

---

## **Desequilibrios macroeconómicos insostenibles: La Argentina de la ¿profecía auto-cumplida?**

*Flavio E. Buchieri y Tomás Mancha Navarro*

## DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS INSOSTENIBLES: LA ARGENTINA DE LA ¿PROFECÍA AUTO-CUMPLIDA?

### RESUMEN

La historia de Argentina muestra que cuando se asiste a desequilibrios macroeconómicos definidos en términos de déficit fiscal, déficit por cuenta corriente, depreciaciones aceleradas en el tipo de cambio nominal, altas tasas de Inflación y bajos tipos de cambios reales, su corrección es traumática en términos económicos y políticos. El último gran fenómeno de tensión registrado a fines del 2001 terminó en una aguda crisis financiera, cambiaria y de financiación del sector público que condujeron no sólo a una situación de default, sino también a un proceso de insubordinación civil que causó muertos, inestabilidad política con varios Gobierno sucediéndose en el corto plazo de tres semanas y la alteración de todas las reglas del juego institucional previamente establecidas.

Argentina hoy transita por un contexto similar al que acabamos de definir previamente. ¿Terminará como en el pasado? ¿Estamos antes una nueva profecía auto-cumplida? En el presente trabajo analizamos la realidad del país y exponemos algunas consideraciones para el diseño de políticas económicas que traten de resolver los desequilibrios presentes.

**Palabras clave:** déficits gemelos, tipo de cambio real, prima de riesgo país, devaluación

### ABSTRACT

The history of Argentina shows that when there are macroeconomic imbalances defined in terms of fiscal deficit, current account deficit, accelerated depreciations in the nominal exchange rate, high inflation rates and low real exchange rates, its correction is traumatic in economic and political terms. The last great phenomenon of tension registered at the end of 2001 finished in an acute exchange and financial crisis with the default of its debt in a context of civil insubordination that caused deaths, political instability with several governments happening in the term of three weeks and the breach of all the rules of the institutional game previously established.

Argentina today is in such a context as previously defined. Will it end like in the past? Are we in a new self-fulfilling prophecy? In this paper, we analyze the reality of the country and present some considerations for the design of economic policies that try to solve the current imbalances.

**Keywords:** twin deficits, real exchange rate, country risk premium, devaluation.

### AUTORES

**FLAVIO E. BUCHIERI** Doctor en Economía, Universidad del CEMA. Universidad Nacional de Villa María y Universidad Tecnológica Nacional, Facultad Regional Villa María. República Argentina.

**TOMÁS MANCHA NAVARRO** Doctor en Economía, Universidad de Málaga. Catedrático de Economía Aplicada del Departamento de Economía y Dirección de Empresas de la Universidad de Alcalá y Director del Instituto Universitario de Análisis Económico y Social

## ÍNDICE

|   |    |
|---|----|
| Índice .....  | 3  |
| 1. Introducción.....  | 4  |
| 2. Déficit gemelos, tipo de cambio real y financiamiento externo: un esquema de análisis teórico simple para la comprensión del problema..... | 4  |
| 3. La economía de Macri: de las expectativas a la realidad.....   | 9  |
| 4. LEBAC´s, estrés Financiero y el acuerdo con el FMI. La coyuntura macroeconómica actual .....   | 22 |
| 5. A modo de conclusión final: la imperiosa necesidad de un acuerdo multipartidista.....  | 26 |
| 6. Referencias bibliográficas .....   | 30 |

## 1. INTRODUCCIÓN

La existencia de déficits fiscales y por cuenta corriente, con niveles de deuda pública creciente no constituyen fenómenos nuevos en Argentina. Pero, lo más importante de este contexto es cómo se corrigen los mismos cuando se agota o tensa la restricción de financiamiento, en particular, el externo, que permitía que los mismos se produjeran. La consecuencia de ello es que si el proceso de corrección de tales desequilibrios (conocidos como "déficits gemelos") no es enfrentado de manera adecuada y oportuna, tanto en términos de los instrumentos utilizados, de la coordinación de las diversas políticas que se implementarán al respecto, así como de la distribución temporal de los mismos, el inexorable resultado será una caída de la actividad económica con eventuales consecuencias cambiarias y bancarias, produciendo en última instancia un agravamiento del cuadro pre-existente.

Argentina ha sido el escenario de reiteradas situaciones del fenómeno descrito por lo menos en los últimos sesenta años. Y como la solución y/o salida política, económica y social no ha sido sencilla, es oportuno prestar una especial atención al análisis de este para evitar consecuencias que, para muchos analistas, revistan la condición de ser una profecía auto-cumplida por la dinámica y el resultado final al cual se llegará. Consecuentemente, el enfoque de este artículo se centra en realizar primero un análisis descriptivo de la situación actual en Argentina, interrelacionando la misma con un enfoque teórico sencillo para a continuación, con un análisis de datos temporales, cotejar la dinámica observada. Finalmente, el trabajo se cierra con la exposición de algunas conclusiones a partir de las actuaciones de política económica que, en los últimos días, ha decidido poner en marcha el Gobierno Nacional.

## 2. DÉFICITS GEMELOS, TIPO DE CAMBIO REAL Y FINANCIAMIENTO EXTERNO: UN ESQUEMA DE ANÁLISIS TEÓRICO SIMPLE PARA LA COMPRENSIÓN DEL PROBLEMA

La existencia de déficits simultáneos en las cuentas públicas y en las cuentas externas del país es resultado de un funcionamiento macroeconómico que conduce a niveles agregados de gasto o absorción de bienes y servicios por encima de las posibilidades reales de producción. En este escenario, el déficit fiscal -representado por las necesidades de financiación del sector público que no puede cubrir con sus ingresos lo que gasta, es uno de los elementos que tiene una alta incidencia en la determinación del saldo por cuenta corriente, que se torna negativo por la necesidad neta de dólares o divisas que el país tiene, producto de que

sus ingresos por exportaciones de bienes y servicios son inferiores a sus gastos por importaciones en los mismos, a lo que además hay que añadir el pago de intereses de la deuda externa como de transferencia de utilidades de las transnacionales a sus casas matrices en el exterior, entre otros. En definitiva, el país acaba presentando una situación global deudora frente al resto del mundo.

Lo anterior conduce a una pregunta clara: ¿cómo se financian los dólares que el país necesita cuando el saldo por cuenta corriente es negativo? Existen tres vías básicas para ello: a) el financiamiento privado por entrada de capitales foráneos; b) la toma de deuda en el exterior; y c) el acceso a las divisas de reservas internacionales del Banco Central. Pero si se considera que las reservas internacionales del Banco Central deben asegurar otros objetivos más importantes que el señalado, el financiamiento de un déficit externo recae en los canales a) y b). Por otra parte, si ambos no están disponibles, el país en cuestión no tiene otro camino que el de aplicar un severo ajuste interno que conduzca a que su nivel de gasto agregado se acomode a lo que realmente produce, con consecuencias concretas en términos de un empeoramiento de los niveles de bienestar, empleo, pobreza, etc.

El déficit fiscal no es el único elemento que genera un saldo negativo por cuenta corriente. Hay que sumarle el déficit del sector privado en términos de lo que genera respecto a lo que asigna a consumo e inversión. Si ambos son negativos, esto es, tanto el sector público y el privado contribuyen al déficit por cuenta corriente, ante un corte o restricción en el financiamiento de este, uno de ellos debería ser tornarse en superavitario para compensar al segundo, de tal manera que se puedan distribuir los dólares disponibles. Si ninguno de ellos puede corregir su déficit, la consecuencia es un aumento en el valor del dólar, situación que genera efectos colaterales -que describiremos más adelante- junto a una reducción en el stock de reservas internacionales del Banco Central cuando el mismo se ve obligado a intentar suavizar la corrección de tal desequilibrio externo.

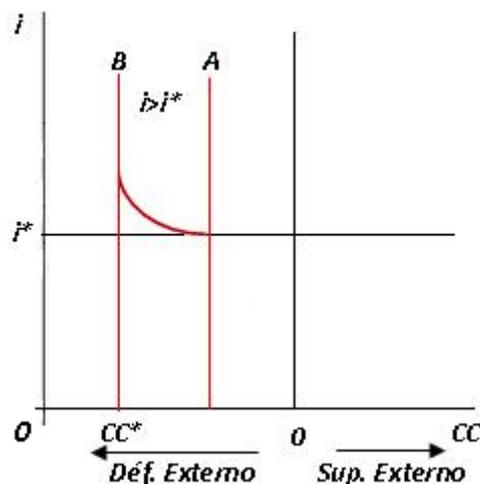
En todo caso, como el déficit fiscal es el principal contribuyente del déficit externo (por el tamaño del sector público, la dinámica de distribución del poder político e institucional a nivel nacional, la sensibilidad de los componentes del gasto público ante cambios de precios relativos, etc.) es necesario contemplar qué nivel de déficit fiscal puede ser tolerado desde el punto de vista de la financiación disponible para su cobertura, ya que un déficit fiscal persistente puede provocar niveles crecientes de deuda si su variación supera al propio aumento del producto. Si tal ratio, esto es, deuda/PBI, es creciente, la economía comienza a transitar niveles crecientes

de incertidumbre con respecto a su capacidad real de repago de la cuota de capital y/o intereses a futuro. ¿Cómo se hace viable dicha situación? Pues a través de la tasa de interés que se le exige al país para colocar bonos nuevos y/o rescatar los pre-existentes mediante el *rollover* (renovación) de los mismos.

Desde la perspectiva señalada, vamos a analizar la relación entre déficit fiscal y tasa de interés, fenómeno que es la contracara de un saldo negativo por cuenta corriente. De acuerdo con Braun y Llach (2006), si el desequilibrio externo del país, fruto de un elevado déficit fiscal, es muy alto la disminución de la confianza de los acreedores en el repago de la deuda comenzará a restringir el flujo disponible para financiar dicho déficit y/o viabilizar el *rollover* de los vencimientos de capital de la deuda pública, en las mismas condiciones con que el país venía accediendo al financiamiento internacional. Así, la tasa de interés a la cual se podrá colocar bonos será más elevada.

Si se parte de una situación donde la ratio deuda/PIB es baja, estos déficits gemelos no son preocupantes y consiguen acceso a una tasa de interés que contiene una cierta prima de riesgo por invertir en un país determinado. Ahora bien, de continuar esta situación, esto es, déficits fiscales y por cuenta corriente persistentes y crecientes, tanto en términos de la evolución del PIB como de la ratio deuda/PBI, pues el impacto de los mismos se traduce en tasas de interés crecientes, situación que tiene un límite ya que los acreedores del país no estarán dispuestos a financiar cualquier déficit. Es decir, se puede considerar que existe un déficit máximo al partir del cual, su aumento implica primero un endurecimiento o encarecimiento en el acceso a fondos externos para luego, al sobrepasar cierto nivel, cortar directamente el acceso al financiamiento para la totalidad de la deuda soberana nueva como en renovación. El Gráfico 1 muestra esta situación, que comentamos a continuación.

GRÁFICO 1  
**Tasas de Interés y Déficit Externo**



FUENTE: Elaboración propia, con base en Braun y Llach (2006).

El eje horizontal muestra el déficit/superávit por cuenta corriente o externo ( $CC$ ) mientras que el eje vertical muestra la tasa de interés que paga el país para financiarse en el exterior (por arbitraje, también en el mercado doméstico de capitales, salvo algunas imposiciones puntuales). A la derecha del punto cero acontece un superávit externo mientras que, a su izquierda, se asiste a un déficit, respectivamente. Desde esta perspectiva, un déficit externo implica el mismo monto, como mínimo, en términos de la cuenta de capital, más la probable variación de reservas internacionales si el saldo de esta última cuenta es superior al de la cuenta corriente. O, alternativamente, si el superávit en la cuenta de capital es inferior al déficit de la cuenta corriente, se asiste a una pérdida de reservas, la cual puede ser decreciente si está acompañada de una depreciación del tipo de cambio nominal, como sucede en la práctica muchas veces.

En consecuencia, el Gráfico 1 expresa que a medida que nos movemos hacia la izquierda, el déficit externo crece. Pasando la línea  $A$ , las tasas que debe abonar el país -y que se toman como referencia para las tasas locales- comienzan a subir por aumentos en el riesgo-país. Cuando el déficit traspasa la línea  $B$ , las tasas de interés suben al infinito, implicando el corte al financiamiento externo del déficit público; por lo que el mismo deberá bajar al nivel de financiamiento disponible en forma alternativa. Si no se produce dicha disminución desaparece el margen para mantener tal desequilibrio, obligando al Gobierno a instrumentar medidas para enfrentar al mismo. Es

decir, lo señalado implica que habrá un valor máximo de dicho déficit que encuentra financiamiento a tasas crecientes.

El análisis efectuado no es independiente del cuadro macroeconómico de la economía en cuestión. La existencia de ambos déficits, producto de niveles de gasto agregado superior a la producción doméstica, es consecuencia de precios relativos bajos en relación con los internacionales. Esto puede suceder por un empeoramiento de los términos de intercambio para dicho país; presiones de demanda agregada que no tienen correspondencia en términos de la producción local; depreciaciones del tipo de cambio nominal que impacta en términos reales y financieros por la alta dolarización de la economía y el portafolio de inversión de los actores económicos; o finalmente, por la presencia de tasas de inflación superiores al promedio mundial o de los países con los cuales comercia y/o realiza servicios financieros la economía en cuestión.

En este marco, vamos a hablar del tipo de cambio real, esto es, el precio relativo de una cierta canasta representativa de bienes domésticos medida en pesos como, alternativamente, medida en dólares pero pesificada al tipo de cambio de mercado (su expresión es  $e = (E \cdot P^{US\$}) / P^S$ , donde  $e$  es el Tipo de Cambio Real,  $E$  es el tipo de cambio nominal,  $P^{US\$}$  es el precio en dólares de la canasta que se tome para hacer tal análisis, y  $P^S$  es el precio de la misma pero medida en pesos).

El tipo de cambio real mide la competitividad de una economía por lo que, cuando el mismo es alto, la competitividad es elevada, estimulándose las exportaciones y generando el efecto contrario con las importaciones, aspectos que aumentan la producción y el empleo. Cuando el mismo es bajo, el efecto es el opuesto. Por ende, cuando el gasto agregado es alto y/o creciente, la economía genera un tipo de cambio real que es bajo por las presiones inflacionarias que esto implica, conduciendo así a un déficit por cuenta corriente de la balanza de pagos. Como el déficit fiscal es el principal actor en la determinación de esta -a menos que acontezcan otros factores, como fueron descritos en la primera parte del párrafo previo-, un alto nivel de este último conduce a una caída en el tipo de cambio real y, con ello, un fuerte desestimulo a la producción, aspecto que se traduce, a mediano plazo, en subidas de tasas de interés para financiar dicho déficit.

Esta situación es la que comienza a generar los problemas de certidumbre tanto en la solvencia de las cuentas públicas como en la propia sostenibilidad de dicho déficit y/o de la deuda pública. Encontramos así una relación entre tipo de cambio real, déficit fiscal y déficit por cuenta corriente y nivel de la deuda pública del país, de tal forma que, cuando se asiste a un déficit fiscal y/o externo, el tipo de cambio real cae y aumenta el endeudamiento del

país, situación que, a la larga, deberá corregirse si el financiamiento disponible comienza a recortarse o escasear.

### 3. LA ECONOMÍA DE MACRI: DE LAS EXPECTATIVAS A LA REALIDAD

**P**ara avanzar en la investigación se procedió a incorporar algunos posibles factores que pueden tener influencia en las migraciones provenientes de un grupo de países (los MENA) a otros que son los receptores de esta migración (los de la UE).

El triunfo electoral de Mauricio Macri como candidato presidencial en el año 2015 estuvo precedido por un empeoramiento de los datos macroeconómicos en Argentina, situación que comenzó a observarse tras el inicio del segundo mandato como Presidente de Cristina Fernández de Kirchner el 10 de diciembre del 2011. En pocas palabras, se asistía así a la presencia de déficits gemelos, tipo de cambio real en disminución y aumento de la tasa de interés para las colocaciones de deuda (soberana y privada) de Argentina, gran parte de ellas realizadas con organismos financieros y/o proveedores domésticos.

La herencia recibida por Macri se enmarcaba en la imposición del denominado cepo cambiario que limitaba la libre compra-venta de divisas en el mercado único de cambios, impuesto unos días antes de que Cristina Fernández asumiera su segundo mandato, como medio para evitar la corrección instrumental de los desequilibrios antes mencionados. Este escenario comenzaba a reflejar la re-aparición de los problemas típicos de una economía bimonetaria con ancla nominal, el dólar, para fijar los precios domésticos pero que, con déficit creciente en las cuentas públicas y sector externo, requería del atraso en el tipo de cambio para contener la tasa de inflación y limitar así la dolarización de hecho tanto en las principales actividades transaccionales como de generación de activos financieros.

La dinámica que dicho contexto macroeconómico permitía observar, de no mediar una corrección de los mismos que asegurara la sustentabilidad de la política fiscal y de demanda agregada doméstica en términos de una baja tasa de inflación y mantenimiento de los niveles de producción, está evidenciado en la historia recurrente de Argentina: un estrangulamiento de la disponibilidad de divisas para comerciar, enviar remesas y/o atesoramiento -resultado que el propio cepo intentaba contener- que acaba conduciendo a la aparición de un mercado marginal (y paralelo) para cotizar el precio real de la divisa extranjera, con presiones inflacionarias crecientes, contracción de la actividad económica, y expectativas de una devaluación fuerte del tipo de cambio como medio para relajar las tensiones expuestas y a modo de corrección del precio relativo del dólar en términos del resto de los bienes de la economía. Consecuencias indirectas de esta dinámica: tipo de cambio real bajo como

medio de cohesión política del Gobierno con su base electoral de poder y financiamiento del déficit público creciente con impuesto inflacionario.

A todo lo expuesto hay que sumarle varios problemas que el Gobierno de Cristina Kirchner transfirió al nuevo Gobierno y que pueden sintetizarse en: a) la existencia de niveles insostenibles de tarifas de servicios públicos que incentivarán la producción y la extensión en la provisión de los respectivos servicios; b) la necesidad de acordar con los holdouts, esto es, ex bonistas del país que no habían ingresado en sendos canjes de deuda en default que se habían realizado en el pasado reciente y que habían obtenido un fallo favorable a sus demandas en el juzgado de Thomas Griessa en Nueva York, que implicaban compromisos de pagos por alrededor de U\$S 15.000 millones más intereses; y c) el atraso de pagos a numerosos proveedores del Estado, ejecutores de obras públicas, entre otros. En ese marco, y con la promesa de unificar el mercado de cambios, reducir la inflación, corregir la distorsión de precios relativos, en particular, las tarifas públicas, disminuir el déficit fiscal, abrir la economía y reducir la carga tributaria que empresas y particulares estaban soportando, Macri asume la Presidencia con expectativas de enormes cambios, pero en un claro contexto de debilidad política por la reducida pertenencia de Gobernadores de Provincias afines a su signo político además de la baja representación política del partido gobernante en ambas Cámaras del Congreso Nacional.

Desde el inicio de su gestión como Presidente, Macri opta por un proceso de corrección gradual de los desequilibrios antes expuestos, pero tomando las siguientes medidas de forma inmediata:

- a) la unificación del tipo de cambio, con la desaparición del conocido mercado del dólar blue, que implicó un reajuste en el valor nominal de casi el 60% en el mismo a los pocos días de su asunción
- b) el inicio de una fuerte corrección de los niveles de las tarifas públicas junto con la reducción escalonada de los subsidios a la oferta
- c) el arreglo definitivo del litigio con casi la totalidad de los bonistas de los compromisos de pago derivados de la sentencia
- d) el comienzo de un esquema permanente de reducción en los impuestos a la exportación de commodities, que fue variable en función de cada tipo de cultivo.

Al mismo tiempo que esto se implementaba, se anunció la apertura de la economía, la integración del mercado local de capitales al internacional (con remoción de barreras y/o trabas al libre movimiento de fondos entre tales mercados) y se re-establecieron las relaciones diplomáticas, en particular, con Estados Unidos y la Unión Europea, acentuando la participación del país en los foros mundiales como el G20.

En este marco, y con la expectativa de que el cambio de gestión generara fuertes expectativas de estímulo a la inversión extranjera directa como de recuperación de la confianza tanto en la moneda local como de acotamiento en la dolarización de los activos financieros, Macri apuesta a que el crecimiento económico, de la mano de las correcciones antes expuestas, generase una licuación de los desequilibrios enunciados (en términos del PIB, produciendo así una mejora en la percepción de los agentes económicos en la solvencia inter-temporal del Estado), reduciendo las expectativas de inflación y generando un contexto de corrección de los desequilibrios globales de la economía. Este sendero de convergencia no debería producir costes políticos importantes al Gobierno de Macri para no debilitar así su base de sustentación electoral, permitiéndole un tránsito ordenado en términos de gobernabilidad política y social en sus primeros dos años de Gobierno para luego de ello pensar en la construcción de un segundo Mandato Presidencial con mayor representación política e institucional.

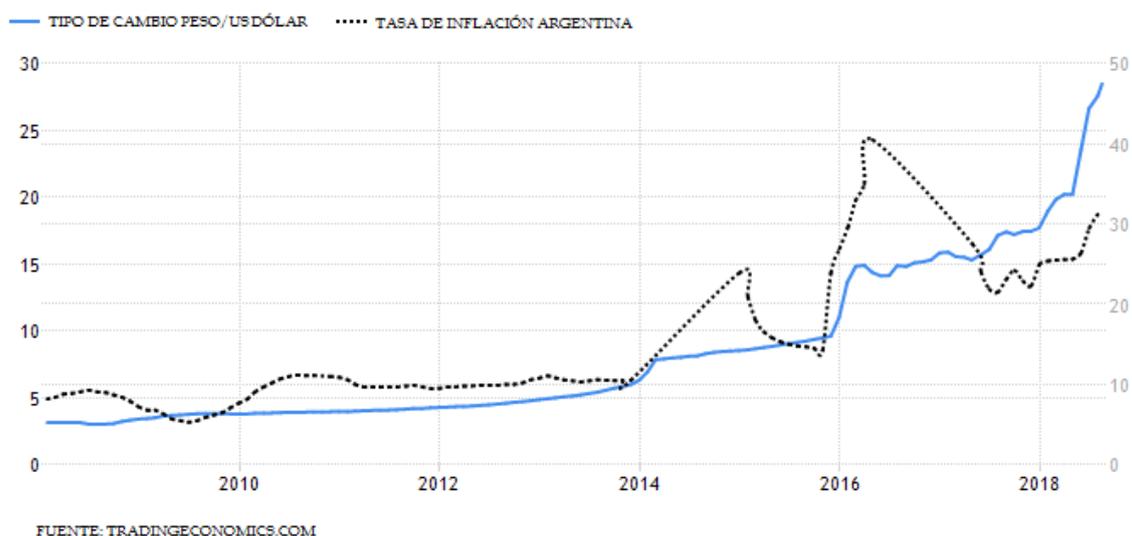
Los hechos no acompañaron la dinámica esperada por el nuevo Gobierno, a pesar de la transformación del cuadro macroeconómico y el cambio en el financiamiento de los desequilibrios pre-existentes, basados mayoritariamente en endeudamiento externo e ingreso de capitales privado. Estos últimos se agravaron por lo que hoy se consideran los supuestos de comportamiento esperados de ciertos actores como del propio accionar del Gobierno como policy maker que, en el caso local, implicaron el “no hacer política económica explícita” para actuar en forma discrecional y en clara oposición con un esquema explícito de compromisos duros de gestión pública para evitar los costos políticos asociados al mismo.

En términos históricos, Argentina volvió a padecer un problema recurrente tanto en materia fiscal como de sus cuentas externas, en el marco de una economía fuertemente dolarizada. La existencia de déficit fiscal obliga a la necesidad de emitir bonos para ser absorbidos por el mercado voluntario de deuda como, alternativamente, por el Banco Central. Tras el abandono de la convertibilidad y el default de deuda posterior, el país tuvo imposibilitado su acceso al mercado internacional de financiamiento, situación que fue parcialmente corregida tras los canjes de títulos públicos que el Gobierno ofreció en los años 2007 y 2011 aunque la aceptación de estos, por las quitas en capital e intereses ofrecidos en los nuevos bonos por rescate de los pre-existentes, no abarcó a la totalidad de los bonistas involucrados. En ese marco, primero el financiamiento del déficit fiscal fue a través del Banco Central y, en menor medida con fondos externos en el Gobierno de Cristina Fernández. Sin embargo, como el crecimiento de los agregados monetarios superaba al aumento del producto y, con ello y al mismo tiempo, la variación de la demanda de dinero, el Banco Central comenzó a absorber excedentes de liquidez con bonos propios, de corto plazo y en pesos, como detallaremos luego, convirtiéndose en otro desequilibrio, ya de tipo monetario, que el Gobierno debía comenzar a corregir por su crecimiento exponencial, como veremos también posteriormente.

Los siguientes gráficos, tomados en su mayoría del sitio web [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com), muestran esta situación, registrando lo que vamos a observar para el tránsito del mandato actual del Presidente Macri, aunque con claro registro para el período 2008-2018 cuando las series lo permiten. En todos los gráficos, en el eje horizontal se representa la evolución de las series respectivas para cada año del período en cuestión mientras que, en el eje vertical izquierdo, se reflejan los valores de la serie para la primera variable presentada mientras que, en el eje vertical de la derecha, se presentan los valores de la serie para la segunda variable expuesta.

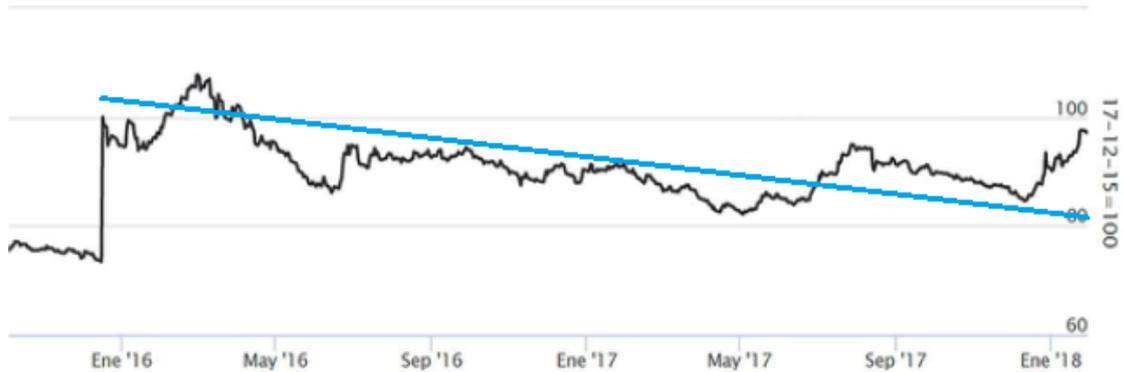
Iniciaremos el análisis con la tasa de inflación, que se mantuvo en torno al 10% hasta el año 2014 pero con tendencia creciente y variaciones producto de las devaluaciones formales del tipo de cambio nominal, el cual fue de casi el 60% tras la liberación del cepo cambiario luego de la asunción de Macri como Presidente a fines del 2015. Sí se evidencia, a largo plazo, que todo aumento en el tipo de cambio nominal se traslada a la tasa de inflación (ver gráfico 2).

GRÁFICO 2  
Tipo de cambio nominal y tasa de inflación



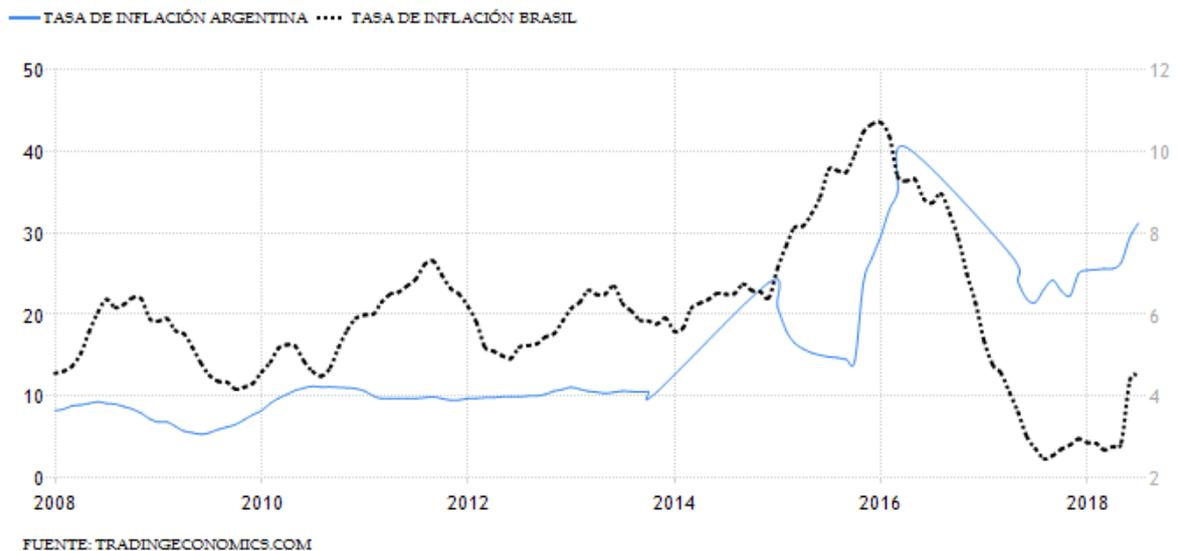
Por su parte, el tipo de cambio real se recuperó fuertemente tras la liberación del cepo cambiario y la unificación del mercado de cambios ya mencionada a fines del 2015, manteniendo una leve tendencia decreciente desde ese momento y hasta principios del 2018. La recuperación posterior, en el segundo trimestre del año 2018, fue producto de la fuerte subida en la cotización del dólar de más del 50%, con respecto al de fines de 2017, y que se ha traducido en un traslado, por ahora, menor a la tasa de inflación (ver gráfico 3).

GRAFICO 3  
**Tipo de cambio real multilateral**



Esto también queda en evidencia cuando se compara esta tasa con la de Brasil, principal socio-comercial del país, con una diferencia que no se compensa en términos reales por la depreciación continua del peso y la menor depreciación del real, ambos en términos del dólar, producto de la reciente turbulencia internacional tras la subidas reiteradas en las tasas de interés americanas decretadas por la Reserva Federal y que tantas tensiones está generando en las últimas fechas, junto con la política proteccionista de Trump, en las monedas de un buen número de otras economías emergentes: lira turca, rand sudafricano, rupia india o rublo ruso (ver gráficos 4 y 5).

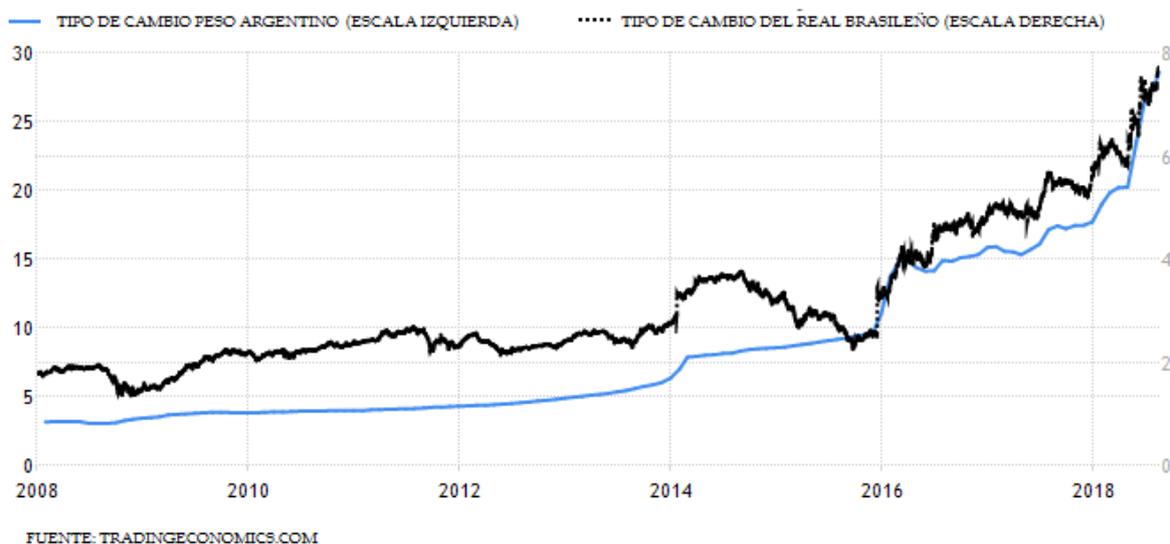
GRAFICO 4  
**Tasas de Inflación, Argentina vs. Brasil**



Debe reseñarse, que si bien se observa un comportamiento similar para ambas series –creciente en el período en cuestión- en el período julio 2017-julio2018 el real se depreció cerca de un 50% mientras que el peso cayó casi el doble, cerca del 100%.

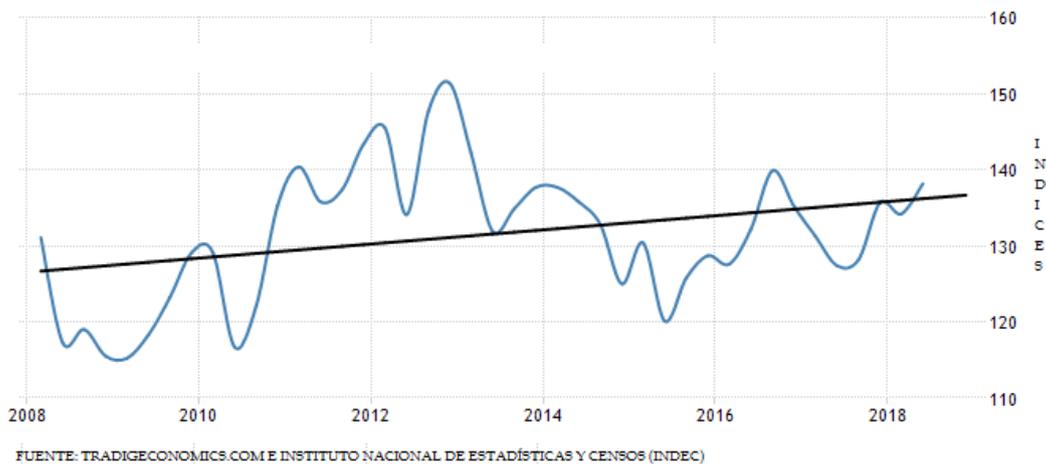
GRAFICO 5

**Tipo de cambio nominal, peso vs. tipo de cambio del real brasileño, en términos de US dólares**



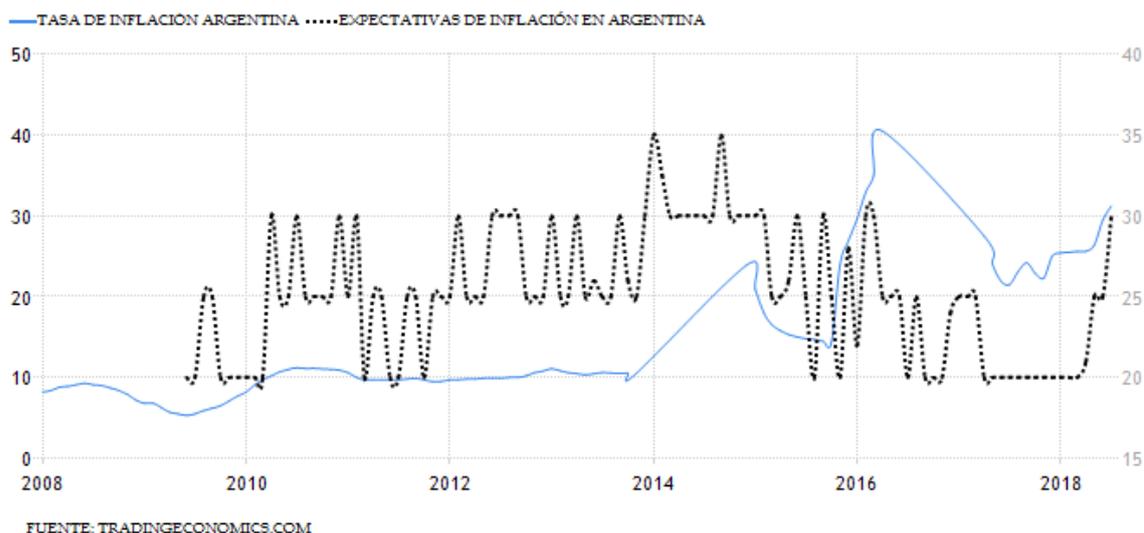
El comportamiento a la baja en el tipo de cambio real, tras los análisis en términos del comportamiento de la tasa doméstica de inflación como de la variación del tipo de cambio nominal efectuados, no se correlaciona con la evolución de la relación real de intercambio que enfrentó el país en dicho período, esto es, los precios de los bienes de exportación vs. los de los bienes de importación. En ese contexto, tales precios relativos tuvieron una leve tendencia creciente, acotando el impacto diferencial de la tasa de Inflación argentina aunque en el inicio de la Administración Macri hayan sido estables y con alta volatilidad (ver gráfico 6).

GRAFICO 6  
**Relación real de intercambio para Argentina**



Las expectativas de inflación, que se mantuvieron en torno al 30% en los dos años previos al inicio de la nueva Administración, descendieron fuertemente, aunque luego comenzaron a crecer a principios del presente año, retroalimentando la tasa de inflación corriente para alcanzar, en la actualidad, cifras similares (ver gráfico 7).

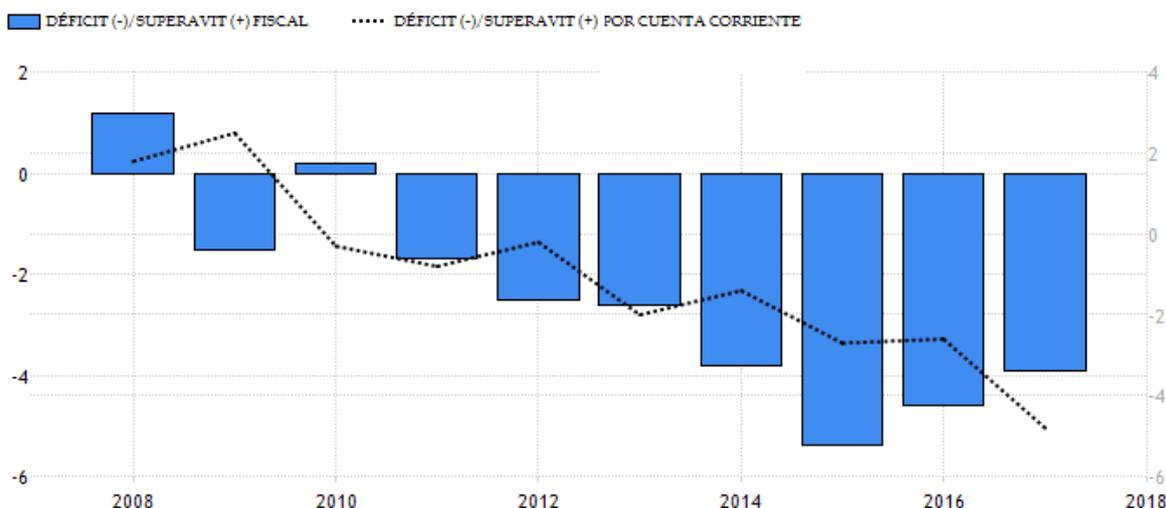
GRAFICO 7  
**Tasa de Inflación vs. Expectativas de Inflación**



La reducción del tipo de cambio real evidenciada estuvo acompañada de una agudización del déficit fiscal y del déficit por cuenta corriente, aunque el primero evidencia la política del Gobierno de Macri de avanzar hacia su reducción, situación que llevará a que el mismo, en términos del PIB, se coloque en torno al 2.7% para el año en curso. Esta situación, acompañada de la depreciación del tipo de cambio acontecida entre marzo-junio del presente año y lo que se espera acontezca para el resto del mismo -esto es, evitar el atraso cambiario mediante la libre flotación del peso, sólo interviniendo bajo situaciones de stress remarcado en el mercado de cambios- debería llevar también a una reducción del déficit por cuenta corriente, que pasaría del 6% esperado al 4%, en términos del PIB (ver gráfico 8).

Ambos déficits, como se analizó anteriormente, se financiaron casi en exclusividad, con deuda externa, siendo esta creciente en el sub-período 2011-2018 para llegar a alcanzar, para el conjunto del sector público nacional, cerca del 57% en términos del PIB para el actual año en curso (ver gráfico 9).

**GRAFICO 8**  
**Déficit Fiscal y de Cuenta Corriente (ambos en % del PIB)**



FUENTE: TRADINGECONOMICS.COM

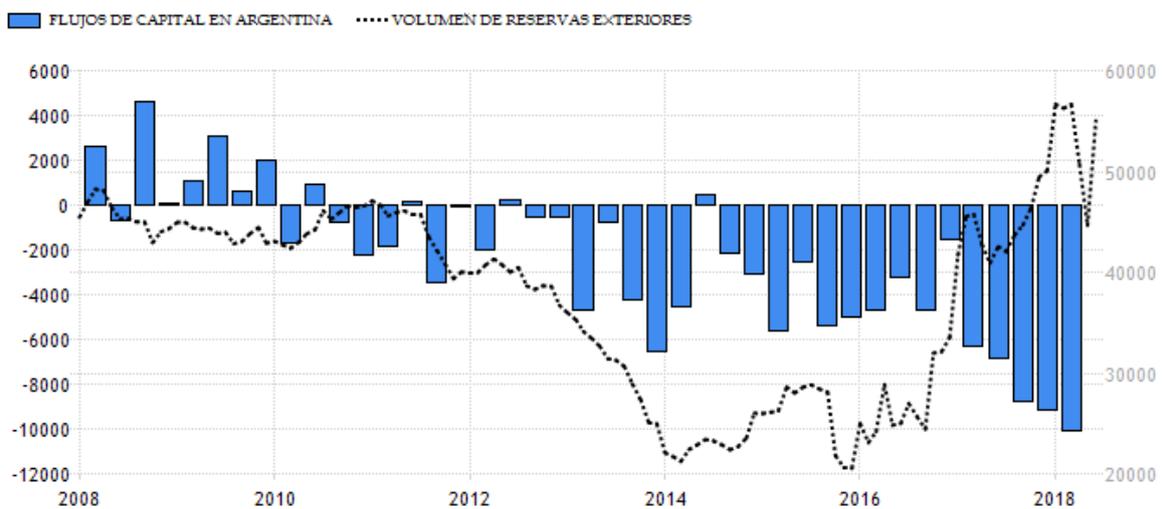
GRAFICO 9  
**Deuda Externa del Sector Público Nacional (en % del PIB)**



FUENTE: TRADINGECONOMICS.COM Y MINISTERIO ECONOMÍA GOBIERNO DE ARGENTINA

Decimos que fue exclusivo el financiamiento vía endeudamiento del déficit por cuenta corriente porque desde mediados del sub-período 2010-2018 –salvo muy contados momentos– se registra una salida consistente de capitales, por lo que el ingreso de dólares por deuda revierte la reducción del stock de reservas internacionales del Banco Central que se registraba desde el 2008, alcanzando, al momento de redactarse este documento, cerca de U\$S 58.000 millones (ver gráfico 10).

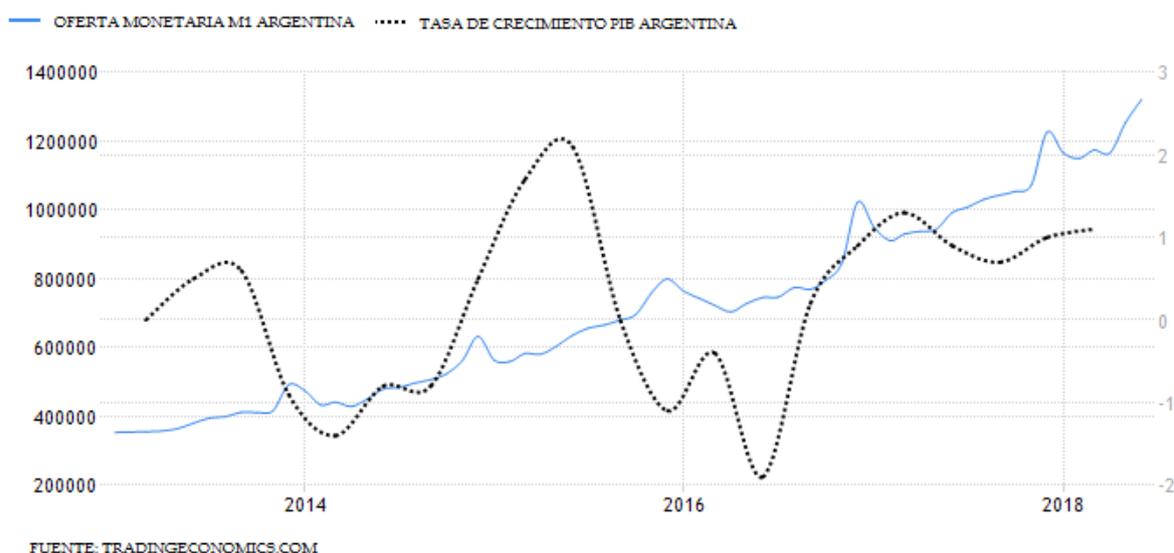
GRAFICO 10  
**Flujo de capitales y reservas internacionales del Banco Central de la República**



FUENTE: TRADINGECONOMICS.COM

A pesar del mantenimiento de la política de esterilización monetaria efectuada por el Banco Central vía Letras del Banco Central -LEBACs -(que luego analizaremos con algún detalle), la Oferta Monetaria registra un sendero de permanente crecimiento, incluso luego de haberse reducido sustancialmente el financiamiento del BCRA al Tesoro Nacional. Este crecimiento contrasta con el crecimiento de la economía, el cual, a pesar de sus vaivenes, ha tenido una variación en torno al 0.5-1% anual promedio para el período en cuestión (ver gráfico 11).

GRAFICO 11  
Oferta de Dinero (M1) y tasa de crecimiento del PIB



Las tasas de interés, en particular, las fijadas por la Reserva Federal para Bonos del Tesoro americano a 10 años –que se mantuvieron casi cercana al 0% anual entre 2009 y fines del 2015- comenzaron a crecer sin interrupción desde comienzos del 2016, llegando al 2% a principios el 2018, esperándose que superen ese nivel para fines del presente año. Las tasas locales de interés, que habían sido crecientes en el sub-periodo 2008-2015, bajaron más de 10 puntos luego de la asunción de Macri como Presidente, aunque recuperan lo ganado y superan los niveles previos ya desde Marzo de 2018, con tasas del 45-47% en la actualidad (ver gráfico 12).

GRAFICO 12  
**Tasas de Interés, FED y LEBAC´s**



FUENTE: TRADINGECONOMICS.COM

Los desequilibrios crecientes también se ven reflejados en la subida ininterrumpida de la tasa de riesgo-país, luego de haber alcanzado su nivel más bajo de los últimos 20 años, con cerca de 340 puntos básicos en Octubre de 2017 –luego de haber ganado Macri las elecciones de medio término de ese año- hasta alcanzar los 634 en Agosto del mismo, con virtual cierre al financiamiento voluntario de deuda. Esta situación se debe tanto al aumento en la tasa de interés americana, que afectó a todos los mercados emergentes –pero con mayor impacto en Argentina por la magnitud relativa de sus desequilibrios- como por la crisis de Turquía, a comienzos de agosto del presente año, luego de la tensión política entre dicho país y los Estados Unidos, situación que desembocó en el incremento de aranceles impuesto por la Administración Trump a Turquía para el aluminio y otros productos derivados (ver gráfico 13).

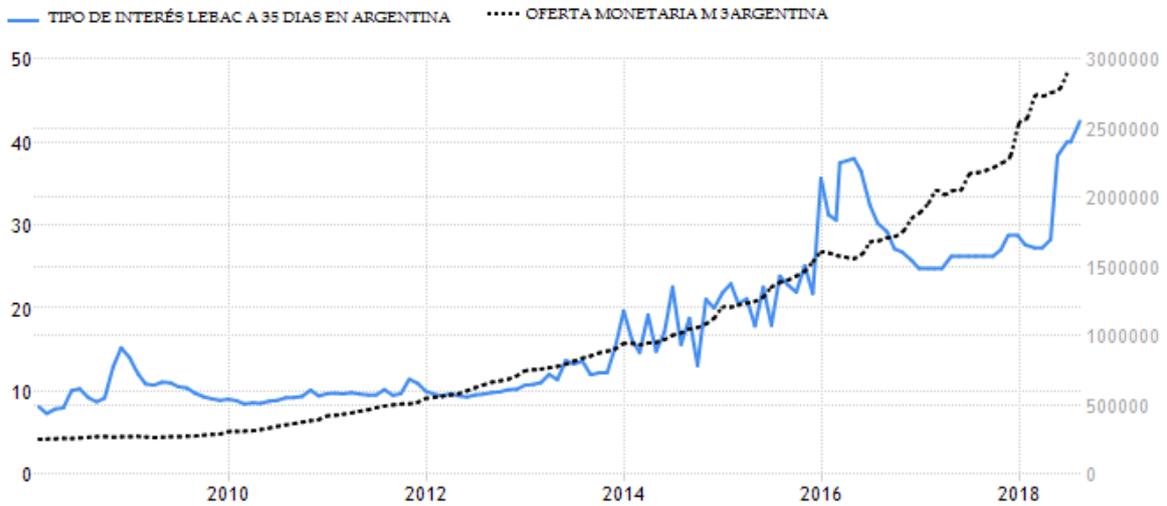
GRAFICO 13  
Riesgo-País de Argentina (en puntos básicos)



FUENTE: <http://blog.analistictecnico.com.ar>

Finalmente, las situaciones de estrés financiero que se han vivido a lo largo del segundo y tercer trimestre del año, con pérdida de reservas internacionales, depreciación de la moneda y fuerte subida en la tasa de interés local no han impactado, por ahora, en el proceso de monetización de la economía (medido en términos de M3), esto es, no ha tenido impacto en los pasivos bancarios, a pesar de que sí se observa un crecimiento de los depósitos en dólares, en mayor proporción a los denominados en pesos. Esto permite inferir que el vuelo a la calidad, en contra de los activos financieros locales (también con fuerte impacto en los índices bursátiles), no se ha traducido, por el momento, en una crisis bancaria (ver gráficos 14 y 15).

GRAFICO 14  
Tasa de interés y el agregado monetario M3



FUENTE: TRADINGECONOMICS.COM

GRAFICO 15  
Tipo de cambio e Índice Merval



FUENTE: TRADINGECONOMICS.COM

#### **4. LEBAC ´S, ESTRÉS FINANCIERO Y EL ACUERDO CON EL FMI. LA COYUNTURA MACROECONÓMICA ACTUAL**

Las LEBACs fueron creadas tras la tumultuosa salida de la ahora tan denostada convertibilidad en el año 2003, como medio para esterilizar el impacto de la emisión monetaria producto tanto de la existencia de tipos de cambio nominales altos, endeudamiento público, fuerte superávit comercial (mantenido entre 2003 y 2010) y el propio financiamiento del Banco Central al Tesoro Nacional.

En términos técnicos son títulos de deuda del Banco Central, expresados en pesos y a corto plazo. Al principio, su implementación recibió opiniones favorables porque a la función de control monetario se le sumaba el hecho de que brindaban un estímulo a la pesificación de ahorros domésticos en activos financieros locales que, por la tasa de interés que pagaba, permitía retornos reales atractivos en términos de la tasa de inflación y de la depreciación esperada del tipo de cambio nominal.

Sin embargo, este instrumento tropezó con dos problemas: uno de stock, producto de la esterilización creciente de los agregados monetarios que llevó su nivel a casi el 110% de la Base Monetaria (aproximadamente, más de \$ 1 billón de pesos) a mediados del 2018 y otro de flujo, dado que su renovación, en un contexto de inflación creciente, implicaba aumentar el retorno que percibía (con generación de déficits cuasi-fiscales cubiertos, por ahora, con las ganancias que obtuvo el Banco Central por la intervención en el mercado cambiario a precios crecientes). Ambas razones iniciaron una tendencia explosiva luego de que, a fines del 2017 y tras el triunfo electoral del oficialismo en las elecciones de medio término de dicho año, el Banco Central y el Ministerio de Hacienda hicieron un anuncio explícito de recalibración de las metas de inflación a la baja para reducir las tasas de interés y estimular la actividad económica. El mercado consideró este proceso como un relajamiento de las metas de corrección de los desequilibrios macroeconómicos inicialmente explicitados en este documento, lo cual implicaba una aceleración de la tasa de inflación esperada ante la falta de compromiso que el mercado atribuyó al Gobierno en su proceso de reducción del gasto público.

La subida de la tasa de interés americana, por otra parte, da pié a la pérdida de rendimientos relativos positivos de este instrumento; lo que provocó que agentes económicos externos iniciaran una reducción de sus posiciones en dichos activos, en particular, fondos internacionales. Esta situación ha llevado al Banco Central a soportar rescates de tales títulos en contextos de

tasas de retorno crecientes para evitar su traspaso a dólares. La falta de rescate total se acabó traduciendo en pérdidas de reservas internacionales al intentar el BCRA sostener la paridad nominal. Cuando el flujo de variación negativa en las reservas fue considerado alto, el Banco Central acompañó el proceso con depreciaciones crecientes del tipo de cambio local, que acompañaban a lo que sucedía en todas las monedas emergentes. Esto llevó a que el aumento en el precio del dólar retroalimentara la tasa de inflación, aunque en menor medida de lo que podría haber sido como consecuencia del proceso recesivo en marcha.

En la actualidad, el Banco Central ha iniciado un proceso bastante agresivo de reducción gradual del stock de LEBAC's en su balance para evitar que dicho proceso genere tensiones permanentes al momento de su vencimiento, en forma de aumento en el tipo de cambio y/o tasas de interés crecientes cuando no acontece su renovación total. La estrategia ha consistido en que el propio Tesoro emita bonos propios (LETES, o Letras de la Tesorería, en dólares) para absorber la liquidez que se produciría ante la falta de renovación explícita por deseo del propio Banco Central como, alternativamente, elevar los encajes bancarios, entre otros que se encuentra implementando. Sin embargo, el reemplazo de LEBAC's por LETES tiene su propio riesgo ya que son títulos emitidos en dólares, claramente no deseables en términos de que los primeros son en moneda doméstica.

La compleja dinámica observada a partir de junio de 2018, enmarcada en los ya referidos crecientes déficits fiscales y por cuenta corriente (4 y 6% del PIB, respectivamente), tasa de inflación en alza (+25% estimado para todo el 2018), tasas de interés domésticas en aumento (+45%) y reducción en la tasa de crecimiento del PIB (+0.5-1% para el conjunto del año), en un contexto de financiamiento mundial más caro, han conducido a las autoridades económicas en el poder a firmar un acuerdo con el FMI en junio del presente año ante el cierre efectivo de los mercados de deuda para la economía local.

La pregunta que surge es ¿Qué implicaciones tiene dicho acuerdo? Y no es fácil responder a la misma con facilidad, pero a grandes rasgos puede señalarse lo siguiente:

- a) El compromiso del Gobierno a alcanzar el equilibrio fiscal para 2020, con un cronograma de reducción del Déficit Fiscal al 2,7% del PBI en el 2018 y al 1,3% en 2019, vía un reparto de tales recortes entre la Nación y las Provincias, proceso político que se encuentra en discusión en estos momentos por el envío al Congreso del Presupuesto de la Administración Pública Nacional para 2019.

- b) Las metas de Inflación para los años que cubre el acuerdo son no superar el 27% en el 2018, el 17% en el 2019 y el 13% en el 2020; para luego llegar al 9% al cierre de cada uno de los siguientes tres años, que completarían el mandato presidencial posterior al actual.
- c) La adopción de las siguientes actuaciones: reducción de los subsidios a la energía y el transporte; racionalización del empleo público; reducción del gasto en compras de bienes y servicios, tales como postergación de obras públicas y la reducción de las transferencias asociadas con el déficit operativo de las empresas públicas; modificación en el régimen jubilatorio para cerrar el déficit actual del sistema previsional; reducción de impuestos distorsivos; y reducción en las transferencias discrecionales a las Provincias.
- d) El mantenimiento constante del gasto social en términos del PBI y la posibilidad de recurrir a aumentos en el mismo si la situación de corrección de los desequilibrios expuestos conduce a un endurecimiento de la recesión.
- e) Modificación en la Carta Orgánica del BCRA para evitar el financiamiento al Tesoro.

En pocas palabras, lo sustancial del Acuerdo del acuerdo logrado con el FMI es que permite al país acceder a una línea de U\$S 50.000 millones para los tres años de vigencia; de los cuales U\$S 15.000 millones llegaron al país en Julio del presente año (50% para cubrir vencimientos de deuda y la otra mitad para fortalecer las reservas del Banco Central, que pueden utilizarse para intervenir en el mercado de cambios ante momentos de tensión o estrés en el mismo por aumento de la demanda), mientras que el monto restante será desembolsado en cuotas trimestrales de U\$S 3.000 millones tras la aprobación de las evaluaciones de las metas propuestas por los técnicos de la entidad supranacional.

Antes de pasar a esbozar unas conclusiones la cuestión final de este apartado es responder a cuál es la coyuntura macroeconómica hoy de Argentina. De acuerdo con la proyección que diversos analistas hacen de la misma y teniendo en cuenta la necesidad del cumplimiento de las metas pautadas con el FMI podemos reseñar de una forma breve los siguientes puntos:

- a) El Programa con el FMI no cubre todas las necesidades del Tesoro para re-financiar deuda con vencimiento en el 2018 y 2019. Esto exigiría colocación en los mercados voluntarios de cerca de U\$S 9.000 millones para el año en curso y de U\$S 19.000 millones para el 2019. A ello hay que sumar el impacto negativo que el déficit del sector privado arroja sobre el déficit por cuenta corriente, importe que rondaría los U\$S 15.000 millones para el 2018 tras la devaluación acontecida del peso, que licuó gran parte del déficit por turismo en el exterior, pero que ha mantenido casi constante el proceso de atesoramiento en dólares del ahorro local *en blanco*, es decir declarado tributariamente.
- b) La percepción es que, a pesar de la subida en el riesgo-país –que implica una tasa cercana al 10% anual en dólares para nuevas colocaciones públicas-, se podrían obtener lo que falta para el presente año, pero no sería fácil cubrir lo que se necesitaría para el 2019, de no mediar cambios en la coyuntura internacional y a pesar del buen desempeño que se espera de las exportaciones de *commodities* gracias a una coyuntura climática favorable. Estas proyecciones son las que han llevado a la aparición de un posible riesgo de *default* de parte de la deuda pública si tales necesidades de financiamiento terminan por no ser cubiertas. Esto sería evidenciado o no a fines del presente año cuando se apruebe el Presupuesto Nacional; se observe la marcha real del cumplimiento de las metas pre-establecidas; se aprecie el impacto en términos económicos; y, finalmente se contemplen las posibilidades electorales de Macri en las elecciones presidenciales del 2019.
- c) El mercado considera como acertado, pero también tardío el proceso de rescate de las LEBACs y su reemplazo por títulos dolarizados alternativos como por otras medidas bancarias de control de la liquidez, aunque el impacto claro se visualice en un mantenimiento de la tasa de interés en niveles muy altos, acentuando el efecto recesivo de las medidas tomadas para reducir el déficit fiscal. De concretarse dicho canje en lo que resta del presente año, las perspectivas de llegarse a las metas de inflación para el 2019 son factibles, aunque dependientes de lo que haga el Banco Central para

convalidar o no las medidas que tomará seguramente el Gobierno, a pesar del escaso margen que le brinda el Acuerdo con el FMI, para mejorar las posibilidades electorales del oficialismo en las elecciones presidenciales mencionadas.

En suma, Argentina transita un sendero de delicada y/o precaria estabilidad en la búsqueda de la corrección de sus desequilibrios macroeconómicos que han sido históricos en, por lo menos, últimos sesenta años. ¿De qué depende su logro? Pues los factores políticos y económicos recientes, como los que se agregan en términos jurídicos por el impacto que están ocasionando los casos de corrupción de público conocimiento, pueden conducir a nuevos canales que retroalimenten tanto los senderos positivos como negativos de los fenómenos descritos, situación que obliga a considerar que estamos a un paso de que una nueva “profecía auto-cumplida” acontezca o que, alternativamente, se asista a un cambio histórico en cómo dicha dinámica ha terminado siempre en el pasado: hiperinflación + default de los compromisos públicos + caos social.

## **5. A MODO DE CONCLUSIÓN FINAL: LA IMPERIOSA NECESIDAD DE UN ACUERDO MULTIPARTIDISTA**

La historia de Argentina evidencia que cuando se asiste a desequilibrios macroeconómicos definidos en términos de déficit fiscal (primario o total), déficit por cuenta corriente, depreciaciones aceleradas en el tipo de cambio nominal, altas tasas de inflación y bajos tipos de cambios reales, su corrección es traumática en términos económicos y políticos. El último gran fenómeno de tensión registrado a fines del 2001 condujo, además del agravamiento de lo antes expuesto, a un fenómeno agudo de dolarización extrema de los activos financieros y cierre a todo canal de financiamiento local e internacional, incluido el otorgado por los organismos multilaterales de crédito. ¿En qué terminó este cóctel simultáneo de estrés en todos los frentes económicos y políticos? Pues en una aguda crisis financiera, cambiaria y de financiamiento del Estado que llevaron no sólo al *default* del mismo, sino también a un proceso de insubordinación civil que causó muertos, inestabilidad política -con varios Gobierno sucediéndose en el término de tres semanas- y la modificación de todas las reglas del juego institucional previamente establecidas.

Los caminos que se le abren al actual Gobierno para estabilizar la macroeconomía no se ciñen sólo al que brinda el paraguas protector del FMI

-y que, a la vista de los resultados por los que el país transita encuentran al Gobierno casi actuando por detrás de los mismos-, va a resultar insuficiente por las necesidades reales de financiamiento que tiene el Estado Nacional en el proceso de cumplimiento de las medidas implementadas en el presente año y/o por implementar para el 2019. Seguramente se deberá flexibilizar la letra del acuerdo firmado con el FMI relajando algunos de los compromisos para el logro del escenario final de estabilidad macro con sustentabilidad al cual se desea arribar o bien acceder a otras fuentes de auxilio financiero internacional, como nuevos *swaps* de monedas con China y Rusia, hasta incluso llegar a un acuerdo de ayuda por parte del propio Tesoro de los Estados Unidos, merced a las buenas relaciones que mantiene Argentina en la actualidad con la Administración Trump.

En caso contrario –aunque no es motivo de desarrollo en el presente artículo- dos caminos parecen abrirse al país si el financiamiento adicional que se necesita no se consigue: a) liberar al dólar con un efecto negativo en los precios, acotando el impacto en la actividad económica por la relajación monetaria; o b) mantener el tipo de cambio en el corto plazo, pero a costa de pérdidas de reservas, caída mayor de la actividad económica, y riesgos concretos de *default* de la deuda.

La corrección se presenta pues como imperiosa, pero se necesitará más que una adecuada instrumentación y/o comunicación de los resultados que se esperan, la duración de tales procesos y el inicio de un sendero sustentable a posteriori de lo implementado para que, a contramano de lo que ha sido la norma en el pasado pueda, esta vez, generar bases intertemporales para una dinámica macroeconómica estable y predecible.

En este contexto, entendemos se hace imprescindible un acuerdo político multipartidista para que las correcciones a efectuar sean distribuidas en el tiempo, entre los actores participantes y en forma geográfica, atendiendo a las situaciones relativas de cada uno de ellos. Un compromiso que es único e irresuelto desde la propia constitución de Argentina como Nación. Pero está en juego o un futuro complejo no exento de sacrificios o un caos como el que el país ha vivido recurrentemente en los últimos sesenta años. En manos de los políticos y no de los economistas está el juego. El tiempo dirá si se ha alcanzado ese pacto imprescindible al que nos referimos, pero las referencias actuales de los actores políticos y sociales argentinos: gobierno, oposición, sindicatos, sociedad civil...no parecen sustentar la viabilidad de alcanzar ese necesario consenso.

### **Un epílogo ineludible: el ajuste de Macri del 3 de septiembre de 2018**

El contenido del artículo se cerró justo con el mes de agosto, pero el ajuste aprobado por el Presidente Mauricio Macri quizás como algunos periódicos califican de un paso a la desesperada obliga a escribir este epílogo sin calibrar del todo el alcance de las medidas aprobadas, pero que indican estamos lejos de una política de consenso como recomendamos en el apartado de conclusiones.

En concreto, según anuncia el ministro de Economía Nicolás Dujovne las seis medidas que aplicará el Gobierno para llegar al déficit cero y recuperar la confianza de los mercados son las siguientes:

1) Más retenciones: Se pretende cubrir aproximadamente la mitad del actual déficit fiscal con un aumento de las retenciones a la agricultura, a la industria y a los servicios. En concreto, se aplicará un impuesto transitorio (hasta 2020) por el que los exportadores, los más beneficiados por la depreciación del peso, pagarán una retención extra de hasta 10% por cada dólar que reciban.

2) Obtención de ingresos adicionales a través de una mejor explotación de rentas de la propiedad (empresas públicas) y de las rentas de capital

3) Reducción del gasto público mediante un recorte del gasto en inversión equivalente al 0,7 % del PIB, con un ahorro en esa rúbrica del 50 %.

4) Importante recorte en subsidios: se traspasará a los gobiernos provinciales algunos de estos, caso de la tarifa bonificada eléctrica o las ayudas al transporte, especialmente destacados en el caso de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y de la provincia del mismo nombre. Ello implicará una reducción equivalente al 0,5 % del PIB.

5) Reducción en remuneraciones a empleados públicos y gastos operativos del Estado: Se prevé que esta disminución del gasto público sea equivalente al 0,2 % del PIB y comprende una eliminación de ministerios (sólo quedan 10 de los 23 existentes hasta ahora).

6) Aumento de la ayuda social para los colectivos más desfavorecidos por la recesión que vendrá con el ajuste de las medidas anteriores: Conllevará además una ampliación del programa oficial de control de precios en bienes de la canasta básica heredado del anterior gobierno de Cristina Fernández.

En términos generales puede decirse que Macri incumple una de las promesas electorales más importantes que hizo a los argentinos, que no habría más ajustes. Pero su plan, en esencia, es un ajuste clásico con subida de impuestos y recorte de gastos motivado por las serias dudas sobre la

capacidad de Argentina para acomodar sus cuentas y cumplir con sus obligaciones de deuda.

La decisión de Macri de gravar las exportaciones da una idea de la dimensión de la crisis y de la petición que el propio Macri ha hecho en su discurso diciendo. “Le vamos a pedir a los que más aportan a la economía, los que exportan, un impuesto malo, malísimo, que va en contra de lo que queremos fomentar. Pero les tengo que pedir que entiendan que es una emergencia y necesitamos de su apoyo”. De hecho, la subida de impuestos no solo afecta al campo, sino a todo el sector exportador, aunque con ciertas diferencias según el tipo de actividad productiva.

En concreto, las exportaciones primarias más importantes-soja, maíz y trigo-soportarán un gravamen de cuatro pesos por cada dólar exportado y el resto de actividades, incluida las industriales y de servicio, estarán gravada con tres pesos por dólar.

La consecuencia de este plan de ajuste, como ya ha admitido el ministro de Economía Dujovne, va a suponer un agravamiento de la recesión ya prevista para este ejercicio de 2018. En concreto, es muy probable que el PIB caiga hasta un 2 %, frente al 1 % planeado. Para paliar esta caída el propio Dujovne viajará a Washington para tratar de convencer al FMI de que acelere la entrega total de los 50.000 millones de dólares de rescate acordados en junio con la institución internacional

La economía argentina como explicamos en los apartados precedentes no ha podido hacer frente a los déficits gemelos, fiscal y externo en un contexto de tormenta financiera que golpea a los mercados de muchos países emergentes y el recién aprobado plan de ajuste es un fiel reflejo de la acentuada división política existente en Argentina entre el gobierno y los opositores. De hecho, Macri tiene mucho que perder si la economía argentina entra en otras de sus crisis económicas recurrentes, máxime cuando las próximas elecciones presidenciales están a poco más de un año vista (octubre de 2019). Quizás por eso ha terminado su discurso de hoy haciendo una apelación a la comprensión de todos los argentinos, votantes o contrarios de su partido, del serio programa de ajuste emprendido: “Sé que el mayor esfuerzo es el que están haciendo cada uno de ustedes y sus familias. El que hacen cuando se levantan y saben que el bolsillo aprieta. Tenemos que seguir juntos hacia adelante, tengo la fortaleza necesaria y estoy acá con ustedes, pero necesito que estemos juntos contra los predicadores del miedo. Cambiar es crecer y enfrentar las dificultades”.

Muchos ejemplos existen en la política económica real de que las actuaciones emprendidas no deparan resultados positivos si los agentes

económicos no creen en la efectividad de estas. Como dice el viejo refrán: “la mujer del César no tiene sólo que ser honrada, sino también parecerlo”. Por eso, una política económica implementada no solo tiene que ser buena, sino parecerlo. Ojalá suceda esto último y con independencia de lo que pase en las próximas elecciones presidenciales Argentina remonte el vuelo, aunque el camino esté lleno de obstáculos, pero ayudará mucho que los propios argentinos creen en la efectividad de este duro ajuste fiscal.

## 6. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDERSON, J.E. (2011) THE GRAVITY MODEL. ANNUAL REVIEW OF ECONOMICS, 3:,133-160.

BRAUN M. Y LLACH L. (2018), MACROECONOMÍA ARGENTINA”, EDITORIAL ALFAOMEGA.

BUCHIERI, F. (2012), “REPENSANDO LAS CRISIS FINANCIERAS: EL CASO DE UNA ECONOMÍA EMERGENTE CON ARREGLOS CAMBIARIOS RÍGIDOS”. SERIE DOCUMENTOS DE TRABAJO, INSTITUTO UNIVERSITARIO DE ANÁLISIS ECONÓMICO Y SOCIAL, UNIVERSIDAD DE ALCALÁ DE HENARES Nº 12.

BUCHIERI, F. (2014), “DEUDAS SOBERANAS EN DEFAULT: ALTERNATIVAS ABIERTAS TRAS EL CASO ARGENTINO”. SERIE DOCUMENTOS DE TRABAJO, INSTITUTO UNIVERSITARIO DE ANÁLISIS ECONÓMICO Y SOCIAL, UNIVERSIDAD DE ALCALÁ DE HENARES Nº 12.

BUCHIERI, F., PERTICARARI, N., MANCHA NAVARRO, T. Y PEREYRA, A. (2016), MACROECONOMÍA: UN ENFOQUE LATINOAMERICANO. ECOE EDICIONES. BOGOTÁ

BUCHIERI, FLAVIO Y MANCHA NAVARRO, T. (2015): “EL ESPEJO EN EL QUE GRECIA NO DEBE MIRARSE: ARGENTINA EN EL 2001-2002”. SERIE DOCUMENTOS DE TRABAJO, INSTITUTO UNIVERSITARIO DE ANÁLISIS ECONÓMICO Y SOCIAL, UNIVERSIDAD DE ALCALÁ DE HENARES, AÑO 2015, Nº 10.

CALVO, G., IZQUIERDO, A. Y TALVI, E. (2003), “SUDEN STOPS, THE REAL EXCHANGE RATE AND FISCAL SUSTAINABILITY: ARGENTINA’S LESSONS”. NBER WORKING PAPER 9828.

DE PABLO, J. (2016), “POLÍTICA ECONÓMICA Y TOMA DE DECISIONES, 2012-2015”. MIMEO. DISPONIBLE EN [HTTPS://WWW.JUANCARLOSDEPABLO.COM/ARTICULOS.PHP](https://www.juancarlosdepablo.com/articulos.php)

DE PABLO, J. Y BRODA M. A. (1989), “POLÍTICA ECONÓMICA EN PAÍSES INCREÍBLES”. IX ENCUENTRO LATINOAMERICANO DE LA SOCIEDAD ECONOMÉTRICA, AGOSTO DE 1989.

FERRER, A. (1963), "REFLEXIONES ACERCA DE LA POLÍTICA DE ESTABILIZACIÓN EN ARGENTINA". EL TRIMESTRE ECONÓMICO, VOL. 30, N° 120.

FERRERES, O. (2010), DOS SIGLOS DE ECONOMÍA ARGENTINA 1810-2010. EDICIÓN BICENTENARIO. EL ATENEO Y FUNDACIÓN NORTE Y SUR.

GASTALDI, S. Y BUCHIERI, F. (2004), "LA ECONOMÍA POLÍTICA DE UN PAÍS EN TRANSICIÓN. ARGENTINA 2001 - 2003". UNIVERSITAS. EDITORIAL CIENTÍFICA UNIVERSITARIA DE CÓRDOBA.

GERCHUNOFF, P. Y RAPETTI, M. (2015), "LA ECONOMÍA ARGENTINA Y SU CONFLICTO DISTRIBUTIVO ESTRUCTURAL (1930-2015)". EL TRIMESTRE ECONÓMICO, 225-272.

RAPOPORT, M. (2010), LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS DE LA ARGENTINA: UNA BREVE HISTORIA. EDITORIAL BOOKET.

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

La serie Documentos de Trabajo que edita el Instituto Universitario de Análisis Económico y Social (IAES), incluye avances y resultados de los trabajos de investigación realizados como parte de los programas y proyectos del Instituto y por colaboradores del mismo.

Los Documentos de Trabajo se encuentran disponibles en internet

<http://ideas.repec.org/s/uae/wpaper.html>

ISSN: 2172-7856

## ÚLTIMOS DOCUMENTOS PUBLICADOS

### **WP-06/17 REINVENTANDO LA SEGURIDAD SOCIAL. HACIA UN SISTEMA MIXTO DE PENSIONES "POR ETAPAS"**

Inmaculada Domínguez-Fabián, Francisco del Olmo y José A. Herce

### **WP-01/18 A UN AÑO DE LA ADMINISTRACIÓN TRUMP: DECODIFICANDO SU RUMBO E IMPACTO GLOBAL. EL LUGAR DE AMÉRICA LATINA EN LA NUEVA AGENDA DE WASHINGTON**

Flavio E. Buchieri y Tomás Mancha Navarro

### **WP-02/18 EDUCACIÓN FINANCIERA Y PLANIFICACIÓN FISCAL: UN ENFOQUE METODOLÓGICO INTRODUCTORIO**

José M. Domínguez Martínez

### **WP-03/18 EL CÓMPUTO FISCAL DE LAS INVERSIONES Y EL COSTE DE USO DEL CAPITAL: UN ANÁLISIS DEL SISTEMA DE DEDUCCIÓN INMEDIATA**

José M. Domínguez Martínez

### **WP-04/18 ÉXITO SALARIAL: INDICADORES POR GÉNERO EN LA DISTRIBUCIÓN SALARIAL**

Raquel Llorente Heras, Andrés Maroto Sánchez, Ángel Martín-Román y Alfonso Moral de Blas

### **WP-05/18 FLUJOS MIGRATORIOS, CARACTERÍSTICAS Y CONSECUENCIAS: UN MODELO GRAVITACIONAL**

Juan R. Cuadrado-Roura, M<sup>a</sup> Teresa Fernández Fernández y Juan Luis Santos



Facultad de Económicas, Empresariales y Turismo  
Plaza de la Victoria, 2. 28802. Alcalá de Henares. Madrid - Telf. (34)918855225  
Fax (34)918855211 Email: [iaes@uah.es](mailto:iaes@uah.es) [www.iaes.es](http://www.iaes.es)

## INSTITUTO UNIVERSITARIO DE ANÁLISIS ECONÓMICO Y SOCIAL

### DIRECTOR

***Dr. D. Tomás Mancha Navarro***

Catedrático de Economía Aplicada, Universidad de Alcalá

### DIRECTOR FUNDADOR

***Dr. D. Juan R. Cuadrado Roura***

Catedrático de Economía Aplicada, Universidad de Alcalá

### SUBDIRECTORA

***Dra. Dña. Elena Mañas Alcón***

Profesora Titular de Universidad, Universidad de Alcalá

### AREAS DE INVESTIGACIÓN

#### ANÁLISIS TERRITORIAL Y URBANO

***Dr. D. Rubén Garrido Yserte***

Profesor Titular de Universidad  
Universidad de Alcalá

#### ECONOMÍA LABORAL

#### ACTIVIDAD EMPRENDEDORA Y PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA

***Dr. D. Antonio García Tabuenca***

Profesor Titular de Universidad  
Universidad de Alcalá

#### SERVICIOS E INNOVACIÓN

***Dr. D. Andrés Maroto Sánchez***

Profesor Contratado Doctor  
Universidad Autónoma de Madrid

#### RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA

***Dra. Dña. Elena Mañas Alcón***

Profesora Titular de Universidad  
Universidad de Alcalá