 ejemplares

Prohibida la reproducción de este libro por cualquier medio,
total o parcialmente, sin permiso expreso de los editores.

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú N° 2018-09352

ISBN: 978-612-317-380-7

Registro del Proyecto Editorial: 31501361800681

Impreso en Tarea Asociación Gráfica Educativa

Pasaje María Auxiliadora 156, Lima 5, Perú

LA ECONOMÍA ARGENTINA EN EL OCASO DEL POPULISMO 2015-2016

Mario Damill, Roberto Frenkel
y Martín Rapetti¹

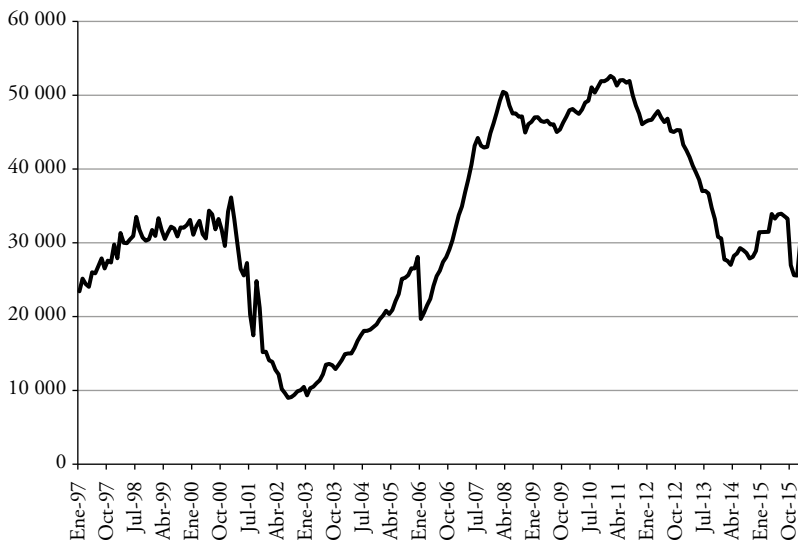
INTRODUCCIÓN

Al cierre del año 2015 y del segundo mandato presidencial de Cristina Fernández de Kirchner la economía argentina seguía una trayectoria insostenible. Un indicador lo mostraba con especial elocuencia: el escaso y declinante nivel de reservas internacionales, las que habían seguido contrayéndose a pesar de las diversas restricciones a las transacciones en el mercado de divisas impuestas desde fines de 2011 y que constituyen lo que se conoce como «cepo cambiario».

Como muestra el gráfico siguiente, el acervo de reservas internacionales del Banco Central de la República Argentina (BCRA) cayó casi a la mitad (-45%) entre fines de 2011 y fines de 2015. Las restricciones, que fueron modificándose a lo largo del periodo, alcanzaban a las compras de divisas para importación de insumos y bienes finales, las destinadas a viajes y turismo, a atesoramiento, y también a la remisión de utilidades y dividendos al exterior.

¹ Investigadores del Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES) y profesores de la Universidad de Buenos Aires. Los autores agradecen la colaboración de Diego Friedheim.

Gráfico 1. Reservas internacionales del BCRA
(en millones de US\$)

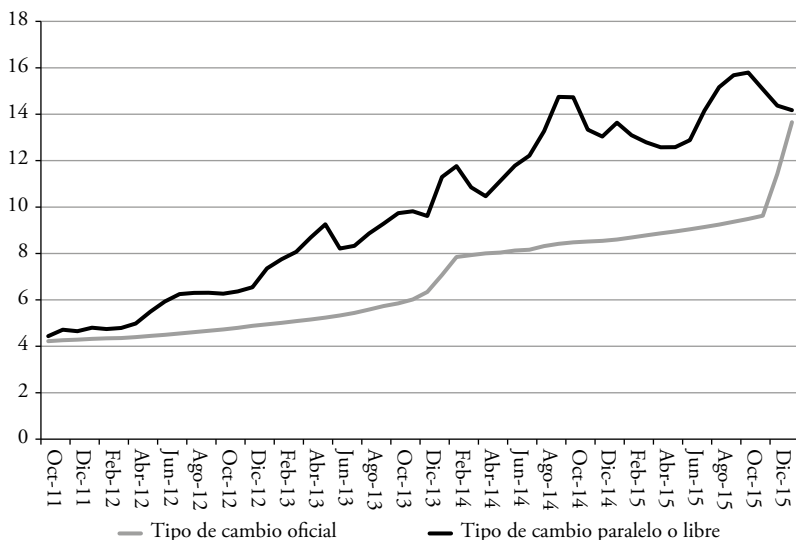


Fuente: BCRA.

El exceso de demanda de divisas al tipo de cambio oficial generaba, además de la tendencia declinante de las reservas de moneda extranjera, y dadas las restricciones a las transacciones ya mencionadas, una significativa brecha entre dicha paridad y la cotización paralela, llamada «blue». Solo Venezuela, en el contexto sudamericano, presentaba un desdoblamiento cambiario comparable.

Una tenue reactivación económica preelectoral, experimentada durante el segundo semestre de 2015 —recuperación «con vuelo de gallina», dado el muy pobre desempeño de la inversión y de las exportaciones en el periodo—, no alcanzaba a ocultar el cuadro de prolongado estancamiento con inflación relativamente alta.

Gráfico 2. Brecha cambiaria
(en pesos por dólar)

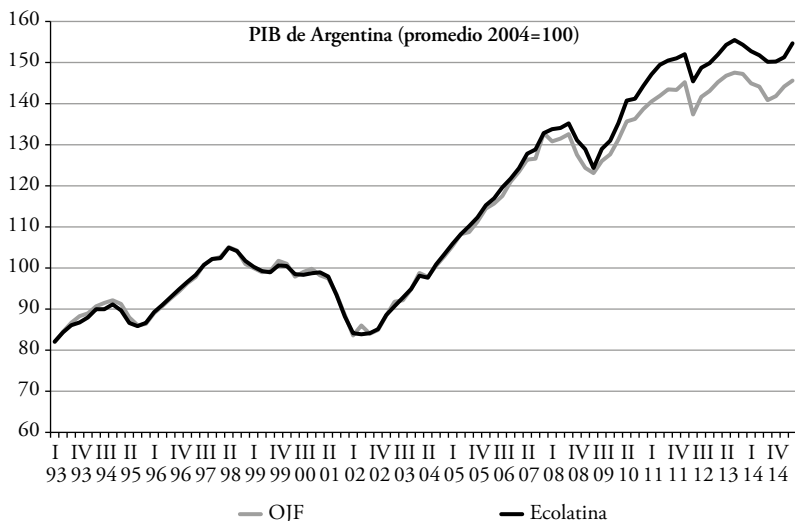


Fuente: elaboración propia a partir de datos del BCRA y del diario *Ámbito Financiero*.

En efecto, el PIB per cápita dejó de crecer y en 2015 se encontraba en un nivel similar al de cinco años atrás, como puede verse en el dato de nivel de actividad agregada que se incluye en el gráfico 3.

La inflación se mantuvo sostenidamente por encima o en el entorno de 25% anual, a pesar de la utilización del tipo de cambio nominal como «ancla» del sistema de precios. Es de destacar la divergencia, desde comienzos de 2007, entre el índice de inflación oficial y los estimados por otras fuentes, los que a su vez tienen relativamente pocas diferencias entre sí (gráfico 4).

**Gráfico 3. Nivel de actividad agregada
(100=2004)**

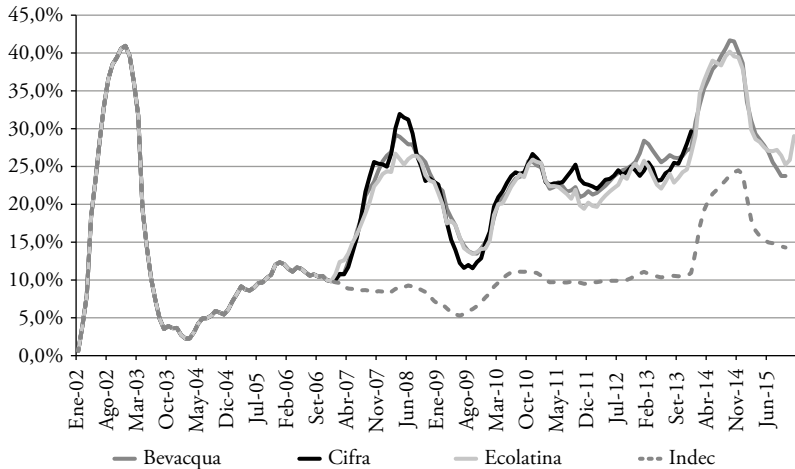


Fuente: elaboración propia a partir de datos de la consultora de Orlando Ferreres (OJF) y de Ecolatina².

El empleo del tipo de cambio nominal como ancla dio lugar a una muy intensa apreciación real: la paridad cambiaria de fines de 2015 había caído, en términos reales, a niveles comparables a los de 2001, antes de la crisis del esquema macroeconómico basado en la libre convertibilidad del peso a una paridad fija de un peso por dólar. Esos niveles resultaban extremadamente bajos en cualquier comparación histórica. Los gráficos 4 y 5a muestran la evolución de las tasas de inflación y la evolución de los tipos de cambios reales.

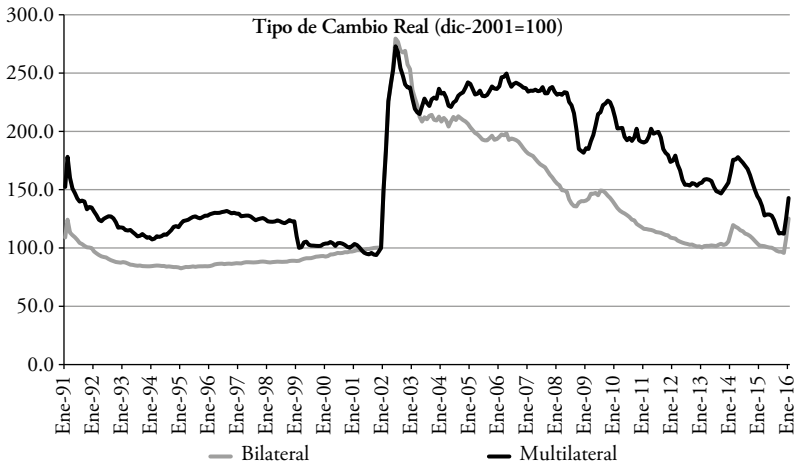
² Hasta 2007, esas fuentes mostraban una evolución del nivel de actividad muy similar a estimada por el Instituto Nacional de Estadística y Censos de la República Argentina (Indec). Pasaron a diferir poco después de la intervención de ese organismo de estadísticas.

Gráfico 4. Tasa de inflación mensual interanual (IPC)



Fuente: elaboración propia a partir de datos del centro Buenos Aires City («inflación Bevacqua»), Cifra, Ecolatina e Indec.

Gráfico 5a. Competitividad: tipos de cambio

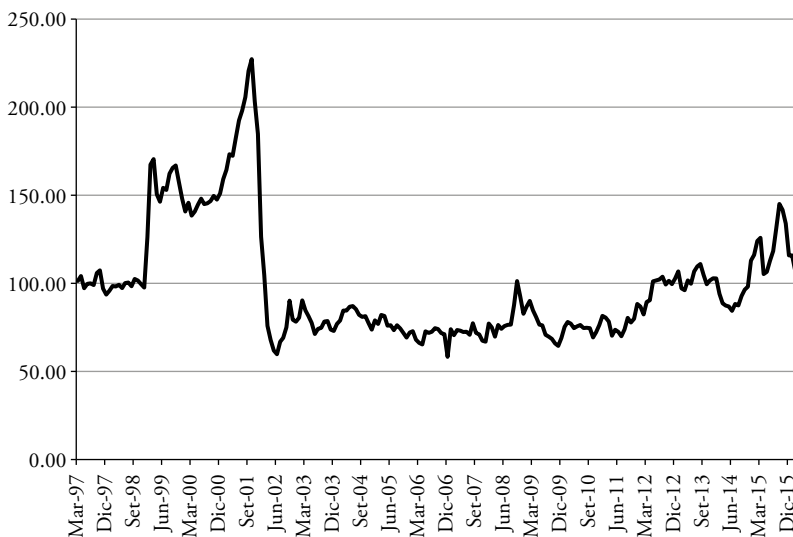


Fuente: elaboración propia a partir de datos del Bureau of Labor Statistics, BCRA, Indec y Ecolatina.

Se incluye también, en el gráfico 5b, la información sobre el costo laboral unitario comparado con Brasil, un dato muy relevante relativo a la competitividad de las actividades transables locales. Es destacable la fuerte suba observada a partir de 2011.

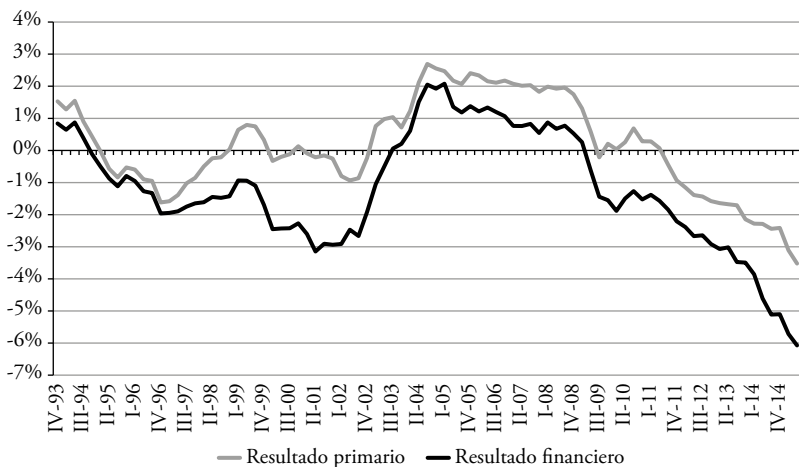
En los años recientes, dada la gravitación de la restricción externa, es decir, de la escasez de divisas como freno de la economía, la política fiscal sistemáticamente expansiva fue perdiendo potencia para dinamizar el nivel de actividad, pero llevó el déficit de las cuentas públicas a niveles sin precedentes en este siglo, por encima de los 6 puntos del PIB en 2015, de los cuales una parte sustancial la constituían los subsidios indiscriminados a las tarifas de energía y a los transportes. El gasto primario del gobierno creció casi todo el tiempo, con muy breves interrupciones, por encima de la recaudación desde 2007 en adelante.

Gráfico 5b. Competitividad: costo laboral unitario industrial relativo Argentina-Brasil (promedio 1997-98 = 100)



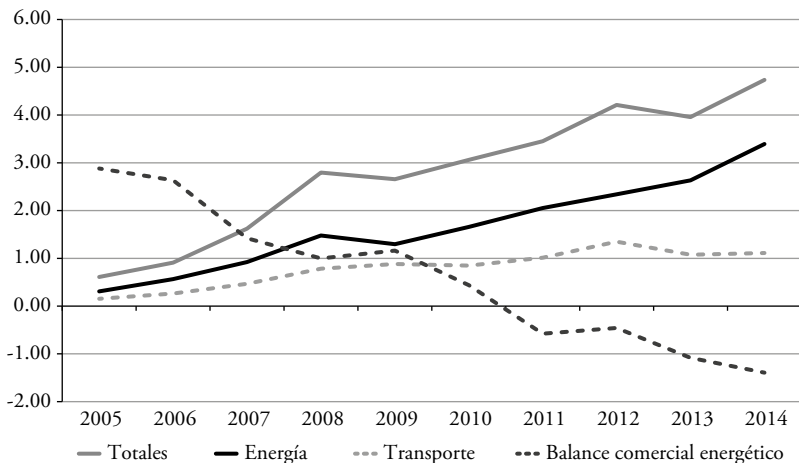
Fuente: elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Trabajo de la República Argentina, BCRA, Indec, Ecolatina, Buenos Aires City e Ipeadata.

Gráfico 6a. Resultado fiscal primario y financiero
(% del PIB)



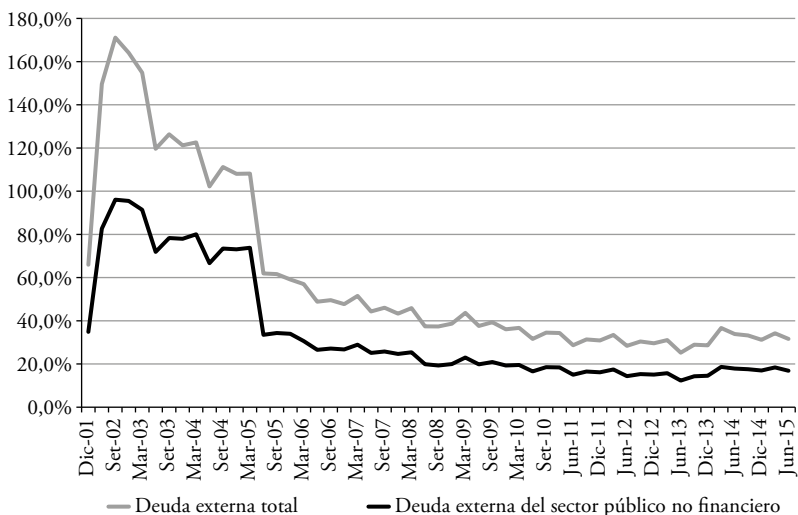
Fuente: Ministerio de Economía de la República Argentina.

Gráfico 6b. Subsidios al sector privado y saldo comercial energético
(% del PIB)



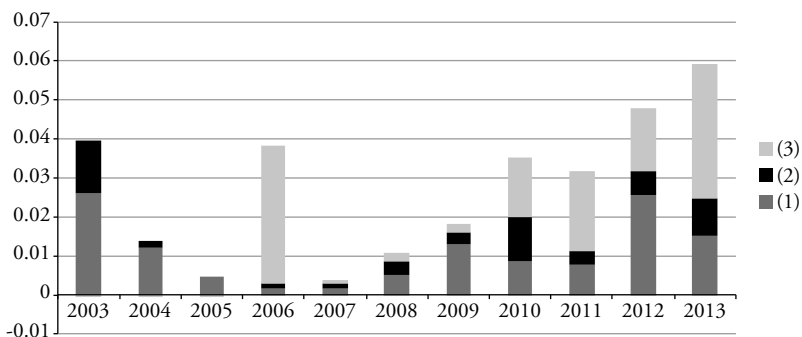
Fuente: elaboración propia a partir de datos ASAP, FMI e Indec.

Gráfico 7. Deuda externa total y pública
(en % del PIB)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Mecon.

Gráfico 8. Financiamiento del BCRA al Sector público
(% del PIB)



(1): Créditos de corto plazo en pesos.

(2): Utilidades del BC transferidas al gobierno.

(3): Préstamos en dólares al gobierno (utilizando reservas internacionales del BC) para pagar deuda externa.

Fuente: elaboración propia a partir de datos del Boletín Estadístico del BCRA, varios números.

Dado que el acceso al crédito ha estado severamente restringido para el gobierno, especialmente el crédito externo, debido a la persistencia de la situación de conflicto con los *holdouts* —es decir con los tenedores de deuda pública argentina que no aceptaron los canjes en la reestructuración de 2005 y en 2010, algunos de los cuales litigaron en la justicia de Nueva York—, el peso del financiamiento del desequilibrio de las cuentas públicas recayó de manera creciente sobre el Banco Central, cuya principal función pasó a ser precisamente la de cubrir ese déficit, con lo cual se configuró un cuadro de marcada «dominancia fiscal» sobre la política monetaria. El gráfico 8 muestra el incremento del financiamiento del BCRA al Tesoro, particularmente acentuado luego de 2009.

Existía, en apariencia, al concluir el segundo mandato de Cristina Fernández de Kirchner, un extendido consenso acerca de cuáles eran los principales problemas y desequilibrios macroeconómicos que el nuevo gobierno, que inició su administración en diciembre de 2015, debía enfrentar.

En primer lugar, corregir el fuerte atraso cambiario que ahogaba la producción transable y generaba un déficit creciente del balance en cuenta corriente y del balance de pagos. Asociado a ello, levantar las restricciones a las operaciones en el mercado de divisas, apuntando a reunificarlo. Una mejora en el tipo de cambio real debería dar lugar también al desmantelamiento de las medidas restrictivas sobre los flujos de importaciones, que se habían impuesto para proteger a algunas actividades transables locales a las que el atraso cambiario situaba en desventaja competitiva. Esas barreras proteccionistas generaban puntos de fricción y tensiones con otros países, en particular con Brasil y en el seno del Mercosur.

Debía corregirse también el considerable atraso relativo de los precios de la energía y los transportes, lo que resultaba imprescindible para revertir la trayectoria creciente del desequilibrio fiscal.

También se hacía necesario trabajar para recomponer las relaciones financieras externas, puesto que la reestructuración parcial de la deuda

en *default* estuvo lejos de coronarse con una reapertura de los mercados financieros internacionales para el país. Esto se debía en parte a la persistencia de la situación irresuelta, ya mencionada, con los *holdouts*, que cuentan con un fallo a su favor de la justicia de los Estados Unidos que el país no había cumplido. Tampoco se había logrado, durante el gobierno precedente, encarrilar una negociación efectiva para zanjar esa cuestión mediante algún tipo de acuerdo.

La recomposición de las relaciones financieras externas es importante, entre otros aspectos, porque el restablecimiento del acceso al crédito podría ayudar a extender en el tiempo algunas de las medidas requeridas para recomponer la consistencia de las políticas macroeconómicas, lo que suavizará el impacto social negativo que seguramente tendrán.

Había también consenso acerca de la necesidad de recuperar el control de la política monetaria, entonces subordinada a lo fiscal, y hacerla consistente con el objetivo de un progresivo descenso de las tasas de inflación a niveles de un dígito.

Al momento de escribir este texto, el nuevo gobierno, encabezado por Mauricio Macri, apenas transita por el primer trimestre de su gestión, y no pretendemos realizar aquí una evaluación de esta o de las medidas adoptadas inicialmente. Pero comprender los dilemas macroeconómicos que plantea la situación actual, a comienzos de 2016, requiere, sí, un balance más pormenorizado del estado de la economía heredado por el nuevo gobierno. La pregunta que surge inmediatamente al trazar el cuadro problemático de esa herencia es, puesto que los precios de bienes de exportación como la soja, pese a resultar inferiores a los máximos de la década pasada, son todavía considerablemente más elevados que en 2003: ¿cómo fue posible llegar a una situación de estanflación y penuria de divisas luego del muy largo periodo de bonanza externa experimentado desde 2003 en adelante y que (con la breve interrupción de 2008-2009) se ha extendido hasta el fin del periodo de los Kirchner y en cierto sentido aún perdura?

Sostenemos aquí que este cuadro de serias dificultades no fue principalmente el resultado del reciente cambio desfavorable del contexto externo, aunque este naturalmente acentúa algunos problemas —en especial si se considera el serio deterioro de la situación económica y política del Brasil—, sino de procesos internos y de decisiones de política que condujeron, desde una etapa «virtuosa» inicial, a la implantación de una política macroeconómica inconsistente que caracterizamos como «populismo macroeconómico», la que llevaría a su vez a la situación insostenible de fines de 2015.

En lo que sigue nos ocupamos de describir las dos etapas mencionadas, su génesis, los desempeños disímiles que las caracterizaron y las dificultades que fueron surgiendo endógenamente, así como el tránsito entre ambas y la forma en que fueron condicionadas por el contexto externo. Hacemos también referencia a algunos aspectos de la evolución del contexto político nacional y de las relaciones internacionales del país. Luego concluimos con un conjunto de reflexiones sobre política macroeconómica y sobre las interacciones entre política macro y política a secas, en una sociedad caracterizada por grado importante de conflicto social, particularmente en el plano distributivo. Estas consideraciones contemplan también algunos aspectos del momento inicial de la administración del presidente Mauricio Macri (finales de 2015).

LA ETAPA VIRTUOSA (2003-2010)

El rápido fortalecimiento de una presidencia «débil»

Las elecciones presidenciales de 2003 se dieron bajo la gran sombra de las múltiples crisis de 2001 y 2002, de muy graves consecuencias económicas, sociales y políticas. La demanda popular de «que se vayan todos», referida a los dirigentes políticos, escondía en realidad una demanda de gobierno, luego del fracaso estrepitoso de la gestión de la alianza que llevara a la presidencia a Fernando de la Rúa.

Esa demanda de «más gobierno» había encontrado algunas respuestas eficaces en materia de gestión de la economía bajo la breve administración del presidente Duhalde y de los ministros Remes Lenicov y Lavagna —este último seguiría en esa función al comienzo del gobierno de Néstor Kirchner—. A lo largo de 2002 se había logrado, a través de un proceso complejo —no exento de marchas y contramarchas y muy conflictivo—, superar el momento más duro de la crisis, estabilizar algunas variables cruciales como el tipo de cambio nominal, el tipo de cambio real y el PIB y, lentamente, poner a la economía nuevamente en movimiento, al tiempo que se restablecía en forma progresiva la estabilidad monetaria y financiera y se contenía el salto inflacionario generado por la fuerte devaluación del peso.

Pero en el plano político, la implosión del sistema de partidos, con la desaparición de la alianza —la coalición que sustentara la referida presidencia de Fernando de la Rúa entre 1999 y fines de 2001— y un grave debilitamiento de la Unión Civil Radical (UCR), el principal partido de dicha alianza, dio paso a un escenario de muy acentuada fragmentación de fuerzas.

En las elecciones de 2003, como reflejo de esa fragmentación, ningún candidato a presidente alcanzó siquiera 25% de los votos en la primera vuelta electoral³. Néstor Kirchner quedó en segundo lugar, pero fue electo presidente debido a la decisión de Carlos Menem de no competir en el balotaje, en el que se anticipaba que sería claramente derrotado. Néstor Kirchner inicia así una fase de presidencia «débil».

³ Carlos Menem obtuvo un 24,45% y Néstor Kirchner un 22,24% de los votos. El candidato de la UCR Leopoldo Moreau reunió apenas 2,34%, nítido reflejo de la profunda crisis de ese partido. Sin embargo, cabe notar también que, más allá de sus diferencias, los dos primeros candidatos se definían como «justicialistas», al igual que Adolfo Rodríguez Saá, quien obtuvo poco más de 14%, de modo que los candidatos justicialistas sumados reunieron alrededor de 60% de los votos, lo que prefiguró un aspecto del futuro mediano: la consolidación de un sistema partidario con una fuerza política claramente dominante.

Esa relativa debilidad devenía del limitado respaldo cuantitativo en términos de votos con que había sido electo, pero también de otros factores limitantes que incluían un todavía escaso control del peronismo, como también de las fuerzas de esa corriente en el ámbito parlamentario y sindical, por parte del presidente, por ejemplo⁴.

Sin embargo, tres importantes factores jugaban a favor del nuevo mandatario: (i) el curso favorable que ya venía siguiendo la economía desde antes de su asunción —repuntando desde el punto más agudo de la crisis—, (ii) la muy acentuada fragmentación de la oposición y (iii) su indudable audacia política. Especialmente debido a esta última cualidad, en un lapso relativamente breve, entre 2003 y 2006, Néstor Kirchner consiguió convertir su presidencia «débil» en una fuerte, y poco después en una «dominante», según la caracterización de Ollier (2015). Fueron fundamentales para ello ciertas decisiones de mucho peso tomadas por el nuevo presidente —con un impacto favorable en la opinión pública—, como la modificación de la composición de la Corte Suprema de Justicia, por entonces muy desprestigiada, y medidas en el plano de los derechos humanos —especialmente la derogación de las leyes de Obediencia Debida y Punto Final que habían beneficiado a agentes de la represión en el periodo de la dictadura militar—. También se derogaron leyes de flexibilidad laboral vigentes desde los años noventa, lo que facilitó la reunificación de la Confederación General del Trabajo, hasta entonces dividida, que se encolumnó en apoyo al gobierno.

En un lapso relativamente breve de intenso activismo político, Kirchner logró asumir la conducción del peronismo, de manera informal en un principio y formal más tarde. El presidente asumió también un papel muy importante en el proceso de reestructuración de la deuda pública en situación de *default*, con lo que impulsó una importante quita.

⁴ Nos basamos, en este punto, en la caracterización de la evolución del poder presidencial que se presenta en Ollier (2015).

La reestructuración llegaría a buen puerto a comienzos de 2005, aunque no cerraría completamente el capítulo del *default*⁵.

Al responder, mediante esas y otras medidas de impacto, a la demanda de gobierno de la sociedad, Néstor Kirchner logró incrementar sus recursos políticos y fortalecer considerablemente su presidencia.

Un hito importante en ese camino estuvo constituido por las elecciones de medio periodo, de renovación parcial de las cámaras legislativas, en octubre de 2005. Esos comicios resultaron ser una especie de divisor de aguas. En ellos el presidente consiguió plasmar en votos su creciente gravitación política y obtener una importante victoria. Además del triunfo nacional, fue de gran relevancia el resultado en la electoralmente estratégica Provincia de Buenos Aires, donde dirimía en verdad el liderazgo del peronismo, contra el expresidente Duhalde. Allí el peronismo se presentó dividido, y Cristina Fernández de Kirchner fue electa al Senado de la Nación al derrotar a Hilda Duhalde, lo que constituyó un paso decisivo para que la flamante corriente kirchnerista avanzara hacia el control político de la Provincia.

Incrementados sus recursos políticos, Kirchner decide poco después redefinir su gabinete desplazando a algunos ministros importantes que había «heredado» de la gestión de Duhalde —en especial el ministro de Economía, Lavagna—. Se fue avanzando así hacia un cuadro de «hiperpresidencialismo», entendido como el ejercicio del poder por parte de la presidencia sin contrapesos efectivos⁶.

Un tanto paradójicamente, o quizás no tanto, el inicio de la presidencia fuerte marcaría también el progresivo debilitamiento de la calidad del manejo de la política económica, tendencia que se acentuaría en forma progresiva más tarde, en la fase de presidencias «dominantes»⁷.

⁵ Puede verse al respecto Damill, Frenkel y Rapetti (2010).

⁶ Russell y Tokatlian (2015) señalan además que el hiperpresidencialismo «favorece la sobreactuación y la volatilidad en materia de política exterior» (p. 239).

⁷ Ollier señala que el calificativo de «dominante» aplica al final de la presidencia de Néstor Kirchner y a los dos periodos sucesivos de Cristina Fernández de Kirchner.

A continuación, abordamos más específicamente los aspectos de la evolución económica en esta primera etapa de presidencia «débil».

El régimen de tipo de cambio real competitivo y estable

Sintetizaremos en este punto los principales ejes de la exitosa experiencia de política macroeconómica argentina a la salida de la crisis de 2001-2002. El pilar central fue un tipo de cambio real competitivo y estable (TCRCE). En efecto, el TCRCE multilateral se mantendría con cambios relativamente menores por algo más de cuatro años (véase el gráfico 5a). El cuadro incluido a continuación reúne algunos de los datos macroeconómicos básicos del periodo y de la etapa subsiguiente.

Tabla 1. Principales variables macroeconómicas

	PBI (%)	Inflación	Términos de intercambio (2004=100)	Tasa de la FED EE.UU.	TCRCE (Dic 01=100)		Superávit primario (% PBI)	Cuenta corriente (% PBI)	Salario real (var %)
					US\$	Multilateral			
2003	8,8%	3,7%	93,4	1,10	215,8	216	2,3%	6,5%	7,7%
2003-08	7,8%	14,8%	103,4	2,94	188,0	223	3,3%	3,6%	9,4%
2008	4,4%	23,0%	120,4	1,88	143,7	203,0	3,1%	2,8%	2,9%
2010-14	2,7%	25,5%	135,17	0,25	111,5	162	0,0%	-0,1%	3,0%
2014	-2,6%	37,6%	131,91	0,25	112,0	158	-0,9%	-0,3%	-4,1%

Fuente: elaboración propia a partir de Indec, BCRA, Orlando Ferreres (OJF), Ecolatina, Ministerio de Economía de la República Argentina y Ministerio de Trabajo de la República Argentina.

Al decir de la autora: «Un presidente dominante dispone de recursos suficientes para controlar políticamente —a través de distintos mecanismos— o garantizarse el apoyo tanto de las instituciones formales (los poderes judicial y legislativo, los partidos políticos y los gobernadores en países federales) como de otros actores (fuerzas armadas, campesinos, sindicatos) relevantes en la competencia política. [...] El presidente gobierna a expensas de pesos y contrapesos, y sortea la *accountability* horizontal y social, al fiscalizar los organismos que la Constitución diseña para controlarlo (auditorías, defensorías, entre otros)» (2015, p. 63).

A la salida de la crisis del régimen de convertibilidad y luego de algunos tropiezos, se consiguió estabilizar la paridad cambiaria en el marco de un régimen de flotación administrada⁸. Merece mención el hecho de que eso se logró a pesar del aislamiento financiero del país luego del *default*, lo que incluyó la abierta oposición del FMI a la política cambiaria —en favor de una flotación sin intervención—.

El efecto inflacionario de la fuerte devaluación de inicios de 2002 fue transitorio. El coeficiente de traslado a precios resultó ser el más bajo en la historia de las devaluaciones en el país hasta ese momento. Varios factores contribuyeron a este resultado: la larga estabilidad de precios durante la década en la que se mantuvo el régimen de caja de conversión y la ausencia de mecanismos indexatorios heredada de ese régimen; y el elevado desempleo que limitó la reacción salarial. Además, la devaluación fue parcialmente compensada por el establecimiento de impuestos a la exportación (retenciones), y muchos precios públicos que estaban dolarizados fueron convertidos a pesos («pesificados») y congelados.

La tasa de inflación dio un salto hacia arriba como reflejo del impacto inicial de la devaluación pero enseguida comenzó a declinar, y hacia mediados de 2003 la tasa de inflación anualizada era prácticamente nula. La estabilización de precios contribuyó a su vez a la estabilidad cambiaria.

Una vez estabilizada la paridad, comenzó a recomponerse la demanda de dinero y el Banco Central dio lugar a que se produjera una moderada apreciación nominal del peso, para luego comenzar a intervenir con la intención de ponerle un límite. Esa intervención estabilizadora, ya entrado el año 2003, puede considerarse el inicio de la vigencia de la etapa de TCRCE.

⁸ Hemos examinado en varios trabajos cómo se llegó a establecer, hacia 2003, ese TCR competitivo, y los avatares posteriores. Véase, por ejemplo, Damill, Frenkel y Rapetti (2014 y 2015) y Frenkel y Rapetti (2006 y 2008).

La devaluación real fue clave para lograr que se configurara un cuadro de «superávits gemelos», externo y fiscal, con lo cual se invertía lo observado en los años noventa. El tipo de cambio real elevado permitió pasar a una situación fuertemente superavitaria del comercio y también de la cuenta corriente del balance de pagos y acumular reservas. Por cierto, el aumento de los precios de los productos básicos de exportación contribuiría a esa mejora a partir de 2004. La captura por parte del sector público de parte del efecto de la devaluación sobre los precios, vía impuestos a la exportación, favoreció también la recomposición de las cuentas públicas, sobre las que tuvo impacto decisivo, asimismo, la suspensión inicial (parcial) de los pagos de deuda externa pública y, a partir de 2005, el efecto de la consiguiente reestructuración, ya mencionada, de las obligaciones financieras internacionales del gobierno nacional. Pero fueron especialmente relevantes los efectos sobre la recaudación fiscal de la expansión económica, que rápidamente adquirió un gran dinamismo.

El esquema de TCRCE se reveló muy eficaz para promover una veloz expansión. En otros trabajos hemos identificado varios canales por los cuales un tipo de cambio real elevado favorece el crecimiento económico y la generación de empleo⁹. El «canal macroeconómico» refiere el efecto expansivo que opera sobre exportaciones y sustitución de importaciones. El canal de desarrollo se refiere al incentivo a la inversión en los sectores productores de transables, que tiene efectos dinamizadores sobre la productividad y externalidades sobre el resto de la economía. El «canal macroprudencial» enfatiza la importancia de la estabilidad macroeconómica sobre la inversión agregada cuando se mantiene un TCR competitivo. Un TCRCE tiende a generar balances de pagos robustos y acumulación de reservas internacionales, lo cual reduce las posibilidades de frenazos en los flujos de financiamiento externo (*sudden stops*) y crisis financieras. Finalmente, el «canal de intensidad laboral»

⁹ Por ejemplo en Frenkel (2008) y Frenkel y Rapetti (2006 y 2008).

destaca el mecanismo por el cual un TCRCE elevado incentiva el empleo de mano de obra al favorecer una mayor utilización de trabajo por unidad de capital.

Siendo el TCRCE el eje principal del esquema macroeconómico, ¿cómo se coordina la política cambiaria con las restantes políticas macro?

En primer lugar, la política monetaria se subordina en parte a lograr la meta intermedia de tipo de cambio, de modo que se hace necesario intervenir con ese fin. Así se hizo mediante intervenciones compradoras en el mercado de divisas desde fines de 2003.

En ese marco se establecían metas cuantitativas para mantener controlada la cantidad de dinero, lo que hacía necesarias acciones de esterilización monetaria. La esterilización tiene costos y, en consecuencia, puede poner límites a la política de flotación administrada si aquellos se tornan elevados. No fue el caso durante el periodo en cuestión. Eventualmente, puede recurrirse también a restricciones a los movimientos de capital. De hecho, se implementaron desde 2005 cuando, luego de la reestructuración de la deuda, comenzaron a producirse ingresos netos de capitales privados que, puesto que en ese momento la cuenta corriente era también superavitaria, complicaban el manejo monetario.

Por otra parte, la necesidad de la estabilización monetaria y financiera luego de la crisis de 2001-2002 imponía muchas restricciones. Por ejemplo, con un sistema financiero quebrado, la emisión de dinero dirigida a apoyar a los bancos tendió inicialmente a hacerse endógena, aunque los consiguientes incrementos de la masa monetaria fueron absorbidos por una demanda de liquidez en pesos en recuperación. La mayor liquidez se combinó con otras medidas de apoyo a la banca y con una actitud de «tolerancia regulatoria», y así se recompuso de a poco la salud de las entidades bancarias, siguiendo un enfoque gradualista que fue también, como lo era la política cambiaria, resistido por el FMI, que en este caso abogaba por un tratamiento de *shock*.

Con la política monetaria limitada por los requerimientos derivados del manejo cambiario y de la crisis financiera, la moderación del efecto expansivo propio del esquema de TCRCE debía recaer en mayor grado sobre la política fiscal. Además, en condiciones de *boom* de precios de exportables, un manejo apropiado de la política fiscal debería pasar por captar parte de las ganancias extraordinarias derivadas de dicha bonanza y posiblemente constituir un fondo de estabilización. La conducción económica inicial bajo el gobierno de Néstor Kirchner promovía la constitución de tal fondo, pero no se avanzó en ese sentido.

Otro elemento central para la conducción de un esquema de TCRCE es la política salarial y de ingresos. Un TCRCE competitivo implica que en cada momento del tiempo el salario real —o más precisamente, el poder de compra de los salarios, medido en bienes y servicios transables— sea inferior al que se podría tener con un tipo de cambio real de «equilibrio» —más bajo que el nivel competitivo que sigue el esquema de TCRCE—. La apuesta del esquema de TCRCE es que la inversión en actividades transables que generen varios tipos de externalidades y derrames positivos al resto de la economía propicie un rápido aumento de la productividad y de los ingresos reales. En otras palabras, un régimen de TCRCE implica salarios reales más bajos que los que se podría tener con otro esquema, pero con mayor ritmo de crecimiento. Es central entonces hacer compatibles las mejoras salariales con las ganancias de productividad de los sectores transables. Las políticas salarial y de ingresos deberían cumplir ese papel.

La política salarial de los gobiernos kirchneristas, en cambio, propició sostenidas escaladas salariales superiores a la suma de la tasa de inflación pasada más la tasa de crecimiento de la productividad.

Algunos problemas de la fase virtuosa y la pérdida de la virtud

Crecimiento vertiginoso del PIB y del empleo; aumento de los salarios reales, superávits del balance de pagos y de las cuentas fiscales; reestructuración de la deuda y saneamiento del sistema financiero interno. Destacado por logros tan notables, el «modelo» argentino parecía compararse también favorablemente con los regímenes de metas de inflación que se habían instaurado por entonces en varios países de la región (Chile, Brasil, Perú, Colombia, México), sobre todo por evitar el sesgo hacia la apreciación cambiaria que se observaba en esos casos.

Sin embargo, también asomaban problemas. El más evidente de ellos era la aceleración inflacionaria. Desde el «piso» de 2003 la tasa inflacionaria anual casi se duplicó en 2004 y lo hizo nuevamente en 2005. Frente a ese fenómeno, que hubiese requerido reformular el programa macroeconómico, el gobierno evitó una respuesta integral y consistente. En 2006 recurrió a la prohibición de exportaciones de algunos alimentos, controles y acuerdos de precios y, a comienzos de 2007, se cayó en la desafortunada práctica de alterar los índices de precio, y actúan sobre el indicador en lugar de hacerlo sobre el fenómeno¹⁰.

La política macroeconómica fue perdiendo consistencia con el tiempo y se deslizó progresivamente hacia lo que llamamos «populismo macroeconómico»¹¹, orientación que se desplegaría plenamente desde 2010 en adelante. En 2005, por ejemplo, y con la economía creciendo a un ritmo superior al 8% anual, no solo se abandonó la idea de constituir

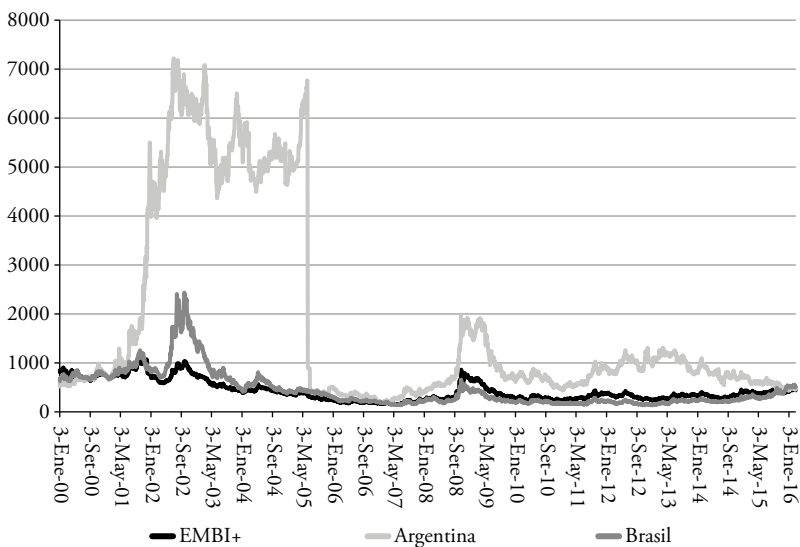
¹⁰ La tasa de variación del IPC «entre puntas» pasó de 3,7% en 2003 a 6,1% en 2004 y a 12,3% en 2005. En 2006, a merced de medidas de intervención en ciertos mercados y a acuerdos de precios, bajó a 9,8%. Al año siguiente, 2007, tras la intervención del Indec, el registro oficial indicó una nueva baja, a 8,5%, cuando las tasas de variación de precios al consumidor medidas por diversas fuentes —privadas e incluso oficiales de provincias— coincidían en registrar para ese año una fuerte aceleración, con tasas del orden de 25% interanual y, además, con muy escasa diferencia entre las distintas fuentes (véase el gráfico 4).

¹¹ Véase por ejemplo Damill, Frenkel y Rapetti (2014 y 2015).

un fondo fiscal anticíclico, sino que la política fiscal adquirió ya entonces un sesgo expansivo que, en tal contexto, en medio de un *boom* de precios de *commodities* de exportación como la soja, y con el gasto privado creciendo de manera muy acelerada, resultaba claramente inapropiado.

La manipulación del IPC fue, por su parte, el primer escollo de los varios que aparecerían en el camino e impedían que la recomposición de las relaciones financieras externas del país se completara, recorriendo el resto del camino abierto por la reestructuración de 2005. En efecto, parte importante de la deuda reestructurada estaba denominada en pesos y se ajustaba por inflación, de modo que puede argumentarse que la manipulación del índice constituyó un *quasi default* sobre esa deuda, cuyo capital pasó a ajustarse por debajo de lo que hubiese correspondido.

Gráfico 9. Primas de riesgo país en puntos básicos
(promedio para las economías emergentes EMBI+, Argentina y Brasil)



Fuente: elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía de la República Argentina.

Puede constatar en el gráfico 9 que, inmediatamente después del inicio de esta práctica, la prima de riesgo país de los bonos soberanos de Argentina, que había bajado sustancialmente luego de la reestructuración, equiparándose a la del Brasil a inicios de 2007, subió por sobre la del país vecino y por sobre la del conjunto de los emergentes. Esto sucedió antes de que dichas primas se movieran conjuntamente hacia arriba al calor de la crisis financiera internacional iniciada en 2007 en el segmento de hipotecas *sub prime* en el sistema financiero de los EE.UU.

Algo más tarde, esa crisis internacional impactó sobre el ritmo de crecimiento, lo cual frenó la expansión vertiginosa que traía la economía hasta 2007, principalmente como consecuencia de una fuerte declinación del valor de las exportaciones. Sin embargo, los canales financieros de transmisión del *shock* externo negativo no tuvieron la gravitación que habían tenido en crisis anteriores, por diversas razones, algunas asociadas a ciertas fortalezas de la economía derivadas de la bonanza precedente —como una cuenta corriente del balance de pagos superavitaria, un elevado nivel de reservas internacionales y un endeudamiento externo relativamente bajo—. De manera un tanto paradójica, sin embargo, otros de los factores que atenuaban este impacto negativo eran en realidad reflejo de una carencia: la Argentina se encontraba aún aislada de los mercados internacionales de fondos, y ese relativo aislamiento significó también una vulnerabilidad acotada ante el cambio desfavorable del escenario financiero externo.

En 2007-2008 la política fiscal mantuvo su sesgo expansivo, pero en este caso esa era una respuesta apropiada a las nuevas circunstancias, que permitió amortiguar los efectos de la declinación de la demanda privada.

En contraste, fue menos claro el manejo de la política cambiaria: la preservación del TCRCE fue debilitándose como meta intermedia de la política económica. Al contrario, en el marco de un intenso conflicto con el sector agropecuario acerca de los impuestos de exportación, el gobierno dejó apreciar la paridad nominal a comienzos de 2008, y al llegar al momento del contagio derivado de la quiebra de Lehman

Brothers el TCRCE multilateral era aproximadamente un 25% más bajo que el promedio de 2003-2007, periodo en el que se había mantenido con escasas oscilaciones (véase el gráfico 5).

«Desendeudamiento» y relaciones internacionales

Como se podría esperar en una presidencia «débil», según se ha caracterizado a la de Néstor Kirchner en su comienzo, la agenda de política internacional estuvo dominada por prioridades de orden interno, aunque ese rasgo se mantendría más tarde atravesando también las gestiones de Cristina Fernández de Kirchner¹². Algunos de los temas relevantes del periodo, como el proceso de reestructuración de la deuda, eran secuelas de la crisis de 2001-2002. También en el plano de las relaciones internacionales fueron de mucho impacto algunas «decisiones fuertes» del presidente, que concitaban apoyo mayoritario, como el impulso a una importante quita sobre la deuda en *default*, y la cancelación, a fines de 2005, de toda la deuda vigente con el FMI. La reducción de la deuda pública total y de la deuda externa pública como consecuencia de la reestructuración se aprecia con claridad en el gráfico 7.

Néstor Kirchner articuló un discurso latinoamericanista y «pro-Sur». Un evento muy importante en el crucial año 2005 fue la IV Cumbre de las Américas realizada en Mar del Plata en noviembre —a la que asistiera el presidente Bush— en la que Néstor Kirchner y el presidente venezolano Hugo Chávez se aliaron para oponerse al proyecto del ALCA.

Cabe señalar, sin embargo, que el discurso latinoamericanista de los sucesivos gobiernos de la década tendría un relativamente escaso reflejo en los flujos de comercio con la región. Las mayores variaciones en la estructura de los intercambios internacionales del país estuvieron constituidas por el considerable aumento de la participación de China, tanto en las importaciones cuanto en las exportaciones, con contrapartida en una pérdida de peso relativo de los EE.UU. y de la Unión Europea,

¹² Véase por ejemplo Russell y Tokatlian (2015).

mientras que la participación del comercio con otros países de la región latinoamericana presentaba poca variación¹³.

Un frente económico de conflicto externo, que se mantuvo plenamente abierto por entonces, fue el asociado a las múltiples demandas de empresas multinacionales por la «ruptura de contratos» —a través, por ejemplo, de la pesificación de los precios de servicios públicos privatizados en los años noventa— en 2002, durante la crisis, lo que originó numerosas demandas contra el país en el CIADI (ICSID, por sus siglas en inglés). El gobierno argentino mantuvo un *statu quo* que las empresas consideraban lesivo, pues preservó una situación que requería seguramente renegociaciones de contratos, entre otras medidas. Esta aparente morosidad de las autoridades fue un factor importante para explicar la insuficiente inversión de capital y, consecuentemente, el paulatino deterioro de la infraestructura de servicios —eléctrica y de ferrocarriles, por ejemplo— que se extendería hasta el final de las administraciones kirchneristas.

LA ETAPA DE POPULISMO MACROECONÓMICO

Las «presidencias dominantes» de Cristina Fernández de Kirchner

Como indicamos más arriba, siguiendo la caracterización de Ollier (2015), el poder político presidencial se fue fortaleciendo progresivamente a partir de 2003. Si Néstor Kirchner fue electo presidente con

¹³ Véase al respecto Russell y Tokatlian (2015, p. 246). Entre los años 2000-2001 y 2010-2011, las exportaciones a China pasaron de 5,8 a 14,8% del total, prácticamente igualando la caída sumada de la participación de EE.UU. y UE15. En las importaciones, el comercio con China pasó de 4,6% del total a 11,3%, con caídas de EE.UU. y UE15 que sumaron 10,2%. Más adelante, a lo largo de la segunda presidencia de Cristina Fernández de Kirchner, los problemas de los flujos comerciales con la región, y muy especial con el Brasil, se agravarían como consecuencia de las acciones proteccionistas de Argentina, adoptadas como forma de atenuar la declinación del nivel de reservas y compensar en parte los efectos negativos del fuerte atraso cambiario sobre las actividades transables locales.

menos de 23% de los votos, en las elecciones presidenciales de 2007 su esposa duplicó ese caudal, arañando el 46% de los votos y casi duplicando también los sufragios obtenidos por la fórmula que ocupara el segundo lugar. Cristina Fernández de Kirchner contaba con considerables recursos políticos, incluyendo un fuerte respaldo legislativo y del peronismo, así como de buena parte del aparato sindical, y contaba también con un importante apoyo ciudadano. Su poder político se veía de hecho reforzado por la persistencia de la fragmentación de la oposición —aunque las distintas corrientes de la misma sumaran más del 50% de los votos—.

Durante las gestiones de la presidente Cristina Fernández el hiperpresidencialismo se vio acentuado. La mandataria ejerció el gobierno en un estilo «decisionista», con escaso diálogo y negociación, particularmente en el Parlamento, pero también al interior de la propia fuerza política gobernante e incluso dentro del gabinete de ministros. Las decisiones del Poder Ejecutivo tendieron a concentrarse en un muy pequeño grupo de personas en el entorno de la presidencia, y dado el control político ejercido sobre el peronismo y los legisladores de ese partido, fueron impuestas al parlamento y a la sociedad toda.

Esa forma concentrada de ejercicio del poder encontró un primer gran escollo en el conflicto con el sector agropecuario mencionado más arriba, a fines de 2007 y comienzos de 2008, en el que el oficialismo resultaría finalmente derrotado.

En lugar de llevar a una revisión del estilo de gobierno, esa derrota política generó, por el contrario, un reforzamiento de aquel, dada la manera de reaccionar «huyendo hacia adelante» que sería característica de las presidencias de Cristina Fernández. Así, en 2008 el Ejecutivo adoptó decisiones de mucho peso, como la de estatizar los fondos de pensión privados, la estatización de Aerolíneas Argentinas y el establecimiento por decreto de la Asignación Universal por Hijo.

Pese al impacto favorable de esas medidas en buena parte de la opinión pública, varios factores contribuirían a la derrota del oficialismo en las elecciones de medio periodo (2009). Entre ellos, el clima

de conflicto social en torno a la cuestión de las retenciones agropecuarias, que se sumó a otros elementos negativos como la aceleración inflacionaria y la recesión vinculada con la crisis global.

Pero en 2010 sobrevino la muerte de Néstor Kirchner. Este hecho originaría en la población una ola de simpatía hacia la presidente, que se expresó, por ejemplo, en un impactante cambio en las encuestas de opinión. En dichas encuestas, la opinión favorable a la presidente saltó de 19% a 55% en pocos meses (Ollier, 2015, p. 50).

Ese factor confluyó con el rápido repunte de la economía a partir de 2009 y con la persistencia de la fragmentación opositora —aún después de su buen desempeño electoral en aquel año—, lo que hizo posible que la presidenta lograra su reelección en 2011. Obtendría un 54% de los votos en la primera —y, naturalmente, única— vuelta electoral, lo cual incrementó además el peso del oficialismo en las cámaras legislativas y en el control territorial de provincias e intendencias a lo largo de todo el país.

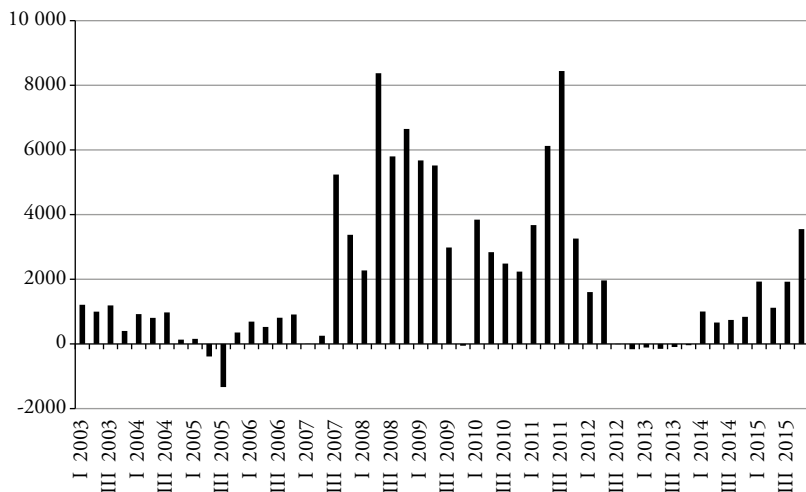
Una presidencia «dominante» y una economía cada vez más débil

Así, superado el lapso asociado al momento más intenso de la crisis global, el nivel de actividad repuntó velozmente en 2010-2011 (véase el gráfico 3). Sin embargo, desde principios de 2012 se comenzaría a transitar por un sendero de estancamiento del producto, del empleo y de los salarios, con un ritmo inflacionario relativamente alto para los patrones latinoamericanos del periodo.

El inicio de esta trayectoria desfavorable es coincidente con la introducción de los controles en el mercado de cambios, los que fueron establecidos con el propósito de detener, evitando una devaluación, la persistente caída de las reservas internacionales que el Banco Central sufría desde mediados de 2011.

En un principio, el aumento de la demanda de activos externos que desató la contracción de las reservas de divisas pudo interpretarse como un emergente natural de la incertidumbre vinculada a la elección presidencial.

Gráfico 10. Formación bruta de activos externos del sector privado
(en millones de US\$)

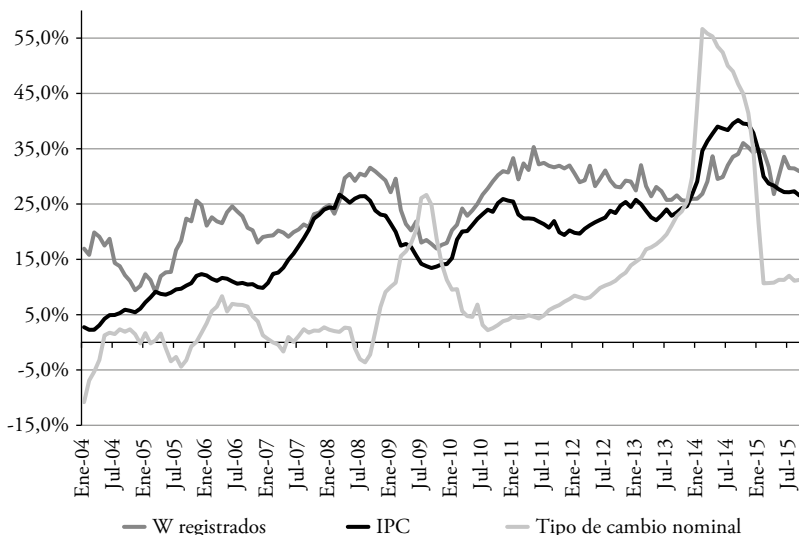


Fuente: Indec.

De hecho, no se observaban a mediados de 2011 síntomas significativos de desequilibrio macroeconómico: la economía aún exhibía superávits gemelos, aunque declinantes, de las cuentas públicas y externas, y un tipo de cambio real multilateral en niveles que no eran percibidos como desalineados, aunque está claro que el carácter expansivo de la política fiscal resultaba inapropiado en una economía con tasas de expansión de la actividad muy elevadas —comparables, a la salida de la crisis global, a las registradas en la fase virtuosa precedente—, la que además soportaba un ritmo inflacionario ubicado por entonces sostenidamente por encima del 20% anual.

La administración de la política cambiaria, sin embargo, describía una tendencia insostenible. Durante el bienio 2010-2011, mientras los salarios y los precios aumentaban a un ritmo anual de 30% y 25%, respectivamente, el tipo de cambio nominal lo hacía muy por debajo, a un ritmo de entre 5 y 10%, como puede verse en el gráfico 11.

Gráfico 11. Tasa de variación interanual de salarios nominales, índice de precios al consumidor y tipo de cambio nominal oficial



Fuente: elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Trabajo de la República Argentina, BCRA, Indec y Ecolatina.

Si bien el nivel del tipo de cambio real no podía considerarse de desequilibrio, esta trayectoria era a todas luces insostenible porque propiciaba una tendencia a la apreciación real del orden del 20% anual.

El público creyó que la política cambiaria se adecuaría a la trayectoria nominal de precios y salarios luego de las elecciones y dolarizó su portafolio. Sin embargo, en noviembre de 2011, en lugar de modificar su estrategia cambiaria tras las elecciones, el gobierno optó por introducir los controles ya mencionados, para proteger las reservas internacionales del Banco Central y evitar una devaluación.

Con los controles emergieron mercados cambiarios alternativos en los que las divisas extranjeras cotizaban a precios superiores al oficial. La brecha entre la cotización oficial y el denominado «dólar blue» incentivó la demanda de dólares y debilitó la oferta en el mercado

oficial de cambios. El consecuente exceso de demanda en el mercado oficial redundó en que, a pesar de las restricciones a las transacciones en divisas, se produjera una continua caída del *stock* de reservas internacionales del Banco Central.

La ineficacia de los controles para detener la tendencia declinante de las reservas forzó más tarde al gobierno a acelerar la tasa de devaluación del peso. Sin embargo, esta se mantuvo siempre por debajo de la tasa de inflación de precios y salarios, por lo que continuó el proceso de apreciación real y el deterioro de las condiciones de competitividad internacional de las actividades transables.

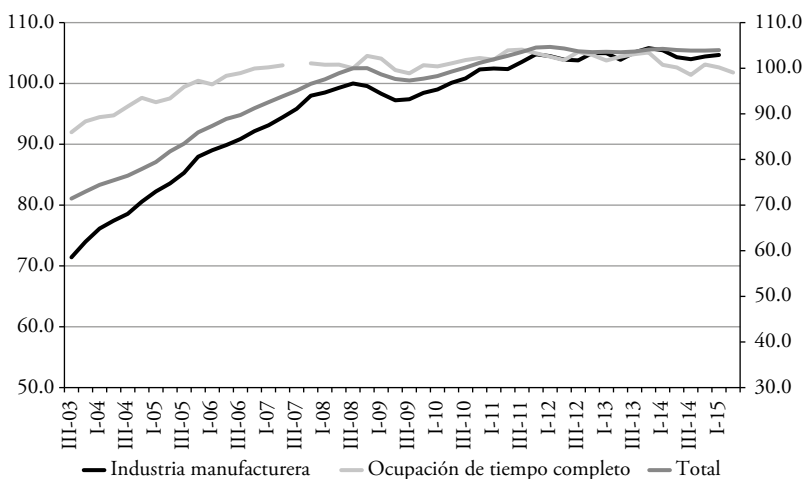
La sangría de las reservas internacionales del Banco Central pudo finalmente detenerse cuando, en enero de 2014, se combinó una escalada del tipo de cambio nominal discreto del orden del 30% con un alza de la tasa de interés de las Letras del Banco Central (Lebac), que pasó de 15% a casi el 30% anual en pocos días. Las reservas experimentaron entonces un repunte, aunque más que el efecto de la devaluación primó la obtención de algunas líneas de financiamiento entre las que se destaca un *swap* de monedas negociado con el Banco Central de la República Popular de China por un monto superior a los US\$ 11 mil millones. Frenada la caída de las reservas, se retomó la estrategia de emplear la política cambiaria como principal ancla nominal. Como resultado, el proceso de apreciación real reanudó su marcha y las condiciones de competitividad de las actividades productoras de bienes y servicios transables continuaron su deterioro.

El endurecimiento de los controles de las operaciones de cambio y a las importaciones impactó negativamente, por varios mecanismos, sobre el nivel de actividad y, en consecuencia, sobre la generación de empleo. La dificultad para conseguir financiamiento en dólares, por ejemplo, perjudicó las transacciones en el mercado inmobiliario y colateralmente afectó a la actividad y el empleo en el sector de la construcción. Los controles al comercio exterior, por su parte, limitaron la compra de insumos importados en algunas ramas de la industria y, consecuentemente,

restringieron su capacidad de producción. Generalmente la incertidumbre en relación con el levantamiento de los controles y con la evolución del tipo de cambio indujo a posponer decisiones de inversión.

Así, con algunas oscilaciones, el nivel de actividad se mantenía, a fines de 2015, muy semejante al de 2011, previo a la introducción de los controles cambiarios. El nivel de empleo total y el empleo a tiempo completo —al menos 35 horas semanales— había caído incluso por debajo de los niveles previos a la imposición de los referidos controles. Más aún, los aumentos en el empleo registrado a lo largo de dicho periodo se generaron mayormente en el sector público. Los gráficos 3, 12a, 12b y 12c muestran la evolución del producto y del empleo, respectivamente.

Gráfico 12a. Evolución del índice de ocupación en la industria manufacturera y de las tasas de empleo y de empleo a tiempo completo (2008.3 = 100)

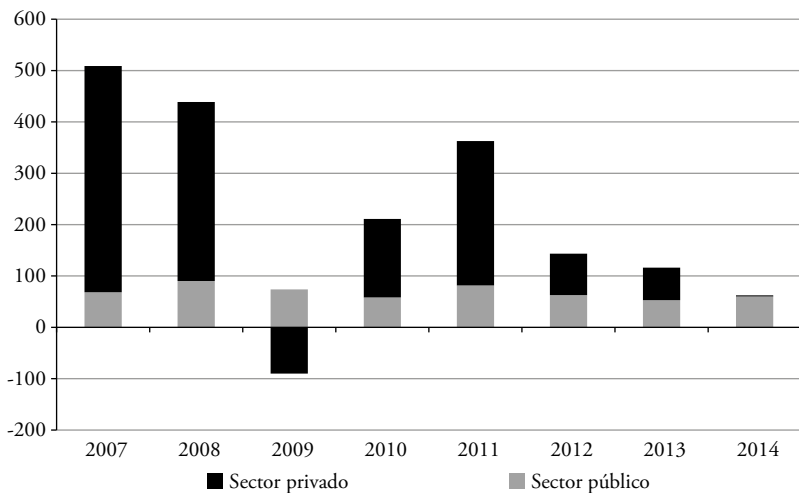


Notas:

- (1) Se supone que la tasa de subempleo demandante crece como la población a partir del segundo trimestre de 2014.
- (2) No se publicaron datos comparables de las tasas de empleo para el tercer trimestre de 2007.

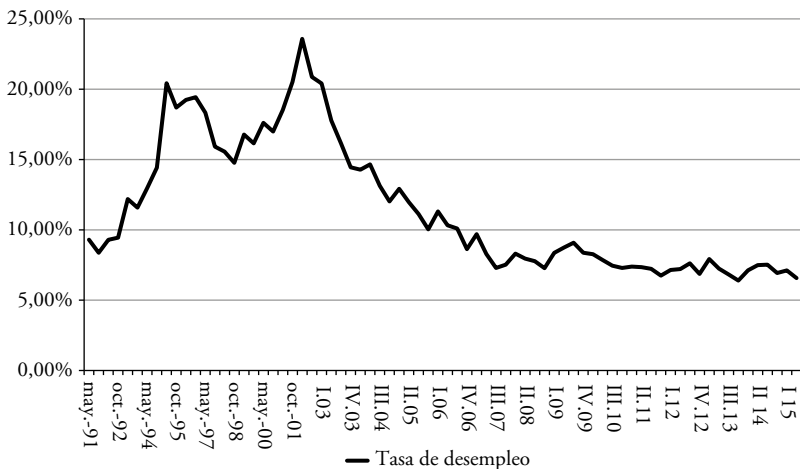
Fuente: elaboración propia a partir de datos del Indec.

**Gráfico 12b. Creación de empleo
(miles de personas)**



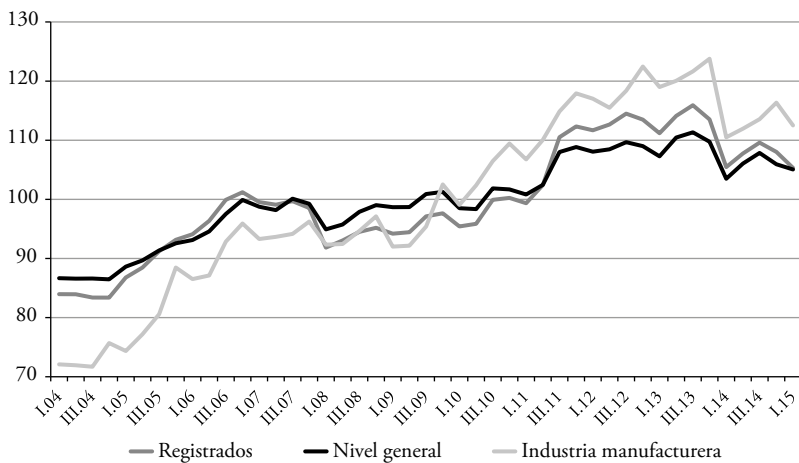
Fuente: elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía de la República Argentina.

Gráfico 12c. Tasa de desempleo abierto



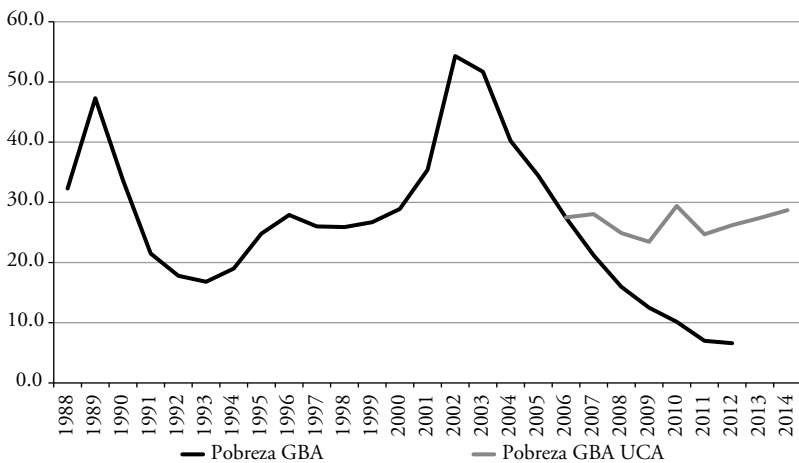
Fuente: elaboración propia a partir de datos de Indec.

Gráfico 13. Evolución de los salarios reales medios (promedio 2004 Q1-2015 Q1 = 100)



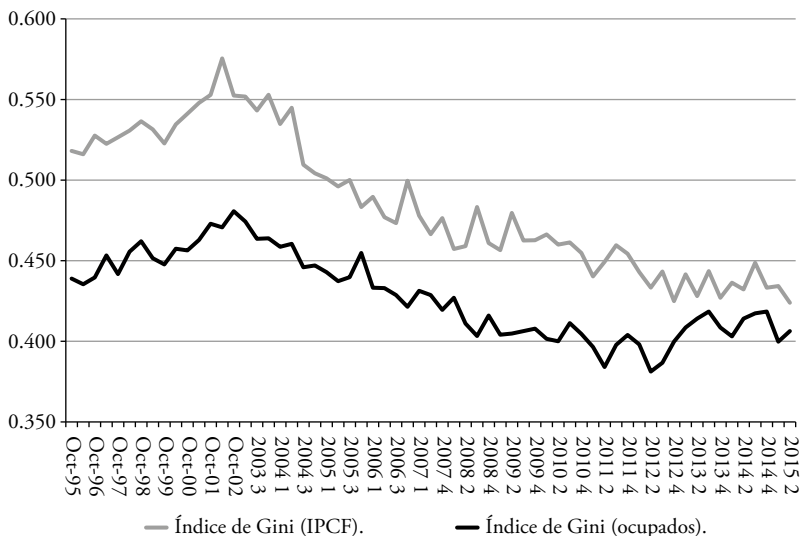
Fuente: elaboración propia a partir de datos del Indec y Ecolatina.

Gráfico 14. Tasa de pobreza: dato oficial (Indec) y del Observatorio Social de la Universidad Católica Argentina



Fuente: elaboración propia a partir de datos del Indec y de la Universidad Católica Argentina (UCA).

Gráfico 15. Distribución del ingreso: índice de Gini ocupados e ingreso per cápita familiar

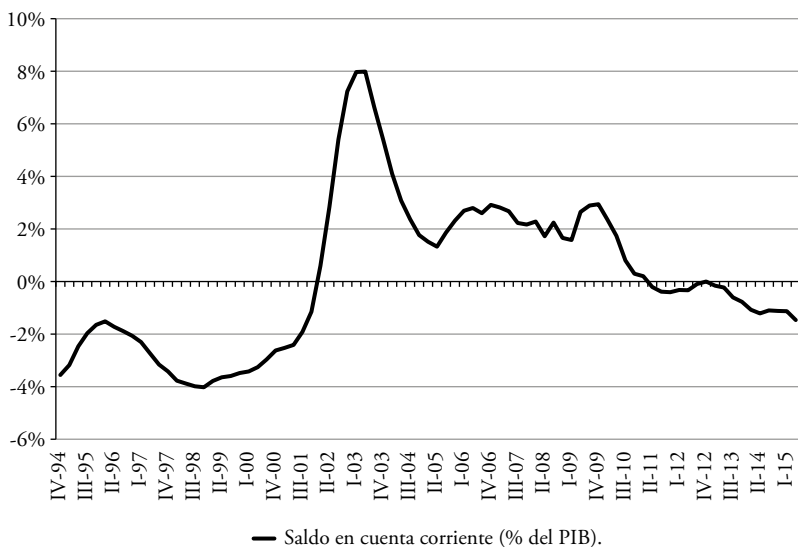


Fuente: Indec.

La principal estrategia para tratar de sostener los niveles de actividad y empleo en este contexto consistió en el uso a ultranza de una política fiscal expansiva. El gasto nominal creció en todo momento por encima de los ingresos nominales, lo cual llevó al resultado de sector público nacional de una situación próxima al equilibrio en 2011 a un déficit financiero de más de 6% del PIB en 2015, y de un superávit primario del orden del 1,5% del PIB a un déficit no menor al 3,5% del PIB (gráfico 6a). Los subsidios al consumo privado de energía y transporte explican gran parte de dicho rojo fiscal; estos equivalían en 2015 a poco menos de 5% del PIB y beneficiaban en mayor proporción a los deciles de mayores ingresos.

Al mismo tiempo, la expansión del gasto público en un contexto de retracción de la competitividad de la producción doméstica dio lugar a un deterioro de las cuentas externas. El saldo comercial pasó de un superávit de 2% del PIB en 2011 a un virtual equilibrio en 2015 y la cuenta corriente del balance de pagos pasó de una posición de equilibrio a un déficit de 2% del PIB. Cabe remarcar que eso sucedió a pesar de las restricciones a las importaciones. Por lógica, sin ellas, los déficits comercial y de cuenta corriente habrían alcanzado niveles superiores.

Gráfico 16. Balance de cuenta corriente
(como % del PIB)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Indec.

A estos desarrollos de índole interna se sumaron, a partir de la segunda mitad de 2014, cambios desfavorables en el contexto internacional. Brasil inició una fase de intensa contracción de la actividad, que derivó

en una fuerte depreciación del real. Se registró una acentuada declinación del PIB en 2015 y la retracción continuó en 2016. China, por su parte, ingresó en un proceso de desaceleración de su crecimiento desde 2014, tendencia que se acentuó en los años siguientes. La desaceleración de la economía china contribuyó al debilitamiento de la demanda mundial y de los precios internacionales de alimentos y *commodities* como la soja, que es el principal producto de exportación de la Argentina en la actualidad.

En suma, el segundo mandato de Cristina Fernández de Kirchner concluyó —y la nueva administración inició su gobierno— con un cuadro signado por un dinamismo casi nulo —la actividad y el empleo virtualmente estancados desde fines de 2011, más allá del leve repunte del consumo en los trimestres previos a la elección presidencial de 2015—, inflación en las proximidades del 25% anual, déficit de cuenta corriente del orden del 2% del PIB pero reprimido, déficit fiscal en torno o por encima del 6% del PIB, precios relativos desalineados —tipo de cambio real muy atrasado, y tarifas de transporte y energía significativamente bajas—, múltiples tipos de cambio flotantes producto de los controles cambiarios —*blue*, «contado con liquidación»—, un *default* selectivo de la deuda pública externa y un contexto externo menos favorable que durante la última década. La posibilidad de recuperar la senda de crecimiento depende de la capacidad de la nueva administración de corregir esa compleja conjunción de marcados desequilibrios macroeconómicos.

Una presidencia «dominante» que pierde recursos políticos

Si bien la economía siguió un curso desfavorable, en especial en el segundo mandato de Cristina Fernández, sus dos presidencias estuvieron también jalonadas, como ya se indicó, por diversas «decisiones fuertes» que concitaron, en distintos grados, apoyo popular y produjeron vaivenes en sus márgenes de aprobación y popularidad.

Cabe mencionar, por ejemplo, la estatización del sistema de fondos de pensión (2008), la implantación por decreto de la Asignación Universal por Hijo (2008), la estatización de Aerolíneas Argentinas y de 51% del paquete accionario de Yacimientos Petrolíferos Fiscales.

Al escenario económico de fondo que se ha descrito, cada vez menos favorable, se agregaron —a lo largo de las gestiones de Cristina Fernández de Kirchner— algunas cuestiones social y políticamente controvertidas que generaron movilizaciones ciudadanas contrarias a ciertas acciones o pretensiones gubernamentales. Ya se mencionó el importante conflicto con el agro. Se sumaron luego las consecuencias de intentos del oficialismo de reformar aspectos del Poder Judicial, apuntando a incrementar el control de la justicia por parte del Poder Ejecutivo. También debe mencionarse la conflictiva cuestión relativa a la segunda reelección de la presidenta, que hubiese requerido una reforma constitucional. El espacio político para tales reforma y reelección se redujo hasta casi desaparecer con la derrota oficialista en las elecciones de renovación parcial de las cámaras legislativas, en 2013, y en especial con la victoria del candidato opositor Sergio Massa en la crucial provincia de Buenos Aires. Ex jefe de gabinete de Néstor Kirchner y perteneciente también al peronismo —proveniente de la liberal UCD—, Massa, encabezó una reacción contra la idea de la reelección y obtuvo entonces un considerable respaldo electoral.

Pese al resultado de esos comicios, la victoria opositora no atenuó la fragmentación de ese espacio político, sino reiteró lo que se había observado también luego de la elección de medio periodo de 2009 así como en las presidenciales de 2011. El voto opositor se comportó de manera muy volátil, siendo captado en mayor medida por ciertos dirigentes en un momento y por otros más adelante, lo cual reflejó una suerte de voto estratégico contrario al gobierno, más que preferencias ideológicas, por ejemplo.

La exacerbación progresiva de ciertos rasgos autoritarios del kirchnerismo y el pobre desempeño económico durante la segunda administración cristinista abrirían luego la posibilidad de una derrota oficialista en las presidenciales de 2015, aunque *ex ante* esta pareciera poco probable dada la referida fragmentación de la oposición y la relativa debilidad de los acuerdos alcanzados a lo largo del tiempo entre sus distintos componentes.

También jugaba a favor del oficialismo el hecho de que la gestión económica, pese a todos sus puntos débiles, no desembocara en una crisis abierta, lo que contribuyó a mantener una imagen pública de Cristina Fernández, y de su gestión, relativamente favorable hasta el final. Indicadores como la tasa de desempleo abierto y el índice de Gini, por ejemplo, muestran una estabilización en el periodo final de esa administración, pero no un deterioro abrupto como el experimentado en situaciones críticas del pasado.

Puede decirse que, más que resultado de la consolidación preelectoral de un liderazgo opositor capaz de vencer en la contienda, la victoria de Mauricio Macri resultó de su primacía, no muy acentuada, entre los principales candidatos de ese espacio, y del rechazo creciente de sectores importantes de la población al oficialismo de entonces.

De hecho, Mauricio Macri fue derrotado en la primera vuelta electoral por el candidato oficialista, aunque por escaso margen. Pero, como candidato opositor más votado, logró atraer en la segunda vuelta la mayor parte de los votos de los restantes sectores opositores, con lo cual venció finalmente en los comicios. Con todo, la nueva fuerza en el gobierno nació estructuralmente débil, con menguados recursos políticos en el parlamento fundamentalmente. Una presidencia relativamente «débil» dada la escasez de recursos políticos, aunque también con un importante apoyo ciudadano inicial.

BIBLIOGRAFÍA

- Damill, Mario, Roberto Frenkel & Martín Rapetti (2010). The argentinian debt: history, default and restructuring. En Herman Barry, José Antonio Ocampo y Shari Spiegel (eds.), *Overcoming developing country debt crises* (pp. 179-230). Oxford: Oxford University Press.
- Damill, Mario, Roberto Frenkel & Martín Rapetti (2014). The new millennium argentine saga: from crisis to success and from success to failure. En Dimitri Papadimitriou (ed.), *Contributions to economic theory, policy, development and finance. Essays in honor of Jan Kregel* (pp. 245-272). Nueva York: Palgrave Macmillan.
- Damill, Mario, Roberto Frenkel & Martín Rapetti (2015). Macroeconomic policy in Argentina during 2002-2013. *Comparative Economic Studies*, 57(3), 369-400.
- Dornbusch, Rudiger & Sebastian Edwards (1991). *The macroeconomics of populism in Latin America*. Chicago: University of Chicago Press.
- Frenkel, Roberto (2007). The sustainability of monetary: sterilization policies. *Cepal Review*, 93, 29-36.
- Frenkel, Roberto (2008). The competitive real exchange-rate regime, inflation and monetary policy. *Cepal Review*, 96, 191-201.
- Frenkel, Roberto & Martín Rapetti (2006). *Argentina's monetary and exchange rate policies after the convertibility regime collapse*. Artículo académico preparado para The Center for Economic and Policy Research, abril 2007. Washington D.C.: Center for economic and policy research. <http://cepr.net/publications/reports/argentinas-monetary-and-exchange-rate-policies-after-the-convertibility-regime-collapse>
- Frenkel, Roberto & Martín Rapetti (2008). Five years of competitive and stable real exchange rate in Argentina, 2002-2007. *International Review of Applied Economics*, 22(2), 215-226.
- Gervasoni, Carlos (2015). Libertades y derechos políticos, 2003-2014: el kirchnerismo evaluado desde siete modelos de democracia. En Carlos Gervasoni y Enrique Peruzzotti (eds.), *¿Década ganada? Evaluando el legado del kirchnerismo* (pp. 19-60). Buenos Aires: Debate.
- Guadagni, Alieto (2012). *Presente y futuro del gas en la Argentina*. Buenos Aires: Econométrica S.A.

- Ollier, María (2015). El ciclo de las presidencias dominantes: Néstor y Cristina Kirchner (2003-2013). En Carlos Gervasoni y Enrique Peruzzotti (eds.), *¿Década ganada? Evaluando el legado del kirchnerismo* (pp. 61-87). Buenos Aires: Debate.
- Rapetti, Martín (2013). Macroeconomic policy coordination in a competitive real exchange rate strategy for development. *Journal of Globalization and Development*, 3(2), 1-31.
- Rapetti, Martín, Arslan Razmi & Peter Skott (2012). The real exchange rate and economic growth: are developing countries different? *International Review of Applied Economics*, 26(6), 735-753.
- Rapetti, Martín, Arslan Razmi & Peter Skott (2012). The real exchange rate and economic development. *Structural Change and Economic Dynamics*, 23(2), 151-169.
- Rodrik, Dani (2008). The real exchange rate and economic growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 365-412.
- Russell, Roberto & Juan Tokatlian (2015). La política exterior del kirchnerismo. En Carlos Gervasoni y Enrique Peruzzotti (eds.), *¿Década ganada? Evaluando el legado del kirchnerismo* (s.p.). Buenos Aires: Debate.