



# XIV JORNADAS DE ECONOMÍA CRÍTICA

*Perspectivas económicas alternativas*

Valladolid, 4 y 5 de septiembre de 2014

## *Significado económico de la regulación financiera en Argentina (2002-2012)*

Marisa Bordón

Universidad Complutense de Madrid

# **SIGNIFICADO ECONÓMICO DE LA REGULACIÓN FINANCIERA EN ARGENTINA (2002-2012)**

Autora: Marisa Bordón

(Doctorando Universidad Complutense de Madrid)

bordon\_marisa@hotmail.com

## **Resumen**

En la Argentina de la posconvertibilidad, el discurso oficial afirma que el cambio de políticas económicas luego de la crisis en 2001, habría imprimido un signo diferente en la dinámica económica argentina, con la pérdida de gravitación en las finanzas y una vuelta hacia la actividad productiva. El objetivo de este trabajo es realizar un análisis de los efectos de las medidas de regulación financiera en la economía argentina, en el marco de la estrategia del modelo neodesarrollista, que nos permita constatar en qué medida están orientadas al fortalecimiento del ámbito productivo. Para ello analizaremos las medidas de política económica más significativas en el ámbito financiero implementadas en el periodo 2002-2012, especialmente aquellas que parecerían desactivar la lógica de funcionamiento del modelo económico vigente en el periodo anterior. Posteriormente, veremos el alcance que cada una de estas medidas ha tenido en la economía argentina, de forma individual, para luego analizarlas globalmente, intentando desentrañar cuál ha sido el significado en su conjunto.

**Palabras clave:** Regulación financiera, finanzas, políticas económicas, deuda pública.

**Clasificación JEL:** E52, E58, E65, G18, G28.

## **1. Introducción.**

En 2002 comienza un periodo en el que la orientación de las políticas económicas parecen ser, en cierta medida, diferentes a las implementadas en el periodo anterior, en donde las medidas de corte neoliberal monopolizaron el escenario macroeconómico.

Desde el gobierno se sostiene que el modelo implementado desde 2003 (aunque algunas las medidas que le dieron origen han sido implementadas desde 2002) busca centrar el eje en la actividad productiva, alejándose del modelo centrado en el negocio especulativo de la deuda de los años 90. Las medidas de política económica que se toman en este periodo estarían en el marco de la estrategia neodesarrollista, basada fundamentalmente en dos pilares, una intervención selectiva del Estado, financiado en su mayor parte con ahorro interno, y la recuperación de la industria orientada, a diferencia del desarrollismo de los años 50, hacia la exportación como parte de una mejora en la inserción internacional. En el ámbito de las finanzas esta estrategia dice buscar la orientación del sistema financiero hacia la actividad productiva.

En este trabajo intentaremos determinar en qué medida se ha orientado la regulación financiera hacia este objetivo.

En primer lugar, expondremos las principales medidas que se toman en el periodo 2002-2012, y los resultados en cuanto al objetivo que supuestamente se persigue con ellas. Haremos esta exposición de forma cronológica, ya que consideramos que, esta exposición nos permitirá ver de forma clara si la intencionalidad de las mismas es la de afianzar un modelo productivo o una simple respuesta a los propios problemas que irá presentando el modelo macroeconómico a través de los años.

En segundo lugar, realizaremos el análisis conjunto de las medidas, para poder determinar su significado en el ámbito general de la economía.

## **2. Devaluación y política cambiaria.**

La salida de la crisis en Argentina contradujo todos los pronósticos, los primeros signo de recuperación comenzaron a mediados del 2002, y se alcanzaron resultados sorprendentes en un plazo breve de tiempo. Entre 2002 y 2007, el PIB creció de forma sostenida a una tasa promedio del 8,8 %; el desempleo cayó del escandaloso pico máximo del 23,6%, que alcanzaba tras la crisis, a un 9,5% en 2006<sup>1</sup>. Los resortes que permitieron el nuevo ciclo de crecimiento fueron el dinamismo de las exportaciones resultado, principalmente, del elevado nivel de los precios internacionales de los productos que mayoritariamente exporta Argentina (productos agropecuarios) y la restauración del consumo interno.

Una de las primeras medidas implementadas en plena crisis fue la devaluación de la moneda en enero de 2002, siendo la más importante desde entonces puesto que permitió una ruptura radical con el modelo macroeconómico (Plan de convertibilidad) que propició el colapso financiero y económico, convirtiendo al tipo de cambio en catalizador de la actividad interna.

<sup>1</sup> Según datos del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC).

La medida fue tomada ante la imposibilidad de mantener la paridad 1 dólar igual a 1 peso, que requería una entrada de divisas proporcional a la emisión de la moneda nacional.

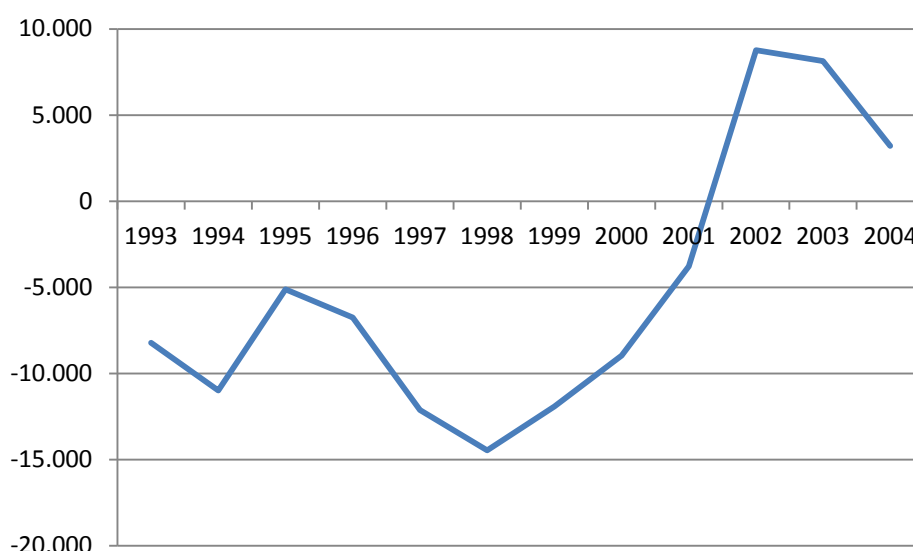
La devaluación favoreció al sector productor de bienes transables, dado el encarecimiento de los productos importados, se produjo una sustitución de importaciones que benefició al sector productivo, generando un superávit en la balanza comercial, desconocido en el periodo anterior, tal como puede verse en el gráfico 1. Esto se vio reforzado por una importante subida de los precios internacionales de los productos que exporta argentina, cuestión de vital importancia para la comprensión de lo sucedido a lo largo de toda la década.

El superávit de las cuentas externas, uno de los pilares del actual modelo (CENDA, 2010), permitió, por un lado, la mejora de las cuentas públicas, mediante las retenciones a la exportación<sup>2</sup>, y por el otro, la acumulación de reservas del Banco Central de la República Argentina (BCRA), indispensables para dar continuidad a la política monetaria y cambiaria en el futuro.

El sector privado también se benefició del tipo de cambio alto, por sus consecuencias en la caída del salario real y la recomposición de la tasa de ganancia. (Fal y Santarcángelo, 2010).

La decisión de conservar un tipo de cambio alto benefició al sector productivo y al sector exportador. Esta situación se diferenciaba del periodo anterior, en donde la moneda sobrevaluada representaba un obstáculo para la actividad industrial, comprometiendo la competitividad de los bienes transables. Además se acababa con la garantía a capitales especulativos extranjeros de cambiar cada peso invertido por 1 dólar.

**Gráfico 1. Saldo de cuenta corriente 1993 - 2004 en millones de dólares.**



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

<sup>2</sup> Esta medida se restableció con anterioridad al estallido de la crisis en 2001.

No obstante, la mejora de competitividad se ha ido deteriorando debido al incremento de la inflación, a partir de 2007, lo que ha provocado devaluaciones cada cierto tiempo, aunque controladas.

En un comienzo, se dejó que la moneda fluctuase libremente, creándose un proceso especulativo en torno al dólar, que trajo aparejado una subida de la inflación<sup>3</sup>. Ante esta situación, el Banco Central comenzó a intervenir a través de operaciones de mercado abierto.

A mediados del 2002, se decidió mantener la paridad del peso y evitar, así, el efecto devaluacionista que pudiera tener el ingreso de divisas proveniente de las exportaciones, y se obligó a liquidar en el mercado interno aquellas exportaciones superiores a 1 millón de dólares, aunque dicho umbral fue reduciéndose sucesivamente hasta alcanzar los 200 mil dólares, en septiembre de 2002 (Frenkel y Rapetti, 2007). No obstante, con la estabilización del mercado cambiario, volvió a elevarse gradualmente, hasta alcanzar al total de las operaciones, convirtiéndose en la principal fuente de acumulación de reservas, lo que permitió a la autoridad monetaria mantener su capacidad de intervención en el tipo de cambio, preservando los niveles de competitividad.

La compra de divisas por parte del Banco Central, para regular la paridad cambiaria, generaba un excedente en pesos que la entidad financiera comenzó a drenar a través de la colocación de títulos (Notas del Banco Central - NOBAC- y Letras del Banco Central - LEBAC), para evitar posibles efectos inflacionarios: la llamada política de esterilización.

Esta política fue muy cuestionada, en primer lugar, por los efectos que a lo largo del periodo, ha tenido en la solvencia de la entidad emisora, y en segundo lugar, por el efecto que su elevado tipo de interés<sup>4</sup> tiene en los tipos que los bancos establecen para el resto de sus operaciones, dado que se trata de los principales compradores de dichos títulos. Esto tendría cierta similitud con el efecto que tenía la tenencia de títulos públicos en los bancos durante la década del 90, cuyos tipos eran el precedente del elevado precio del crédito, lo que perjudicaba la inversión en el largo plazo y contribuía al atractivo del desvío de recursos hacia la actividad especulativa.

Si bien, la orientación de la actividad del sector bancario excede el objetivo de este documento, debe tenerse en cuenta que la política monetaria seguida por el BCRA, podría estar a favor de la continuidad de una tendencia a la financiación al sector público por parte de las entidades financieras, a pesar de la manifiesta intención del gobierno de reorientarla a la actividad productiva privada.

Sin embargo, no podemos dejar de mencionar que la ley que regula a las entidades financieras es la misma desde 1977<sup>5</sup>. Si bien se realizaron algunos

<sup>3</sup> La inflación de 2002 fue del 40%.

<sup>4</sup> 14% y 18% según datos del BCRA.

<sup>5</sup> La ley de entidades financieras junto con la Ley 21495 (sobre la descentralización de depósitos) forman parte de la reforma financiera de 1977 que marca el comienzo de la reforma de la estructura económico-social de la sustitución de importaciones, ya que pone fin a la nacionalización de depósitos por parte del Banco Central, el control de los tipos de interés por parte de dicha entidad y las limitaciones para contraer obligaciones financieras con el exterior

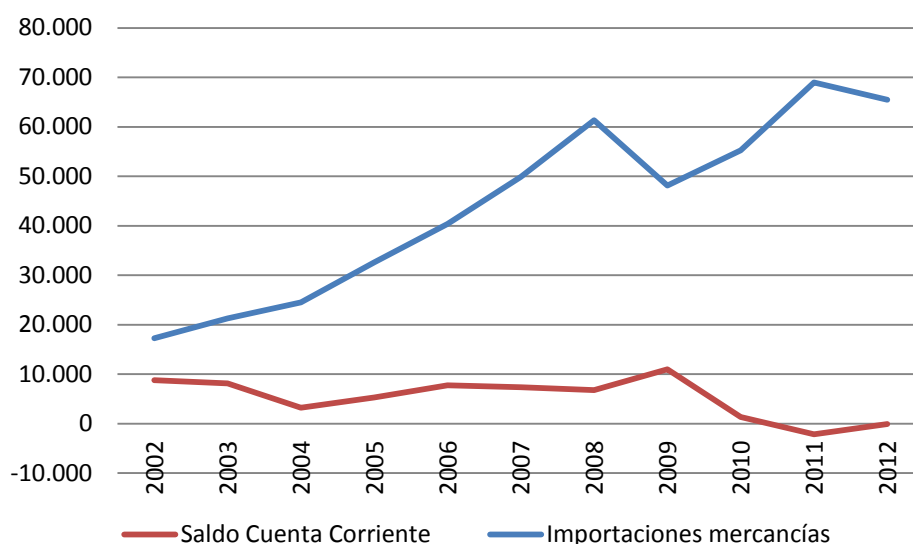
cambios normativos, luego de la crisis del 2001, principalmente relacionados con mecanismos para evitar un quiebre generalizado del sistema bancario, su esencia continuó siendo la misma que en el momento de su puesta en vigencia, por lo que no entraremos en detalle.

A pesar de su impulso inicial, el tipo de cambio competitivo no ha podido mantener sus efectos positivos en las cuentas externas. En primer lugar, debido al crecimiento de la inflación desde 2007 que ha deteriorado la competitividad real, y en segundo lugar, debido a que su alcance en la solución de los problemas estructurales del ámbito productivo ha sido limitado.

Tal como puede observarse en el gráfico 2, la cuenta corriente interrumpe su tendencia creciente a partir de 2007, iniciando una visible caída a partir de 2009.

La dependencia de las importaciones de bienes de capital e intermedios, que tiene su origen en los comienzos del proceso de industrialización, agudizada por las medidas neoliberales y por la creciente extranjerización de la economía, ha incidido negativamente en el superávit comercial. El porcentaje de importaciones que corresponde a bienes de capital y a sus piezas y accesorios ha fluctuado entre el 35 y 55% de las importaciones totales desde el segundo trimestre de 2003. Junto con la importación de bienes intermedios el porcentaje alcanza 70% y 80%<sup>6</sup> del conjunto de las importaciones de mercancías.

**Gráfico 2. Saldo de cuenta corriente e importaciones de mercancías 2002-2012 en millones de dólares**



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

(Basualdo, 2006). "La Reforma financiera fue la expresión institucional de un cambio radical en el enfoque de política económica: la subordinación que tenía el sistema financiero respecto de la expansión de la economía real - especialmente la producción industrial- se invirtió, y así la evolución de la economía real pasó a estar en función de los fenómenos y equilibrios monetarios." (Basualdo, 2006:129)

<sup>6</sup> Según datos del INDEC.

Además de las consecuencias en la balanza de pagos, la dependencia de la industria de las importaciones de bienes de capital, da cuenta de un tejido industrial desintegrado, en el que se dan las sinergias que contribuyen a un desarrollo industrial virtuoso, y a generar efectos positivos en términos de empleo y redistribución.

El alcance de una medida de tipo de cambio alto es muy limitado frente a este tipo de problemas, sin una política industrial y de financiación a determinados sectores que la complementa se corre el riesgo de caer siempre en la misma trampa de ratones<sup>7</sup>.

En el apartado siguiente se analizará lo sucedido con la gestión del endeudamiento público.

### **3. La gestión de la deuda pública. El fin de la financiación de deuda externa con más deuda externa.**

Uno de los estandartes que contribuyeron a sostener la afirmación del gobierno de cambio de modelo económico, ha sido el llamado "desendeudamiento".

Durante el periodo anterior, el endeudamiento público se encontraba en el centro del juego especulativo, puesto que para mantener su pago era necesaria la emisión de más deuda con la condición de que los nuevos títulos fueran más atractivos, pagarán un interés mayor, compensando, de esta forma, un mayor riesgo asumido por los acreedores. El llamado riesgo país se elevaba por la situación de creciente endeudamiento y por las condiciones de la economía argentina, lo que también impactaba en los tipos de interés.

El proceso de desendeudamiento habría tenido su primer hito en el *default* declarado en diciembre de 2001 (CENDA, 2010; Damill, Frenkel y Rapetti 2005). En los últimos meses del año los rumores de devaluación dispararon la fuga de capitales, lo que se sumó a la restricción al acceso de capitales extranjeros que se venía sufriendo desde 1998 (la crisis de Brasil y en otros puntos del planeta activaron las alarmas, dado los desequilibrios macroeconómicos). Ante unas reservas en continuo descenso y el resultado deficitario de la cuenta corriente, no era posible realizar los pagos del servicio de la deuda. Si bien esta medida estaría fuera de nuestro periodo de estudio, consideramos necesario hacer algunos comentarios, al tratarse de la antesala al proceso de reestructuración y por lo tanto del proceso de "desendeudamiento".

No toda la deuda es afectada por la suspensión de pagos. De los 144.453 millones de dólares que representaba la deuda en aquel momento, se declararon en *default* 61.803 millones de dólares en bonos y títulos públicos y otros 8.030 millones de dólares de diversas obligaciones (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005). La deuda con organismos internacionales se siguió pagando puntualmente, mientras que la deuda interna con bancos y entidades financieras se convirtió a moneda nacional (1 dólar= 1 peso) sujeta a

<sup>7</sup> En este sentido las medidas han sido limitadas. Para profundizar en este tema consultar a Schorr, M. (2013): *Argentina en la posconvertibilidad: ¿desarrollo o crecimiento industrial? Estudios de economía política.*

actualizaciones por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), vinculado al IPC, más un tipo de interés (Gambina, 2003).

El *default* y los ingresos que comienzan a obtenerse a través de las retenciones a las exportaciones posibilitan el segundo de los pilares del modelo (CENDA, 2010): el superávit fiscal, que otorga margen de maniobra al Estado para aumentar su intervención.

Como resultado de la devaluación la deuda pública creció (casi el 97% de la deuda estaba denominada en dólares). Aunque también contribuyeron a su aumento el rescate del sistema financiero para evitar la quiebra masiva de bancos, el traspaso de la deuda de las provincias al Estado Nacional, la emisión de títulos para compensar el balance de los bancos por los efectos de la pesificación asimétrica<sup>8</sup>, el rescate de las distintas "monedas" que se pusieron en circulación ante la falta de liquidez, y los atrasos y acumulación de intereses de la deuda en *default*<sup>9</sup> (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005; Lo Vuolo y Seppi, 2008; CENDA, 2010).

El segundo hito del "desendeudamiento" fue la reestructuración de la deuda en suspensión, proceso controversial por la ausencia de la intervención del FMI. El primer canje de deuda se realizó en 2005, la reestructuración implicó una quita importante (el primer canje según los datos oficiales representó una quita del 44%, 33% si se tiene en cuenta la deuda que no entra en el canje). Como resultado el *stock* de deuda paso a ser de 123.900 millones de dólares, en diciembre de 2005, lo que implicaría, en términos de porcentaje de PIB, una reducción del 113% al 72% (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005).

Según la información oficial, sobre un total de 81.836 millones de dólares, ingresaron al mismo 62.318 millones de dólares, equivalentes al 76,15% del monto original, se canjearon por 35.261 millones de dólares, o sea un valor equivalente a 56,6% de los bonos que entraron en el canje. Se emitieron 15.000 millones de dólares de Bonos Par, 11.932 millones de dólares de Bonos Descuento (que reemplazaban a 35.405 millones de dólares en bonos viejos) y 8.329 millones de dólares de Bonos Cuasi Par (que reemplazaban a 11.913 millones de dólares en bonos viejos). Se redujeron los servicios de intereses a pagar, que en diciembre de 2001 equivalían a 10.175 millones de dólares anuales, a un valor cercano a los 3.205 millones de dólares, aumentó la participación de la deuda en pesos, que pasó del 3% al 37%, mientras que la deuda en dólares se redujo del 66% al 37%. El resto de la deuda en otras monedas quedó en porcentajes similares. Se alargaron los plazos de vencimiento y bajaron los tipos de interés, por lo que para el gobierno se redujo el "valor presente neto" de la deuda, sin considerar los bonos elegibles que no entraron en el canje (Lo Vuolo y Seppi, 2008).

Las características de los nuevos bonos serían las siguientes: en el caso de los bonos Par, no hay quita del capital y el pago de intereses es creciente, desde el

<sup>8</sup> Los préstamos en dólares se convirtieron a la paridad de 1 a 1, como forma de evitar la quiebra de acreedores, mientras que los depósitos se convirtieron a una paridad de 1 dólar = 1,4 pesos, lo que desequilibró los balances de las entidades financieras.

<sup>9</sup> Según Damill, Frenkel y Rapetti (2005) el *stock* de deuda pública bruta se expandió entre diciembre de 2001 y diciembre de 2003 en unos 28.184 millones de dólares.



1,33% al 5,25% en dólares, y amortizan capital desde el 2029, los bonos Descuento, tiene una quita del 66,3%, con un interés del 8,28% anual en dólares de los cuales capitalizan una parte (del 4,31 al 2,51%) durante los 10 primeros años, y amortizan capital desde 2014; y por último, los bonos Cuasi Par, que fueron diseñados para las AFJP y grandes fondos de inversión, con una quita del 30%, devengan un interés del 3,31% que se capitalizan durante los primeros 10 años, están expresados en pesos e indexados por el CER y amortizan capital a partir del 2036 (Giuliano, 2006). Es importante tener en cuenta que, si bien la quita sobre el valor nominal es diferente, el conjunto de las condiciones sobre el plazo y el nivel de tipos de interés<sup>10</sup>, hacían que los bonos resultasen más o menos equivalentes en el mercado (Capello y Grión, 2010).

Además de los nuevos bonos, se estableció la emisión de un documento a modo de "premio" para los acreedores que entraban al canje: los cupones vinculados al crecimiento de la economía, por el que se pagaría el 5% del excedente del crecimiento del PIB pactado para el año de referencia<sup>11</sup>.

Los bonos tuvieron fecha de emisión el 31 de diciembre de 2003 y empezaron a devengar intereses a partir de dicho momento para hacer más atractiva la oferta (Capello y Grión, 2010). En el caso de los cupones vinculados al PIB, se estableció que pago se realizaría a partir del año 2005 y hasta 2034, o hasta el año en el que se alcance el límite máximo fijado.

La importancia de esta política para el modelo, estaría en la eliminación del principal mecanismo especulativo de los años 90, la necesidad de mantener un continuo endeudamiento para financiar, a su vez el pago de una deuda ya existente con intereses crecientes. La deuda externa pública se habría convertido en un problema gestionable para el gobierno, la independencia del endeudamiento internacional para mantener el modelo macroeconómico y la capacidad de pago interna significaría la eliminación la dependencia de capitales extranjeros.

Ante la entrada de capitales que supondría la reestructuración de la deuda, se implementaron los primeros controles de ingreso de capitales, con el fin de amortiguar los efectos que una entrada masiva de capitales en el corto plazo podría tener en términos de estabilidad macroeconómica, dado el vínculo que existe entre la entrada de masiva estos fondos y su posterior salida (Gaggero, Casparrino, y Libman, 2007). En lo sustancial, se extendió la permanencia mínima a 365 días y se estableció que los ingresos de capitales<sup>12</sup> —excluyendo aquellos dirigidos al financiamiento de emisiones primarias de deuda pública y

<sup>10</sup> Para una información más detallada sobre las características de los bonos véase Damill, Mario, Frenkel, Roberto y Rapetti, Martín (2005): *"La deuda argentina: historia, default y reestructuración"*.

<sup>11</sup> El pago de dichos cupones, se efectúa si se cumplen simultáneamente las tres condiciones siguientes: 1) para el año de referencia, el PBI real efectivo supera el PBI real del caso base; 2) para el año de referencia, el crecimiento anual del PBI real efectivo supera la tasa de crecimiento indicada para ese año en el caso base; y 3) el total de los pagos efectuados sobre un valor negociable vinculado al PBI no supera el límite máximo de pago para ese valor negociable vinculado al PBI (Capello y Grión, 2010)

<sup>12</sup> Decreto 616/05.

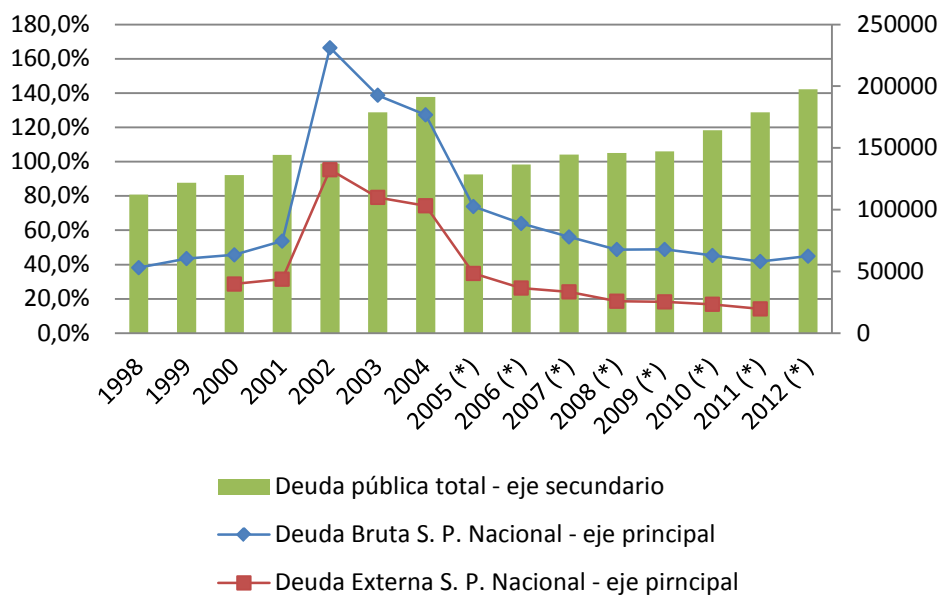
privada, transacciones de comercio exterior e inversiones extranjeras directas<sup>13</sup> - deben realizar un depósito no remunerativo del 30% por ese mismo lapso de tiempo (Borzel, 2005).

Lo cierto es que el ingreso de capitales, tanto a corto como a largo plazo no parece haber sido influenciada por estos controles. En 2006, año siguiente a la implementación de esta medida, la inversión en cartera total fue más elevada que la inversión directa (7.697 y 3.099 millones de dólares respectivamente<sup>14</sup>).

Por otro lado, el tercer hito para la política de "desendeudamiento" ha sido la cancelación en 2006 de la deuda con el FMI, unos 9.530 millones de dólares, para lo que se utilizaron reservas del BCRA, generándose como contrapartida, una obligación del Tesoro con esta entidad, por el mismo monto, instrumentada en una Letra Intransferible en dólares.

A pesar de la llamada política de "desendeudamiento", la deuda irá creciendo, como puede verse en el gráfico 3, hasta alcanzar en diciembre de 2012 los 197.464 millones de dólares. La tesis del desendeudamiento tiene como principal indicador la reducción del stock de deuda bruta/PIB, y en especial del indicador deuda externa/PIB.

**Gráfico 3. Deuda pública en millones de dólares, como porcentaje del PIB y deuda externa como porcentaje del PIB (1998-2012).**



Fuente: elaboración propia en base a datos de la Secretaria de Finanzas - Ministerio de Economía y Finanzas de la Nación Argentina (MECON).

Si bien esto es parcialmente cierto, es decir, la deuda pública y la deuda externa como porcentaje del PIB se reducen (aunque en el caso de la primera en 2012 representa el 44,9% del PIB, mientras que en año 1998, el 38,2%),

<sup>13</sup> La entrada de fondos para compra de emisión primaria de acciones está exenta, al igual que la compra de inmuebles.

<sup>14</sup> Según datos del INDEC.

hay algunos elementos que ponen en cuestión el "desendeudamiento" y abren el debate sobre su papel en el conjunto de la economía.

Entre ellos podemos enumerar las deficiencias en el cálculo de stock de deuda pública y en el cálculo de su coste, las implicaciones del endeudamiento interno, y el significado de la "vocación pagadora" del Estado.

Algunos de los autores que cuestionan esta tesis sobre el endeudamiento público, mencionan el error que implica no tener en cuenta dentro del cálculo de stock, la deuda que no entró en el canje (*holdout*), puesto que no se trataría de deuda incobrable, sino de deuda en potencia, tal como queda demostrado en la apertura de un nuevo canje en 2010<sup>15</sup> y el conflicto con los "fondos buitres"<sup>16</sup>(Giuliano, 2012).

La deuda ajustada por CER es especialmente significativa por dos razones. En primer lugar, porque al ajustarse la base de capital de esta deuda, este incremento no se computa hasta que se realice efectivamente, es decir que no están computados los aumentos futuros que incrementarían la deuda pública. Desde varios enfoques críticos se ha denunciado que la importancia que la indexación de la deuda representaba en el coste de la misma, es la razón del cambio de la metodología que el Instituto Nacional de Estadísticas y Censo (INDEC) utilizaba para el cálculo del IPC, a partir de 2007, provocando una subestimación en la subida generalizada de los precios y la pérdida de credibilidad en este organismo (Lo Vuolo y Seppi, 2008 ). En segundo lugar, al ser ajustada utilizando un IPC menor al realmente existente, la licuación de esta deuda estaría afectando a los fondos de los jubilados y pensionados, puesto que la mayoría de la deuda está en manos de la Administración Nacional de Seguridad Social (ANSES) (Giuliano, 2012).

En el caso de los cupones vinculados al PIB, su coste no computa como deuda cierta, es deuda contingente, si bien desde el 2005 se ha pagado casi todos los años, se paga en función de la tasa de crecimiento acumulado y no sólo de la correspondiente al período en cuestión; es válido aún si la economía crece un poco por debajo de la proyección inicial del gobierno.

Los elementos que influyen en el cálculo de su stock, también inciden en el coste que ha representado a lo largo de estos años y, con ello, su papel como mecanismo especulativo de elevada rentabilidad. Según algunos analistas, la quita del proceso de reestructuración se compensó con estos mecanismos que conservaron su rentabilidad, como la capitalización de intereses (10.000 millones de dólares hasta el momento desde 2005), el pago de cupones vinculados al crecimiento del PIB (desde 2005 y hasta el momento se han desembolsado 15.000 millones de dólares) y el ajuste de parte de la deuda

<sup>15</sup> En 2010 se realizó un nuevo canje en el que el monto elegible fue de 18.300 millones de dólares, incluyendo intereses devengados e impagos al 31 de diciembre de 2001, y el porcentaje de aceptación alcanzó el 67%, es decir 12.210 millones de dólares. La nueva deuda asciende a 7.179 millones de dólares, y por cada unidad de valor elegible ingresado al canje se entregó una unidad ligada al PIB<sup>15</sup> (Datos según en el Informe de Deuda del Ministerio de Economía y Finanzas de la Nación Argentina).

<sup>16</sup> Ante el conflicto por los litigios en los Estados Unidos, abiertos por los llamados "fondos buitres" (fondos de capital riesgo o de inversión libre altamente especulativos), se planteó una reapertura del canje en 2012.

respecto del nivel de precios<sup>17</sup> (ha representado un aumento de 4.000 millones de dólares por año en promedio desde 2005) (Giuliano, 2012).

"en síntesis, estas conclusiones cuestionan la idea de que en la Argentina se está viviendo un proceso de des-endeudamiento, que el costo de la deuda es bajo y que al país le va a resultar sencillo atenderlo[...]los papeles de la deuda siguen dando un rendimiento muy elevado financieramente, por lo que la deuda pública argentina sigue siendo un elemento importante de canalización de los ahorros líquidos y de valorización del capital financiero. La diferencia es que, en contraste con lo que sucedía en el pasado, la rentabilidad actual de la deuda no se vincula principalmente con los intereses pagados, sino con diversos mecanismos de capitalización de intereses y de ajuste del capital principal."(Lo Vuolo y Seppi, 2008: 25)

En tercer lugar, la estrategia de pago habría comprometido muy significativamente a diferentes organismos públicos, con los que el Estado se habría endeudado para poder hacer frente al pago de la deuda externa. Esta necesidad de financiación habría dado lugar a la reforma de la carta orgánica del Banco Central (BCRA) en 2012.

Esta deuda con organismos públicos está compuesta por: obligaciones con el BCRA (U\$S 64.000 millones en 2012, correspondientes a préstamos de reservas para el pago de deuda externa, contra la entrega de letras intransferibles, y adelantos transitorios), financiación de la Administración Nacional de Seguridad Social (ANSES), la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP), el Programa de Atención Médica Integral (PAMI) y empresas del Estado. El Banco Nación, por otra parte, tiene un 40% de su cartera de crédito destinada a la financiación del Estado.

El endeudamiento con el sector público, que representa más de la mitad de la deuda pública oficial del Estado Central, tiene consecuencias ciertas sobre la solvencia de estas instituciones y, en última instancia sobre la sociedad.

La salud de las cuentas públicas se ha ido deteriorando desde 2009, con un déficit del 2,17% del PIB, llegando al 2,57% en 2012, más el déficit primario en 2012 (0,20% del PIB)<sup>18</sup>. Estos datos pondrían en cuestión la capacidad de pago del Estado con sus propios recursos.

Por otro lado, la emisión de NOBAC y LEBAC ha seguido una evolución creciente, representando en 2012 aproximadamente el 50% de las reservas, por lo que la solvencia del BCRA, como consecuencia de su intervención en el sostenimiento del modelo macroeconómico, estaría seriamente comprometida. Progresivamente, el BCRA habría transformado, lo que en un comienzo fue una política de acumulación de reservas, en una de reposición de reservas, a través de la compra de divisas con sus títulos, para poder asegurar la financiación del Tesoro, de cara a que éste, a su vez, pueda pagar su deuda con acreedores internacionales (Giuliano, 2012).

<sup>17</sup> Para más información véase Lo Vuolo, R. y Seppi, F. (2008 ): "*La falacia del desendeudamiento del sector público argentino*".

<sup>18</sup> Según datos de la CEPAL.

Existe un soporte institucional del sistema de la deuda pública, en el que recursos que podrían dirigirse a otro destinos relacionados con las necesidades sociales y de desarrollo son utilizados para el pago de la deuda y el sostenimiento de un modelo macroeconómico que lo prioriza (Giuliano, 2012).

Una de las medidas controvertidas, relacionada con la financiación interna del Estado, ha sido la estatización del sistema de jubilaciones y pensiones en octubre de 2008, calificada por el gobierno como una de las medidas anticíclicas para enfrentar los efectos de la crisis mundial (CENDA, 2010). Los fondos que administraban las AFJP se traspasaron al ANSES mediante la creación del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS). Esta medida ha sido interpretada de varias maneras, ninguna de ellas excluyentes entre sí.

Por un lado, con estos fondos se recuperaba la deuda pública en manos de las AFJP<sup>19</sup> y se disponía de fondos para el pago del servicio de la deuda. Por el otro, se prevenía el colapso de un régimen previsional ante la amenaza de la crisis financiera internacional iniciada en 2007. Aunque la estatización implicara la disposición de los fondos para el pago de la deuda y el rescate del capital financiero, representado en las AFJP, la medida resultó ser una medida socialmente progresiva, devolviendo al sector público la garantía del pago de las jubilaciones y pensiones.

La financiación interna parece comprometer seriamente la solvencia del entramado de la administración pública, lo que apuntaría a la existencia de la "vocación de pago" a la que algunos autores han hecho referencia.

Esta vocación pagadora del Estado estaría motivada, según Giuliano (2012) por la necesidad de volver a los mercados internacionales de deuda, señalando como principal consecuencia la "descapitalización del BCRA" y la "desfinanciación del ANSES". Para este autor, en la actual situación del país, con un deterioro de las cuentas externas y la ausencia de superávit fiscal, el pago de la deuda se sostiene a costa de un deterioro de las condiciones de las entidades públicas.

Otros autores como Lo Vuolo y Seppi (2008), la justifican por la necesidad de mantener el modelo; el aumento de la deuda podrían tener consecuencias importantes sobre las cuentas fiscales (límites al gasto en políticas públicas), y aumentar la presencia de títulos de la deuda como activos principales en el mercado de capitales, lo que según estos autores provocaría una vuelta a la gravitación del capital financiero.

La consecuencia principal de esta nueva gestión de la deuda ha sido el condicionamiento del camino que ha seguido la política económica, más concretamente, ciertas medidas en el terreno de las finanzas. En esa línea encontramos la reforma de la Carta Orgánica del BCRA en 2012 que amplía los límites de la financiación al Estado Central y la utilización de reservas internacionales para el pago de la deuda pública.

<sup>19</sup> En febrero de 2008 14.756 millones de dólares de deuda del Tesoro y 163 millones de dólares de deuda provincial y municipal.

Por otro lado, en virtud de mantener el superávit comercial, se han tomado medidas como el incremento de aranceles a la importación, o la nacionalización parcial de YPF, dado el impacto del déficit energético. La entrada de divisas del sector externo permite mantener las reservas, pilar de la política cambiaria, y es fuente de recursos para el pago de la deuda.

A continuación comentaremos brevemente la reforma de la Carta Orgánica, que parece coincidir con la necesidad de financiación del Estado condicionada por el pago de su deuda reestructurada.

## **5. El control del acceso al mercado cambiario y la ley de mercado de capitales.**

A partir del 2007 la economía comenzó a presentar signos de desequilibrios, especialmente por el aumento de la inflación y la tendencia decreciente del superávit de la cuenta corriente. En 2008 se tomó la decisión de modificar la política de retenciones a los ingresos de las exportaciones de productos agropecuarios (la Resolución 125/08 incorporaba un esquema de retenciones móviles a las exportaciones de cereales) como intento de frenar el impacto del precio elevado de las *commodities* en los precios internos, lo que desencadenó un serio conflicto con el sector agroexportador, que incluyó huelgas y cortes de rutas. No sólo no se implementó la resolución, sino que el conflicto se convirtió en un hito de importancia política: implicó una conmoción en las correlación de fuerzas políticas existente (Curia, 2011).

A través de esta reforma, no sólo se podría frenar el impacto que los elevados precios de las *commodities* pudieran tener en los precios internos, es decir, controlar la inflación, sino que también podrían obtenerse recursos adicionales para la financiación del Estado.

La necesidad de fondos para el pago de servicios de la deuda parece confirmarse cuando en noviembre de ese año se toma la decisión de nacionalizar el sistema de capitalización de jubilaciones y pensiones (el conflicto con el campo se extiende hasta julio), que ya hemos mencionado.

Pero los signos de agotamiento del modelo no se limitan al incremento de la inflación y a la tendencia decreciente de la balanza comercial, ese mismo año, comienzan a producirse episodios cada vez más seguidos de fuga de capitales.

Antes de continuar es preciso aclarar que la metodología oficial utilizada para la medición de la fuga de capitales es el relevamiento de las tenencias de activos en el exterior por parte del sector no financiero, y se realiza a través de la información presente en la Estimación del Balance Cambiario<sup>20</sup>.

Los primeros episodios significativos comenzaron en 2007, algunos analistas sostienen que se trató de una consecuencia del estallido de la crisis internacional (Gaggero, Kupelian y Zelada, 2010), otros sostienen que la fuga de capitales se dispara por la desconfianza ante los cambios de metodología de cálculo del INDEC (Levy-Yeyati y Bragagnolo, 2012).

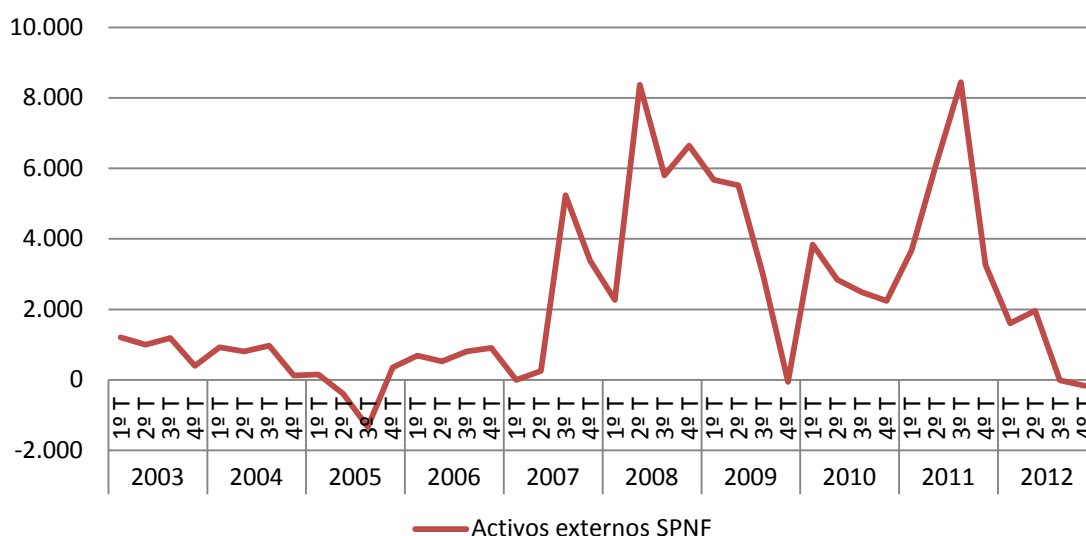
<sup>20</sup> Informe del Banco Central sobre las operaciones de venta y compra de divisas y sus destinos.

Las medidas que se toman al respecto y los conflictos que comienzan a generarse a partir de entonces, acentúan la fuga de capitales que parecía haber sido controlada durante los primeros años de la postconvertibilidad.

Tal como puede apreciarse en el gráfico 4 los episodios de fuga de capitales coinciden, en 2007, con el comienzo de la crisis financiera en EEUU, llegando a un total de 8.872 millones de dólares al final del año<sup>21</sup>. El gran salto a 23.098 millones de dólares se produjo durante 2008, cuando sucedieron varios hechos que propiciaron picos de salidas a lo largo del año: el conflicto con el campo de marzo hasta julio, en septiembre la quiebra de Lehman Brothers, y en noviembre la estatización de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) (Gaggero, Casparrino, y Libman, 2007; Gaggero, Kupelian y Zelada, 2010; Zaiat, 2012). En 2009 la formación de activos externos llegó a un total de 14.123 millones de dólares, y en 2010 a 11.410 millones de dólares, influenciada en este año por el cambio de autoridades del Banco Central (Zaiat, 2012). Finalmente, en 2011 como resultado de la incertidumbre por las elecciones presidenciales y los rumores de devaluación, la fuga de capitales se disparó a 21.504 millones de dólares (Zaiat, 2012).

Lo cierto es que mientras el ingreso de divisas posibilitó que la fuga de capitales no afectara a las reservas internacionales, no se tomaron medidas para contenerla (entre 2007 y 2011 se fugan 79.281 millones de dólares).

**Gráfico 4. Formación de activos externos (Fuga de Capitales) trimestral en millones de dólares (2003-2012).**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

El primer intento de tomar alguna medida para frenar el drenaje de divisas será en 2011, puesto que la caída del superávit comercial, el pago de la deuda y los episodios de fuga de capitales harán peligrar el nivel de reservas internacionales (entre enero de 2011 y diciembre de 2012 las reservas caerán

<sup>21</sup> Los datos anuales corresponden a los publicados por el BCRA en el informe trimestral de la "Evolución del Mercado Único y Libre de Cambios y Balance Cambiario".

9.328 millones de dólares<sup>22</sup>). Comenzaron a realizarse controles al acceso al mercado de divisas a través de la restricción en las autorizaciones que emite del Banco Central, que irán abarcando primero a las importaciones, luego al ahorro personal y, finalmente, a la obtención de divisas para el pago de dividendos a casas matrices.

En octubre de 2011 (en el tercer trimestre la estimación de salida de capitales para la formación de activos externos llegó a 8.443 millones de dólares) el gobierno decidió implementar una serie de modificaciones normativas que afectaron al plazo máximo para el ingreso de divisas proveniente de las exportaciones (aunque posteriormente volvieron a relajarse) e intensificaron los controles de las operaciones en moneda extranjera por parte del Banco Central. En abril de 2012 se oficializó la suspensión de la posibilidad de comprar moneda extranjera para su "atesoramiento" (Zaiat, 2012). Al restringir el acceso a las divisas, la salida de capitales para la adquisición de activos externos, especialmente por parte del sector no financiero, se redujo, siendo en 2012 de 3.404 millones de dólares, según los datos publicados en La Estimación del Balance Cambiario del Banco Central.

Pero los controles se extienden más allá del atesoramiento de residentes, afectan también a la obtención de divisas por parte de las empresas extranjeras instaladas en el país para el pago de dividendos a las casas matrices. Dada la extranjerización de la economía y la falta de controles, al respecto, en la ley de inversiones extranjeras<sup>23</sup>, existe un flujo de salida de capitales muy significativo a través del envío de dividendos y utilidades al exterior. En 2011 el giro de divisas por este concepto alcanzó los 4.397 millones de dólares<sup>24</sup>. A partir de finales de este año, se estableció que para cualquier operación en el mercado de cambios que tenga por objetivo el giro de dividendos al exterior, será necesaria la autorización previa del BCRA<sup>25</sup>. La mayoría de las solicitudes han sido rechazadas desde entonces, autorizándose sólo 225 millones de dólares en concepto de dividendos a lo largo de 2012.

Aunque con una importancia menor, existen mecanismos a través de los cuales se puede acceder a divisas sin pasar por el mercado de cambios. Una de las operaciones más utilizada es la denominada "contado con liqui" (Gaggero, Casparrino y Libman, 2007). La misma consiste en comprar títulos en el mercado local, ya sea bonos o acciones, nominados en pesos, que luego son vendidos en plazas financieras del exterior, donde también cotizan y cuya liquidación es en dólares. El título se transfiere al extranjero donde se vende, depositándose el producto de la venta en una cuenta en dicha plaza. Para poder controlar esta válvula de escape, desde octubre de 2008 la Comisión Nacional de Valores obligó a mantener al menos 72 horas los bonos y acciones que se compran en el mercado local antes de liquidarlos en el exterior. Por otro

<sup>22</sup> Según datos del Banco Central.

<sup>23</sup> Ley 21382 vigente desde 1976, cuyo texto fue ordenado en 1993.

<sup>24</sup> Según los datos presentes en la Estimación del Balance Cambiario del BCRA.

<sup>25</sup> Previamente, el BCRA dificultó, de forma indirecta, la posibilidad de repartir dividendos a los bancos y, por ende, girar divisas al exterior, a través del aumento de la exigencia de liquidez al 75% sobre el capital mínimo que debe mantener cada institución (*Ámbito Financiero*, 8 de Febrero de 2012).



lado, a partir de Junio de 2012 se prohibió a los bancos realizar estas operaciones, quedando restringida a sociedades de bolsa.

La existencia de estos controles desactiva, en cierta medida, los mecanismos a través de los cuales se produce la fuga de capitales de la economía argentina, aunque no por completo. Hay mecanismos que siguen funcionando, como por ejemplo, la sobrefacturación y la subfacturación de importaciones y exportaciones, así como los mecanismos relacionados con movimientos intrafirma. También se utiliza el pago de *royalties*, licencias y otros servicios inflados, a fin de incrementar el monto de divisas que legalmente se puede adquirir (Gaggero, Kupelian y Zelada, 2010). Una de las consecuencias de estos controles ha sido un mayor dinamismo del mercado ilegal de moneda extranjera.

Podemos observar los límites de estas medidas si utilizamos el método residual de la balanza de pagos para la medición de los flujos de capitales fugados. El mismo consiste en sumar la inversión extranjera directa, el endeudamiento externo público y privado, el saldo neto de la cuenta corriente y la variación de reservas internacionales, y su resultado refleja la salida de capitales locales, cuando es positivo, y la repatriación de capital local, cuando es negativo.

Si utilizamos el método alternativo, la fuga de capitales para el año 2012 fue de 10.861 millones de dólares, en lugar de los 3.404 millones de dólares estimados por el gobierno.

Los datos para la salida de dividendos al exterior también cambian, si utilizamos la balanza de pagos en lugar de la Estimación del Balance Cambiario. Según este último en 2012 sólo se autorizaron 225 millones en concepto de dividendos, pero según la balanza de pagos, en 2012 han salido del país por este concepto 8.245 millones de dólares<sup>26</sup>.

Para compensar a los ahorradores en dólares con instrumentos financieros alternativos, luego de implementadas las medidas de restricción de acceso al mercado de cambios, entró en vigencia, en diciembre de 2012, la Ley 26.831 de Mercado de Capitales. Si bien también tendría como objetivo ampliar el acceso a capitales de las empresas para dinamizar la inversión y con ello a la economía.

La nueva ley eliminó la obligatoriedad de reunir "la calidad de accionista" para poder operar en el mercado, antes de esta ley, sólo podían operar de forma directa en la Bolsa sus socios, condición a la que se accedía comprando una acción del Mercado de Valores, que equivalía a desembolsar alrededor de 5 millones de pesos (aproximadamente 1 millón de dólares). La nueva ley tendría como objetivo dotar de más agilidad y profundidad al mercado de capitales, sobre todo teniendo en cuenta el poco volumen que se maneja, donde prima un pequeño grupo de sociedades de Bolsa. También fortalecería las capacidades de supervisión, fiscalización y sanción de la Comisión Nacional de Valores (CNV), permitiendo que las emisiones de deuda coticen sin necesidad de previa calificación de riesgo y limitando el oligopolio de las calificadoras, a

<sup>26</sup> Según datos del INDEC

través de la participación de las universidades públicas en la generación de los informes.

Esta ley introduce mecanismos de transparencia, incluyendo la universalidad del Régimen de Oferta Pública de Adquisición (OPA), otorgándole status de ley a las disposiciones sobre transparencia en los mercados que fueran oportunamente legisladas mediante el decreto ley por facultades delegadas<sup>27</sup>.

Pero aunque exista un mejor acceso a los mercados de capital eso no garantiza un mayor flujo hacia empresas que necesiten financiación, ni que dichos recursos sean utilizados en inversiones productivas.

Por lo visto en este apartado, la fuga de capitales no ha sido desarticulada a lo largo del periodo, las medidas de control de acceso a las divisas dificulta la tenencia de activos en el exterior por parte del sector no financiero y el envío de dividendos a las casas matrices, pero no lo impide. La ley de capitales extranjeros y la falta de regulación directa de salida de capitales siguen estando vigentes.

Se mantiene incólume uno de los mecanismos que sostenían la "valorización financiera"<sup>28</sup>, sólo frente a la amenaza para el modelo macroeconómico que precisa de las reservas internacionales se toman medidas que, como hemos visto, no han sido suficiente para frenar el drenaje de divisas hacia el exterior.

Con ellas no se busca reforzar un modelo con eje en el ámbito productivo, no se trata de medidas de reforma estructural, sólo parecen querer conservar el medio (reservas) que permite la intervención en el mercado cambiario, para poder disponer de las divisas necesarias que a su vez posibilitarán el pago de la deuda.

## **6. Una nueva carta orgánica para el BCRA ¿intervención hacia la actividad productiva o hacia la financiación del Estado?**

La necesidad de financiación interna del Estado, como parte de la estrategia de gestión de la deuda, fue uno de los factores que llevó en 2012 a la reforma de la carta orgánica del Banco Central (Ley 26.739). Se instituyó un triple mandato a la entidad: la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera y el desarrollo económico con creación de empleo y equidad distributiva. Aunque mantiene la autonomía de la entidad respecto Poder Ejecutivo Nacional, encuadra el ejercicio de sus funciones en el marco de las políticas que éste establezca.

La reforma creó nuevos instrumentos de política fiscal y monetaria: se habilitó al Banco Central para realizar préstamos al gobierno directamente hasta el 12% de la base monetaria, y adelantar fondos no superiores al 10% de los ingresos fiscales correspondientes al año anterior. Además, habilitó el uso de las reservas internacionales para el pago de las obligaciones de deuda externa

<sup>27</sup> Decreto N° 677/11

<sup>28</sup> Denominación que utilizan varios autores para caracterizar al periodo que va desde 1976 a 2001, en el que el papel del capital financiero fue gravitatorio (Basualdo, 2006, Rappoport, 2000).

del Estado Central, eliminando algunas restricciones que existían para el uso de esos recursos.

Uno de los aspectos más destacados en cuanto a sus implicaciones en el ámbito productivo, es que permite que el Banco Central ofrezca fondos a los bancos locales y a otras instituciones financieras para el financiamiento de inversión productiva de largo plazo. A partir de la reforma de su Carta Orgánica, la entidad habría recuperado cierta capacidad de influir en la dirección del crédito, a través de una norma que obliga a los bancos a prestar un mínimo del 5% de sus depósitos privados a largo plazo con destino a la inversión, y a una tasa fija no superior al 15% anual.

También se incluyeron otros mecanismos de incentivo a través de las exigencias a los bancos de efectivos mínimos en el Banco Central, con mayores requisitos para préstamos al consumo, y menores en el caso de créditos productivos. La aplicación de encajes diferenciados además, permitiría que se apliquen incentivos de acuerdo a la zona en la que se encuentren las entidades bancarias para ampliar el área de cobertura en el interior, con el objetivo de combatir la concentración geográfica de las entidades en determinadas zonas del país.

En los primeros 6 meses de aplicación de esta medida se superó en un 20% los fondos que se preveía que se prestarían, más de \$16.000 millones. Según los datos publicados a comienzos del 2013, los créditos se destinaron a la ampliación de líneas de producción, compra de maquinaria y camiones, importación de bienes de capital y obras civiles, entre otros proyectos. El 35% de los préstamos fueron para la industria manufacturera, destacándose las ramas alimentarias, química y metalúrgica. El agro recibió el 19% de los fondos, la actividad comercial el 14% y la rama de transporte el 9%<sup>29</sup>. Se trata de las actividades más rentables y las ramas de la industria más desarrolladas las que se han beneficiado en mayor medida.

Si bien es pronto para evaluar el impacto que esta medida puede tener en términos de incentivo de la actividad productiva, podemos mencionar que dado su carácter no selectivo dentro del sector productivo, no busca la posibilidad de regular el acceso de crédito a determinados sectores para superar el problema de integración del tejido industrial y el déficit comercial de algunas industrias, debido a la dependencia de bienes de capital importados.

Parece más clara la intención en el ámbito de la norma dirigido a facilitar la financiación del Tesoro Nacional (en 2011 la parte de la deuda en anticipos del Banco Central llegaba a los 15.597 millones de dólares, mientras que en 2012 alcanza los 25.972 millones de dólares) que en el ámbito dirigido a promover la financiación productiva, cuyo carácter parece ser más testimonial. Se busca una salida a la necesidad de recursos que, en primer lugar, está definida por la deuda externa, no por las necesidades sociales a cubrir por el sector público, y que en última instancia, podrían provenir de impuestos definidos por un sistema tributario progresivo, sistema que no existe en Argentina.

## **7. Análisis conjunto**

<sup>29</sup> Según datos publicados en *Página 12* el 13 de Febrero de 2013.

Se ha realizado una síntesis de las medidas más relevantes en el ámbito de las finanzas, y de sus objetivos. Analizar los efectos que las mismas han tenido en relación con dichos objetivos y en la economía en su conjunto, nos ha permitido acercarnos al verdadero significado que han tenido estas medidas de política económica en este periodo.

Parecen estar más cerca de perseguir el pago puntual a acreedores externos y sostener el modelo macroeconómico que permite dicho pago, que contribuir a la fortalecer el eje productivo de la dinámica económica. No han tenido incidencia clara en los problemas estructurales de la economía argentina, y la desarticulación de los mecanismos sobre los que funcionaba "la valorización financiera" ha sido parcial.

La devaluación de la moneda parece ser la única medida orientada a cambiar el centro de la dinámica económica, el resto de medidas, que van tomándose a lo largo del periodo, no parecen estar dirigidas a reforzar ese cambio. Por el contrario, parecen buscar que el pago de la deuda pueda realizarse de forma puntual, poniendo parches en los agujeros que va produciendo la ausencia de una verdadera reforma.

La política de esterilización, que no ha podido frenar la inflación, está al servicio del mantenimiento del valor de la moneda. El tipo de cambio alto refuerza a su vez, aunque como hemos visto con limitaciones, el ingreso de las divisas que alimentan las reservas.

Las política cambiaria y la política monetaria, de la que forma parte la política de esterilización, están en línea con el mantenimiento de un tipo de cambio apreciado propio de la estrategia neodesarrollista (Bresser-Pereira, 2007): el posicionamiento de la industria como centro de la escena económica a través de la mejora de la competitividad, mediante, en este caso, el tipo de cambio. No se trata sólo de una medida que favorece al precio de los bienes transables en el mercado interno, sino que contempla una mejora de la inserción internacional, una reactivación de la actividad industrial acorde con la economía mundial internacionalizada.

En el caso argentino, a partir de 2007, la persistencia de la creciente inflación ha deteriorado el tipo de cambio real, afectando la competitividad de los bienes transables. Las medidas de esterilización y las retenciones (al igual que otras medidas como el pacto para mantener constantes los precios de algunos de los productos de consumo básico) han sido insuficientes para controlar la subida generalizada de los precios.

Sin embargo, la pérdida de competitividad de la moneda nacional no ha sido el principal factor por el que se ha deteriorado el superávit de la Cuenta Corriente, poniendo en peligro una de las piezas fundamentales del modelo macroeconómico vigente desde el 2003. La dependencia energética y de las importaciones de bienes de capital, este último rasgo estructural de la actividad productiva del país, han marcado la diferencia.

Mientras se mantuvo el margen superavitario del comercio exterior, se obtuvo un importante aumento de las reservas internacionales en las arcas del Banco Central, lo que permitió y permite realizar la intervención en el mercado

cambiario para controlar la paridad del peso, sosteniendo la estrategia de dólar caro y estable.

Por otro lado, esta medida ha dejado un saldo deudor para el BCRA, por la absorción de los pesos que se emiten a cambio de la liquidación de divisas en el mercado interno. Además, la política de esterilización ha sido cuestionada por favorecer la continuidad de ciertas distorsiones del sistema bancario. No obstante, como lo hemos mencionado anteriormente, para realizar un análisis completo de esta cuestión es preciso estudiar el comportamiento de este sector, lo que excede el objetivo de este documento.

Estrechamente vinculada a las medidas anteriores, encontramos la política de "desendeudamiento", que a simple vista parece desarticular los mecanismos que movilizaban la "valorización financiera" y evitar la dependencia de los capitales extranjeros. Pero esta política se ha sostenido sobre la base del endeudamiento interno con el entramado de instituciones públicas, comprometiendo su solvencia, que al llegar a su límite implicaría, sin lugar a dudas, una vuelta a los mercados internacionales de deuda, teniendo en cuenta el deterioro de las cuentas externas y las condiciones de solvencia Estado Central. La "independencia" de los capitales financieros internacionales parece ser una cuestión poco sostenible en el largo plazo.

La desarticulación del circuito que mantenía al capital financiero en el centro de la dinámica económica parece haber dejado de funcionar parcialmente, principalmente, por la financiación interna del Estado y por los controles al mercado de cambio. No obstante, la deuda sigue teniendo elevadas rentabilidades, lo que pone en cuestión la hipótesis de reducción de su coste. Sigue siendo el más importante de los instrumentos financieros (mayor volumen diario de negociación en el mercado de valores).

Los desequilibrios en la economía en el que el sector productivo desintegrado, con una gran participación de industrias ligadas al sector agropecuario y de industrias ensambladoras como la automotriz, con un elevado grado de dependencia de las importaciones, en el que se ha reforzado la tendencia primario exportadora, comienzan a manifestarse en 2007. En ese momento vuelve a producirse como efectos reflejo, la fuga de capitales, comportamiento tradicional del capital local.

La clave sobre la verdadera intensión de las medidas que se toman para intentar frenarla, están en el momento de su implementación. En el caso de la de los controles cambiarios cuando los recursos del BCRA comienzan a estar en peligro, hacia finales del 2011.

La restricción al acceso al mercado de divisas (a cualquier operación que implique una salida de divisas, ya sea la tenencia de activos en el exterior del sector no financiero o la remisión de utilidades y dividendos a las casas matrices por parte de las filiales de empresas extranjeras) no parece ser suficiente para la salida de capitales afectando al nivel de reservas internacionales, si bien es cierto que se limita la barra libre de captación de divisas para su salida al exterior. No se trata de una medida de regulación formal, se trata de un mecanismo informal que puede desencadenar un conflicto con los sectores afectados, lo que dependerá del margen de maniobra

del gobierno, de los mecanismos alternativos que puedan encontrar estos sectores para seguir sacando divisas del país, y del nivel de rentabilidad interna.

Más que resolver el problema estructural que ha representado la fuga de capitales, el control sobre el acceso a las divisas en el mercado local, trata de conservar el nivel de reservas internacionales que permite sostener el modelo y el pago de la deuda externa.

La misma tendencia sigue la reforma de la Carta Orgánica del BCRA que amplía formalmente el margen de financiación al Estado Central, garantizando la utilización de reservas para el pago de las obligaciones futuras.

Podemos decir que la inclusión de las medidas de orientación del crédito a la actividad productiva, especialmente a las pequeñas empresas, es un avance en dirección a una mejor financiación, pero desde nuestro punto de vista carece de profundidad y no resuelve el principal problema del sector: la dependencia de las importaciones de bienes de capital y la consecuente desintegración del tejido industrial.

En relación con lo anterior la ampliación del mercado de capitales, puede interpretarse como una medida que busca, realmente, una mejora en el acceso a capitales para inversiones, especialmente de aquellas empresas que antes se encontraban excluidas de la Bolsa. Pero también puede interpretarse, primero, como mecanismo de compensación para los inversores con tenencias en el exterior, y segundo, como los últimos preparativos para una futura re inserción en los mercados financieros internacionales. Aunque no puede negarse sus logros en términos de la ampliación de las capacidades reguladoras del CNV y la eliminación de ciertos privilegios del capital concentrado.

Hay elementos que se repiten en todas estas políticas, la poca profundidad en el tratamiento de aquellos problemas que resultan claves para el funcionamiento de una dinámica económica centrada en la actividad productiva, la prioridad de la deuda, que pone en evidencia la subordinación de las políticas económicas al cumplimiento de las obligaciones que genera, y la necesidad de sostener un modelo que permitió su pago durante un periodo de tiempo (lo que no parece estar garantizado en el futuro teniendo en cuenta el agotamiento de sus pilares). Sostener un modelo en base a estas medidas, que no implican, desde nuestro punto de vista, una renovación de los cimientos de la estructura económica argentina, resulta una huida hacia adelante que con el tiempo necesitará, al verse superada por sus contradicciones, un cambio estructural o una vuelta al endeudamiento externo y con ello a la crisis.

Si bien la rentabilidad de la deuda pública sigue siendo elevada, el pago de deuda externa no se ha realizado mediante la adquisición de más deuda externa, lo que en los años previos a la crisis elevaba los tipos de interés e incrementaba la dependencia de capitales internacionales. No obstante, parece no constatar que exista una articulación de esta regulación con las variables

que impliquen un cambio estructural en la actividad productiva<sup>30</sup>, aunque consideramos que para una explicación más amplia y correcta del comportamiento del capital financiero y su posicionamiento en la dinámica económica, es necesario incluir el análisis de otros elementos como por ejemplo la evolución de la actividad productiva.

## 8. Conclusiones

Lo cierto es que durante este periodo se recuperan herramientas de política económica, vedadas en el periodo anterior (política monetaria, política social, etc.) pero todo se queda en la superficie, no hay reformas estructurales, ni siquiera grandes reformas redistributivas (reforma del sistema tributario).

El alcance de las medidas en el ámbito financiero es limitado, tanto de aquellas que están más cerca de estimular un modelo centrado en el ámbito productivo, como la política monetaria, como de aquellas que buscan la continuidad del funcionamiento del modelo macroeconómico, las que han encontrado límites incluso dentro de sus modestas metas.

El aumento de reservas del Banco Central, resultado de los cambios en la regulación, se ha utilizado, en su mayor parte, en la gestión del modelo macroeconómico tanto para el pago de la deuda pública, como para el control del mercado cambiario. El control sobre los movimientos internacionales de capital, a través del control de acceso a las divisas, parece estar orientado a evitar la pérdida de estas divisas y al mantenimiento de la política económica, en lugar de apoyar un cambio estructural que modifique el comportamiento de los agentes económicos fortaleciendo el proceso de acumulación en Argentina.

Por su parte la política de desendeudamiento, cuyo mayor logro es la reducción del peso de la deuda externa, presenta un alcance limitado en términos de sostenibilidad, dada las dudas sobre la solvencia del Banco Central, principal fuente de financiación, y la propia capacidad del Estado para hacer frente a las obligaciones con las administraciones públicas. Por otro lado, los desequilibrios de la economía argentina que se han venido manifestando desde 2007, ponen de manifiesto la persistencia de una economía dependiente de las importaciones de bienes de capital, y con una inserción internacional centrada a los productos primarios.

La deuda parece haber desaparecido como catalizador de la economía y núcleo de atracción de capitales extranjeros, no obstante sigue teniendo un papel central como condicionante de la política económica, el pago de la deuda externa es prioritario. Lo demuestran las decisiones que se han tomado para poder continuar puntualmente con su pago. Su rentabilidad es elevada, y la reducción de la deuda externa en términos del PIB no ha implicado una reducción de la dependencia de divisas que sigue existiendo, ya sea para pagar lo que falta, para importar bienes de capital, para pagar dividendos al

<sup>30</sup> Durante el periodo de análisis no se ha verificado un cambio significativo en el aspecto productivo, la industrial aumento su contribución en el PIB durante los primeros años. No obstante, parece conservar las características del periodo anterior. Para más información consultar Schorr, M.(2013): *Argentina en la posconvertibilidad: ¿desarrollo o crecimiento industrial? Estudios de economía política.*

exterior y como fuente de fuga de capitales. Esta necesidad de ingreso de divisas ha significado un aumento del poder de veto en la política económica de aquellas actividades que las generan, lo que sin duda ha tenido que ver en la poca profundidad de las medidas tomadas por el gobierno de turno.

Dicho esto, no se verifica la intención de teledirigir los recursos hacia el ámbito productivo. Los efectos de los cambios en la regulación financiera que pueden observarse en la economía argentina, parecen indicar que no existe un engarce que los vincule con la mejora tecnológica, el incremento de la inversión productiva o del empleo, en busca de una reformulación de la estructura económica que permitan activar los resortes de la acumulación con una redistribución socialmente progresiva del ingreso.



## Bibliografía

" Acuerdo para unos pocos cambios", 21 de Noviembre de 2012, Página 12.

" El Central abrió la canilla", 13 de Febrero de 2013, Página 12.

"Más trabas del Central a empresas para girar ganancias al exterior", 8 de Febrero de 2012, *Ámbito Financiero*.

Banco Central de la República (2012): *Comunicado 50.157, Síntesis de las regulaciones vigentes al cierre del año 2012 en materia de comercio exterior y cambios*.

Basualdo, Eduardo (2006): *Estudios de historia económica argentina. Desde mediados del siglo XX a la actualidad*, Siglo XXI, Buenos Aires.

Borzel, Mariano (2005): *"El manejo de la cuenta de capital: Enseñanzas recientes y desafíos para Argentina"*, CEFIDAR (Centro de Economía y Finanzas para el desarrollo de la Argentina), D.T. n° 7.

Capello, Marcelo y Grión, Néstor (2010): "Los resultados de la política de desendeudamiento", IERAL, Fundación Mediterránea - Monitor fiscal Año 5, Edición n° 13.

CENDA (2010): *La anatomía del nuevo patrón de crecimiento y la encrucijada actual. La economía argentina en el periodo 2002-2010*, Actual, Buenos Aires.

Curia, Eduardo Luis (2011): *El modelo de desarrollo en Argentina*, Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires.

Damill, Mario, Frenkel, Roberto y Rapetti, Martín (2005): "La deuda argentina: historia, default y reestructuración", *Desarrollo Económico*, Vol. 45, No. 178. (Jul. - Sep., 2005), pp. 187-233

Fal, Jorge. y Santarcángelo, Juan E. (2010): *La política financiera y su impacto en la acumulación. El caso argentino, 1977 - 2006*, Prometeo, Universidad Nacional General Sarmiento, Buenos Aires.

Frenkel, Roberto y Rapetti, Martín (2007): "Política monetaria y cambiaria en Argentina después del colapso de la convertibilidad", Center for Economic and Policy Research - Washington, D.C y Political Economy Research Institute - University of Massachusetts Amherst

Gaggero, Jorge, Kupelian, Romina y Zelada, María Agustina (2010): "La fuga de capitales II. Argentina en el escenario mundial (2002-2009)", CEFIDAR (Centro de Economía y Finanzas para el desarrollo de la Argentina), D.T. n° 29.

Gaggero, Jorge. Casparrino, Claudio y Libman, Emiliano (2007): "La fuga de capitales. Historia, presente y perspectiva", CEFIDAR (Centro de Economía y Finanzas para el desarrollo de la Argentina), D.T. n° 14.

Gambina, Julio (2003): "Sobre la deuda externa pública argentina. ¿Qué hace el gobierno y qué debiera hacerse?", Cuadernos de la FISYP (Fundación de investigaciones sociales y políticas), Cuaderno 9 - 2° serie.

Giuliano, Héctor (2012): "Crisis de la deuda y emergencia financiera", Buenos Aires. Disponible en <http://www.argenpress.info/2012/06/argentina-crisis-de-deuda-y-emergencia.html> (consulta 13/06/2012).

Lo Vuolo, Rubén y Seppi, Fernando (2008): "La falacia del desendeudamiento del sector público argentino", Cieep , D.T. nº 61.

Rapoport, Mario y colaboradores (2000): *Historia económica, política y social de la Argentina (1880-2000)*, Macchi, Buenos Aires.

Schorr, Martín (Comp.) (2013): *Argentina en la posconvertibilidad: ¿desarrollo o crecimiento industrial? Estudios de economía política*, Miño y Dávila Editores, Buenos Aires.

Zaiat, Alfredo (2012): *Economía a contra mano. Como entender la economía política*, Planeta, Buenos Aires