

## La macroeconomía de Macri: Adiós represión financiera, bienvenido nuevo default

Fabián Amico  
*Profesor de UMET y UNM*

“Así como los Kirchner tuvieron nueve años seguidos de súper precio de commodities, el gradualismo corre con la ventaja del endeudamiento (...) El Gobierno necesita dólares y sabe que el que los tiene habla en inglés (...) el endeudamiento es parte del ADN del Gobierno" (Nicolás Dujovne, ex ministro de Hacienda de Macri, diciembre de 2016).

"Resultó que ella desconocía lo que era el FMI, de modo que le expliqué que el Fondo Monetario Internacional actuaba básicamente como el ejecutor de la deuda mundial: «Se puede decir que es el equivalente, en las altas finanzas, a los tipos que vienen a romperte las dos piernas" (David Graeber, *Debt: The First 5.000 Years*).

### 1. Introducción

Este artículo analiza la experiencia de política macroeconómica del gobierno de Mauricio Macri que va desde diciembre de 2015 hasta fines de 2019. Desde fines de 2015, el gobierno de Macri dispuso un cambio completo en la orientación macroeconómica. En ese marco, el consumo estimulado mediante transferencias públicas o por aumentos de salarios, fue considerado una forma *artificial* ("populista") de estimular el nivel de actividad, limitada al muy corto plazo, una orientación considerada responsable de la decadencia y la inflación crónica de largo plazo.<sup>1</sup>

El cambio trascendental fue la retirada del Estado como motor de la expansión económica y de redistribución progresiva del ingreso, y el intento (fracasado, como veremos) de ceder el liderazgo del proceso de crecimiento y desarrollo al sector privado. Este cambio tenía una traducción macroeconómica bien precisa: en lugar del consumo financiado vía gasto público o mediante aumentos de salarios, los motores del crecimiento serían ahora la inversión privada y las exportaciones.

---

<sup>1</sup> En 2017 Macri sostuvo que "crecimos, porque aprendimos y comprendimos que de 70 años de fiesta no se sale en tres" (<https://www.cronica.com.ar/politica/Macri-De-70-anos-de-fiesta-no-se-sale-en-tres-20190105-0020.html>).

El requisito de este cambio estratégico era la reducción del tamaño del Estado y el ajuste de su déficit, lo que suponía un fuerte ajuste del gasto público para aliviar la "insostenible" carga tributaria que pesaba sobre el sector privado. Había que desandar el camino abierto desde 2003, donde el gasto público habría crecido no menos de 15 puntos del PIB según estimaciones del gobierno.

El argumento oficial se basó, de facto, en la hipótesis de la *contracción fiscal expansiva*. El ajuste fiscal llevaría, en una secuencia de eventos, a una suba de la inversión privada y también a un tipo de cambio real "competitivo", dando lugar a un aumento adicional de las exportaciones netas. El consumo crecería más tarde.<sup>2</sup>

Según esta visión, el elevado nivel de gasto público llevaba al tipo de cambio real hacia un "valor de equilibrio bajo". A su vez, el financiamiento de la inversión requería una cantidad considerable de ahorro externo. Por ese motivo, se debía aumentar el ahorro doméstico y, para ello, "la reducción del déficit fiscal tiene un papel muy importante".<sup>3</sup> En suma, el principal rol del Gobierno en el crecimiento económico era brindar un marco institucional estable que abra paso a la iniciativa del sector privado. Los incentivos, enteramente basados en el sistema de precios, "harían su trabajo" para estimular la inversión y las exportaciones.

¿Qué rol juega el consumo en el crecimiento según este enfoque? Como mucho, puede tener un papel de muy corto plazo, pero "el consumo nunca es la base del crecimiento. Es al revés: es el aumento de la riqueza lo que nos permite vivir mejor y, por tanto, aumentar el consumo. La administración kirchnerista *cambió la causalidad* y terminamos en una economía estancada y cada vez más regulada y distorsionada" (énfasis nuestro).<sup>4</sup>

Los objetivos establecidos implicaban un doble esfuerzo en el ajuste del gasto público, ya que además el gobierno pretendía reducir la carga tributaria. El tamaño del ajuste fue además magnificado debido a una serie de cambios introducidos en la *medición* del déficit fiscal. En este contexto, como el ajuste del sector público adquiriría dimensiones épicas (debido a al nuevo criterio de medición), se acuñó la denominación de "gradualismo" para referirse a una política de ajuste *paulatino* del déficit. En esa etapa de transición había que decidir cómo financiar el desequilibrio de las cuentas públicas.

Como es sabido, existen tres opciones: la deuda pública, el financiamiento monetario del banco central ("monetización"), o la suba de impuestos. La "monetización" fue inmediatamente descartada al ser considerada *per se* inflacionaria. El aumento de los impuestos fue igualmente descartado porque se asumió que el sector privado ya estaba soportando una carga fiscal "asfixiante" (que

---

<sup>2</sup> "Las políticas expansivas correctas para la Argentina pasan por continuar con esta fuerte consolidación fiscal", aseguró Dujovne a fines de 2018. "El tipo de cambio competitivo y la corrección del déficit fiscal sientan las bases para un proceso de crecimiento sólido" ("La política expansiva es el ajuste", Página/12, 12 de diciembre de 2018).

<sup>3</sup> Sebastián Galiani, ex viceministro de Economía: "Hay que ser realistas con el ritmo al que es viable reducir el nivel de gasto público", entrevista en El Economista, 26 De Abril, 2017 (<https://www.economista.com.ar/2017-04-realistas-ritmo-al-viable-reducir-nivel-gasto-publico/>).

<sup>4</sup> Galiani *ibidem*.

incluso debía disminuir).<sup>5</sup> Quedaba el expediente del endeudamiento, que presentaba dos alternativas: tomar deuda en moneda doméstica o emitir deuda en moneda extranjera.

El gobierno consideró que el aumento de la deuda pública en moneda *doméstica* conduciría al desplazamiento (*crowding out*) de la inversión privada, ya que el aumento de la deuda pública llevaría a una suba de la tasa de interés local y esto provocaría la disminución de la inversión privada.<sup>6</sup>

Adicionalmente, el aumento de la tasa de interés (consecuencia del mayor endeudamiento en moneda local) llevaría a un desplazamiento (*crowding out*) de las exportaciones *netas* (exportaciones menos importaciones) debido a que el diferencial de tasas induciría un flujo neto de capitales del exterior, provocando una apreciación del tipo de cambio real y por ende una disminución de las exportaciones netas. En conclusión, el gobierno debía acumular deuda en *moneda extranjera* para financiar el déficit fiscal.<sup>7 8</sup> Además, pesó también el (sorprendente) argumento de que la deuda externa era más "barata" en términos fiscales, ignorando por completo los problemas asociados al *descalce* de monedas (doméstica y externa).

El artículo realiza un análisis de las fases principales de la dinámica macroeconómica, y de sus principales resultados. El trabajo está organizado del siguiente modo. En la sección 2, se analizan las etapas principales de la dinámica macroeconómica. Se muestra cómo la economía pasó de una fase inicial de "shock" (en la búsqueda de cambiar los precios relativos y la distribución del ingreso), para ingresar luego en una fase signada por el ciclo electoral, que implicó una moderación de la política de shock. Luego de la victoria electoral, el intento de ajustar la política del BCRA (fuertemente influenciada por objetivos distributivos) para incentivar un mayor ritmo de devaluación, se combinó faltamente con los efectos del excesivo endeudamiento externo, generando una crisis cambiaria y un colapso productivo y social. La sección 3 exhibe y analiza los principales resultados macroeconómicos de este proceso. Finalmente, la sección 4 formula algunas pocas observaciones finales e implicaciones de política económica.

---

<sup>5</sup> De acuerdo con datos de Ferreres (2019), el gasto público consolidado en 2018 alcanzó al 42,8% del PIB, lo que es considerado una "carga fiscal asfixiante". Sin embargo, como muestra Ferreres, ese gasto contiene *transferencias* al sector privado (por ejemplo, jubilaciones e intereses de la deuda), lo que impone la necesidad de distinguir entre carga tributaria *neta* y *bruta*. La carga tributaria neta resulta de restar a la carga bruta (es decir, todo lo que el Estado recoge bajo la forma de impuestos) todo lo que *regresa* al sector privado como transferencias. Así, la carga neta es la medida real de los recursos agregados que el sector público captura del sector privado. En el ejemplo de Ferreres, si restamos las jubilaciones (11,6% del PIB) y los intereses de la deuda (3,4%), la carga tributaria neta cae al 27,8% (y no 42,8). Por supuesto, las transferencias tienen fuertes impactos *distributivos*.

<sup>6</sup> "En materia fiscal, se reemplazó el financiamiento monetario con deuda. Y se inició un programa de achique del déficit con el tiempo. Esa reducción a ritmo gradual, para mí, es una decisión que responde a la realidad política del Gobierno: sus minorías en ambas cámaras. El crowding-out no se legisla" ("Qué pensaba Dujovne antes de ser ministro", Apertura, 26 de Diciembre 2016).

<sup>7</sup> Como dice el epígrafe de este artículo, Nicolás Dujovne observaba como punto a favor la "enorme" capacidad del Gobierno para endeudarse a 30 años. "Así como los Kirchner tuvieron nueve años seguidos de súper precio de commodities, el gradualismo corre con la ventaja del endeudamiento", comparaba. "El Gobierno necesita dólares y sabe que el que los tiene habla en inglés", indicaba Dujovne. Así, el endeudamiento sería un rasgo central de la nueva administración: "Es parte del ADN del Gobierno" (Apertura *ibídem*).

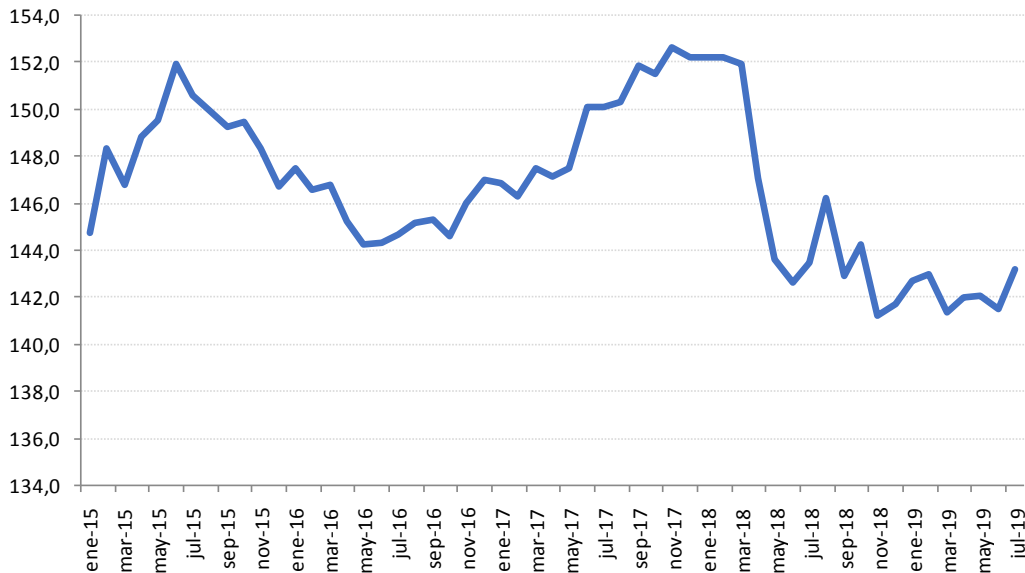
<sup>8</sup> La necesidad de acumular deuda en los mercados internacionales puede ser consecuencia de asumir la hipótesis (neoclásica) conocida como el problema de los "déficits gemelos". Ver Bougrine (2000).

## 2. La dinámica macroeconómica global

En esta sección presentamos un análisis de la dinámica que caracterizó la evolución de las principales variables macroeconómicas y de la política económica del gobierno entre fines de 2015 y mediados de 2019. Para ello, conviene realizar una periodización esquemática del gobierno de Macri que estará basada fundamentalmente en la dinámica de crecimiento. Como se ve en la Gráfico 1, podemos distinguir tres fases diferentes:

1) Desde diciembre de 2015 hasta junio de 2016 tiene lugar una etapa caracterizada por una política de shock apuntada a la "liberación" de los precios claves (el tipo de cambio nominal y los precios de los servicios públicos), lo que lleva a una caída abrupta del nivel de actividad. La contracción del PIB fue muy rápida, llegando a -7% anual en julio de ese año.

**Gráfico1: Estimador Mensual de Actividad Económica  
(Serie Desestacionalizada, 2004=100)**



Fuente: Indec

2) Desde julio de 2016 hasta noviembre de 2017 se desarrolla un experimento denominado "populismo tardío". En esta etapa hay una recuperación del nivel de actividad inducida *deliberadamente* por el gobierno para mejorar su performance en las elecciones de medio término. La economía dejó de caer hacia mediados de 2016 y luego aceleró su ritmo de expansión a partir de abril de 2017.

Esta dinámica parecía insinuar un patrón de "ciclo económico político" como el descrito por Kalecki para el caso de Estados Unidos en 1937-1938, donde "el pleno empleo sólo se lograría en la cúspide del auge, pero los auges serían relativamente moderados y breves" (Kalecki, 1943). Sin embargo, como veremos luego, ese patrón no se confirmó y derivó en una crisis abierta.

3) Desde noviembre de 2017 en adelante se inicia una fase de recesión y crisis cambiaria. La desaceleración comienza inmediatamente después de las elecciones de octubre. Entre noviembre de 2017 y febrero de 2018 la contracción es suave, pero desde marzo de 2018 se transforma en un *colapso* del nivel de actividad, coincidiendo con la crisis cambiaria y la corrida contra el peso.

## **2.1. La etapa de shock**

Siguiendo su marco conceptual, en diciembre de 2015 el nuevo gobierno eliminó completamente los controles de capitales. Estos controles impedían (aunque no totalmente) la compra de dólares por parte de empresas y familias, y habían originado un mercado paralelo donde el tipo de cambio era sustancialmente más alto.

El gobierno había pronosticado que la eliminación de los controles "no afectaría prácticamente a nadie", porque consideraba que los precios tenían incorporado el valor del tipo de cambio del mercado paralelo (sustancialmente más alto). Pero los precios domésticos seguían básicamente la cotización del dólar en el mercado oficial (en torno a 10 pesos por dólar).<sup>9</sup> Como el valor del dólar en el mercado paralelo rondaba los 14 pesos, la liberación del mercado imponía un piso mínimo al nivel que iba a adquirir forzosamente la devaluación. Así, tras la liberación del mercado, el tipo de cambio nominal tuvo un ajuste del 40% en un día.

Al mismo tiempo, el banco central (BCRA) adhería al sistema de metas de inflación con flotación del tipo de cambio y anunciando que el objetivo de una inflación baja era *independiente* de la evolución del valor del tipo del cambio.<sup>10</sup> El anuncio fue un preludio de los problemas que emergerían más tarde.

Tras la fuerte devaluación del peso, el BCRA subió las tasas de interés, desde el 21% anual en noviembre de 2015 a casi 37% en abril de 2016. Al mismo tiempo, se estableció un ajuste del gasto público y una reducción de la carga tributaria.

El tamaño del ajuste fue magnificado debido a una serie de cambios introducidos en la *medición* del déficit fiscal. El gobierno sumó al déficit fiscal medido en forma tradicional una serie de gastos que llevaron el déficit primario de 1,8% a casi el 7% del PIB, contrariando normas internacionales.<sup>11</sup>

---

<sup>9</sup> Frenkel & Friedheim (2017) mostraron en un estudio econométrico que la contribución de la variación del tipo de cambio en el mercado paralelo a la inflación doméstica fue irrelevante. La incidencia del tipo de cambio paralelo sobre la tasa de precios fijos (básicamente industriales y servicios) representó un promedio de 0.3 puntos porcentuales adicionales de inflación mensual (algo más de 4pp adicionales de inflación anual) mientras estuvo vigente.

<sup>10</sup> "... [el BCRA] prestará más atención a la evolución de la inflación, que al valor del dólar (...) Cuidar el valor del peso es asegurarnos que la inflación sea baja, no que el dólar esté quieto (...) Nuestra "función de reacción" (...) debe responder a cambios en la evolución de los precios y no necesariamente a la evolución del dólar" ("Discurso de inicio y lineamientos de gestión", Federico Sturzenegger, BCRA, 14 de diciembre de 2015).

<sup>11</sup> Por ejemplo, se restaron de los ingresos fiscales las utilidades del Banco Central y del FGS-Anses (Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la Administración Nacional de la Seguridad Social) contrariando normas internacionales. También se agregaron gastos devengados con un registro de base "caja", entre otros cambios difíciles de justificar. Sobre las rentas del BCRA y del FGS-Anses se argumentó que "el consenso profesional" (analistas económicos, consultores y académicos) había comenzado a converger en una medición alternativa "ajustando dichos ingresos" (Cetrángolo & Folgar, 2016), sin ofrecer ningún argumento

Sin embargo, en junio de 2017, cuando emitió el (célebre) bono de deuda a cien años, en el prospecto del título el gobierno informaba a los acreedores que el déficit primario era de 1,8% del PIB, admitiendo implícitamente que el número real era menor.

Asimismo, hubo una disminución de los impuestos a las exportaciones ("retenciones") agropecuarias y mineras, así como una baja del impuesto las ganancias y sobre los bienes personales. Estas medidas beneficiaron a los grupos sociales más ricos de la sociedad y llevaron a una pérdida de recaudación en 2016 equivalente al 1,5% del PIB (TTE, 2017).

Una decisión clave fue el fuerte aumento de precio de los servicios públicos (y la consecuente reducción de los subsidios). Mientras el índice de precios de los alimentos aumentó 34% en 2016, los precios regulados subieron muy por encima (electricidad, 253% y gas, 147% en promedio), dando por resultado una inflación minorista de 41% al cabo de 2016. Simultáneamente, el gobierno impulsó un blanqueo de capitales gracias al cual ingresó al Tesoro el equivalente a un mes de recaudación.<sup>12</sup>

Asimismo, el gobierno decidió pagarles 9.300 millones de dólares a los denominados "fondos buitres" (*vulture funds* o *holdouts*). El pago se hizo con el argumento de que permitiría al país salir de un supuesto default en el que se encontraría. Para realizar el pago, Argentina emitió la mayor suma de deuda para cualquier país en desarrollo desde 1996. Enseguida nacieron los fondos de "tercera generación", una nueva tanda de demandantes con bonos que no ingresaron a los canjes de deuda de 2005 y 2010; y que tampoco aceptaron el pago del gobierno de Macri.<sup>13</sup> El pago a los *holdouts* fue interpretado como un regreso triunfal de Argentina a los mercados de capitales y como un hito en su "reinserción" en la economía mundial. La resolución del conflicto dejó abierta la puerta para un rápido endeudamiento externo.

El gobierno pronosticó que en la segunda mitad de 2016 la inflación bajaría significativamente y comenzaría un proceso de crecimiento liderado por la inversión (especialmente extranjera) y las exportaciones. Literalmente, aseguró que habría "una lluvia de inversiones" gracias a la restauración de la confianza de los inversores. Pero nada de eso ocurrió.

Al final de 2016 la economía argentina mostró una caída de 2,1% del PIB y una reducción aún mayor de la inversión, lo que se tradujo en una suba de la tasa de desempleo promedio (del 6,6% en 2015 al 8,4% en 2016). A su vez, el tipo de cambio real había subido 18%, mientras los salarios reales del sector privado formal habían disminuido un 6%, mientras la inflación minorista anual llegó al 41%. El Gobierno impulsó la ampliación de los beneficiarios de programas sociales, pero esto no llegó a compensar el impacto de la caída de los salarios reales en el consumo privado.

---

técnico que la justificara. De hecho, según el Manual publicado en 2001 por el FMI, las ganancias que obtiene el FGS y el Banco Central deben ser consideradas como parte de los ingresos del Estado.

<sup>12</sup> El gobierno resolvió por decreto modificar la reglamentación de la ley de "sinceramiento fiscal" para habilitar el ingreso de familiares de funcionarios al blanqueo. Entre otros, ingresaron al blanqueo varios empresarios cercanos al gobierno incluyendo el hermano del presidente Gianfranco Macri.

<sup>13</sup> En noviembre de 2016 un nuevo fondo buitre volvió a exigir dinero a Argentina. A comienzos de 2019, el fondo buitre Aurelius Capital Management LP presentó una demanda contra Argentina por u\$s 83,7 millones en la justicia de New York.

La hipótesis que fundamentó este ajuste fue que Argentina tenía los precios relativos "fuera de lugar", lo que impedía al sector privado liderar el proceso de crecimiento a través de la inversión privada y las exportaciones.

## 2.2. La etapa del "populismo tardío"

Sin embargo, a comienzos de 2017 el gobierno redujo sustancialmente el ritmo de devaluación y de ajuste de las tarifas públicas. Argentina ingresaba en una fase de expansión del nivel de actividad *con fines electorales*. Esto implicó un proceso de apreciación real del tipo de cambio real, contrapartida de un moderado aumento del salario real en el sector privado registrado, así como de un aumento del poder de compra *real* del gasto público.<sup>14</sup> Por otro lado, el movimiento descrito de las variables macroeconómicas implicó una estabilización de la participación de los asalariados en el ingreso, tras haber caído casi 3 puntos porcentuales respecto de 2016 (Kennedy, Pacífico & Sánchez, 2018). Aunque implicó una leve mejora distributiva en el caso de los trabajadores registrados del sector privado.

Los efectos expansivos vinculados a la desaceleración de la inflación, combinados con un aumento del gasto público, posibilitaron un rápido aumento del nivel de actividad, lo que tuvo una innegable incidencia en los positivos resultados electorales obtenidos por el gobierno en su segundo año de mandato.<sup>15</sup>

Esta estrategia, denominada *populismo tardío* (electoral)<sup>16</sup> fue un recurso dictado por razones políticas, pero constituía un *desvío* forzoso de la proclamada agenda de largo plazo. Ese desvío llevaba implícito un dilema. Por un lado, para triunfar en las elecciones el gobierno necesitaba generar una expansión económica. En particular, las *recuperaciones* tienen una "enorme productividad política", como descubrieron varios analistas cercanos al gobierno.<sup>17</sup> Sin embargo, tras el amplio triunfo electoral surge un problema de "consistencia interna" en la estrategia oficial. El gobierno había estimulado el crecimiento utilizando una receta enteramente "populista" (un populismo "benigno" como sugirió un analista), es decir, utilizando los mismos medios que

---

<sup>14</sup> En un contexto inflacionario, el efecto contractivo de la devaluación no actúa solamente por el lado de la disminución de los salarios reales, sino que, dada una tasa de crecimiento del gasto público nominal, también implica una reducción del gasto real, lo que amplifica el efecto recesivo de toda devaluación. Exactamente lo opuesto ocurre con la apreciación real del tipo de cambio.

<sup>15</sup> Un estudio realizado por OHI Panel en julio de 2017 (antes de las elecciones) reveló que 67% de los encuestados emitiría su voto teniendo en cuenta la situación económica. Aunque aún la inflación era alta, el sesgo declinante fue un factor de ampliación del consenso electoral. Este asociación entre la evolución económica general y resultados electorales se mantendrá en las elecciones generales de 2019, consagrando a la oposición.

<sup>16</sup> "El Gobierno hace populismo tardío y en general los gobiernos hacen populismo todo el año cuando hay elecciones. Imaginé que el Gobierno aplicaría ese populismo 'benigno' (...) todo el año. No lo hizo porque *tiene una convicción distinta* pero tuvieron que aplicarlo cuando las primeras encuestas fueron publicadas" (Miguel Bein, Clarín, 22 de julio de 2017, énfasis agregado).

<sup>17</sup> "...tenemos que aprender acerca de la productividad política enorme que tienen las reactivaciones. Esto es, la economía va para abajo y todo es pesimismo, y de repente empieza a ir para arriba y hay algo mágico que cambia el humor social, aunque la reactivación sea muy moderada. Porque ese fenómeno deja la sensación de que ha habido un cambio de tendencia" (Pablo Gerchunoff, "La reconfiguración del mapa político argentino", La Nación, 30 de octubre de 2017).

criticaba del gobierno anterior. Lo más sintomático es que la economía había crecido (y también la inversión).

Ciertamente, la expansión del nivel de actividad requiere una cierta *estabilidad* cambiaria nominal (las devaluaciones son contractivas), lo que se traduce en una mejora de los salarios reales, del poder de compra de las transferencias sociales y del gasto público, y del consumo, una *disminución* del tipo de cambio real, y probablemente una mejora en la participación de los asalariados en el ingreso.

En otros términos, el crecimiento "genuino" de largo plazo, según la visión oficial, debía ser liderado por la inversión privada y las exportaciones (en desmedro del gasto público y los salarios), lo que implicaba -siempre siguiendo la visión oficial- un necesario estímulo a la rentabilidad general del sector empresario en detrimento de los salarios. El *populismo tardío*, tan fructífero en términos político-electorales, conspiraba así contra el intento "modernizador" apuntado a una mejora de la rentabilidad general de la economía.<sup>18</sup>

Había un problema adicional. El entonces presidente del BCRA, Federico Sturzenegger, defendía las bondades de la flotación *pura* del tipo de cambio, y argumentaba que tal política era la demostración palmaria de que el BCRA no convalidaba maniobras especulativas, ya que la suba del tipo de cambio (resultado de la libre flotación) ponía bajo amenaza las estrategias de *carry trade*.

A mediados de 2017, este enfoque comenzó a traducirse en un alza sostenida del valor del tipo de cambio, hasta el punto en que (forzosamente) el BCRA debió intervenir e ingresó de hecho en una flotación "sucia", aunque conservó la *retórica* de la libre flotación. Hubo una intervención vendedora de los bancos públicos (como el Banco de la Provincia de Buenos Aires), y así el gobierno comenzó a controlar la suba del tipo de cambio para evitar la aceleración de la inflación.

Este "populismo tardío" ponía en cuestión la rentabilidad agregada por la vía de la apreciación cambiaria. Así, en diciembre de 2017, en una conferencia de prensa conjunta de miembros del gabinete económico y el presidente del BCRA, el ministro de Economía (en el lugar del presidente del BCRA) anunció un cambio en las metas de inflación: se anunció una reducción de las tasas de interés y la intención de permitir un tipo de cambio real más alto, aún al costo de una mayor inflación.

Como derivación inmediata del anuncio de la futura baja de tasas y la recalibración de las metas, hubo un efecto inmediato en el dólar. Entre diciembre y febrero el BCRA convalidó (sin ningún intervención en contrario) la devaluación de la moneda, aunque finalmente intervino ante las inocultables señales de aceleración de la inflación. Esta pasividad es la muestra palmaria de que el BCRA (el gobierno) buscaba un nivel más alto del tipo de cambio real.<sup>19</sup>

---

<sup>18</sup> La expresión es de Pablo Gerchunoff, para quien hubo tres intentos "modernizadores" en Argentina: la dictadura militar, el menemismo y el actual intento de Cambiemos. "Hay un conflicto muy tenso -explicó Gerchunoff- entre una Argentina que quiere incorporarse a la globalización y un bloque social que no tiene fuerza para proponer un patrón de crecimiento distinto pero sí para impugnar el camino de la modernización (...) Es la Argentina del empate conflictivo" (El País, 6 de octubre de 2017).

<sup>19</sup> "El BCRA habilitó una corrección del tipo de cambio de casi \$/USD 3 entre diciembre de 2017 y febrero de 2018 (una depreciación de cerca del 16,5%), antes de intervenir decididamente para estabilizar la cotización de la divisa en torno a los \$/USD 20,25, luego de haber corroborado que la "muerte del pass through" era más una expresión de deseo que un dato objetivo de la realidad. Esta demora hace suponer que la reacción inicial del tipo de cambio no fue un movimiento mal recibido por las autoridades del BCRA,



La pretensión del BCRA de continuar con una política de altas tasas de interés, al estilo convencional del *inflation targeting*, es decir, focalizado enteramente en la inflación, llevaba a una mayor apreciación cambiaria, una suba aún mayor de los salarios reales y la erosión creciente de los márgenes de beneficio (especialmente en el sector de *tradables*). Sobre este telón de fondo, el Gobierno optó por la reducción de las tasas de interés. Desde allí en más, el tipo de cambio mantuvo una dinámica ascendente.

### **2.3. Crisis cambiaria y colapso del nivel de actividad**

Desde el cambio de las metas de inflación en diciembre de 2017, el tipo de cambio mantuvo una dinámica ascendente, con fases diferentes de aceleración eventualmente determinadas por *episodios particulares* relacionados con el sector externo.

El cambio en la política monetaria de diciembre de 2017 se combinó con otros episodios cruciales que fueron sucediéndose en el tiempo. Un factor crucial fue la colocación de 9.000 millones de dólares a comienzos de enero de 2018. Tras esa emisión de deuda, el mercado internacional comenzó a *racionar* el crédito para Argentina y el gobierno no pudo colocar nuevos títulos en el exterior.

La idea de que la oferta de préstamos sería ilimitada es absurda, pero parece haber primado en la opinión del gobierno (ver epígrafe de este artículo). El financiamiento del déficit externo y el endeudamiento no pueden, obviamente, ser ilimitados. En cierto punto habrá un aumento del riesgo y luego se producirá el racionamiento del crédito externo. El país no conseguirá más flujos de capital externo y no podrá atraer más divisas, independientemente de cuán alta sea la tasa de interés doméstica.<sup>20</sup>

A fines de marzo la Fed confirmó una suba de las tasas de interés. Esta decisión alteró todos los mercados emergentes, pero en el caso argentino fue mucho peor debido a la ya inocultable fragilidad externa. A esto se sumó la entrada en vigencia de un impuesto a la renta financiera para los inversores extranjeros. Este fue el evento coyuntural que, operando sobre los factores antes mencionados, disparó la corrida. Un día antes de la entrada en vigencia del impuesto, los tenedores extranjeros desarmaron en forma masiva sus tenencias de títulos del BCRA y desataron la corrida contra el peso. En tal contexto, el índice de riesgo país, que había bajado persistentemente desde principios de 2014 y alcanzado su mínimo en diciembre de 2017 en torno a los 350 pb, comenzó a subir persistentemente. En poco más de un año rebasaría cómodamente los 2000 pb.

En marzo de 2018 el BCRA comenzó a intervenir, sin mucha convicción, pero no consiguió frenar la dolarización. Tras una pérdida importante de reservas, el gobierno pidió la asistencia del FMI, reforzando la corrida. Días después, el BCRA colocó una oferta de 5.000 millones a la venta a un tipo de cambio de \$25 para frenar la corrida. La medida consiguió estabilizar el tipo de cambio.<sup>21</sup>

---

luego del atraso cambiario registrado durante la segunda mitad del año pasado, que convivió con un déficit de cuenta corriente de 4,8% del PIB en 2017." (ITE, 2018).

<sup>20</sup> Como explican Serrano & Summa (2015, p.255), "the BoP curve, in addition to being positively sloped, becomes vertical at a certain point".

<sup>21</sup> Es cierto que hubo una reducción de las reservas internacionales del BCRA en ese periodo, pero la reducción se explicó casi en su totalidad por pagos de capital e intereses de deuda.

Sin embargo, a comienzo de junio se anunció el acuerdo con el FMI por un total de 50 mil millones de dólares (con un desembolso inicial por 15 mil millones), y al día siguiente el BCRA *retiró* la oferta de 5.000 millones de dólares a la venta y, naturalmente, el tipo de cambio comenzó una nueva escalada. El gobierno creyó que el simple *anuncio* del apoyo del FMI restauraría la confianza. En los hechos, como el plan acordado con el FMI *impedía* las intervenciones discrecionales efectivas del BCRA, eso provocó el efecto opuesto y aumentó la volatilidad cambiaria.

Frente a la nueva escalada, Luis Caputo asumió la presidencia del BCRA. Pocos días después, el directorio del FMI aprobó el acuerdo.<sup>22</sup> En julio, el banco central y el ministerio de Hacienda canjearon títulos del BCRA (LEBACs) en pesos por títulos del Tesoro en dólares, como un modo de frenar la incesante dolarización en el corto plazo (pero aumentando la deuda en dólares a mediano plazo). Además, comenzaron a volcar al mercado unos 100 millones de dólares diarios obtenidos del préstamo con el FMI, sin conseguir aliviar la presión.

Hacia fines de agosto, acosado por la corrida, el gobierno anunció un nuevo acuerdo con el FMI para adelantar los créditos comprometidos, pero enseguida se supo que tal acuerdo aún no había sido alcanzado. La crisis continuó desarrollándose sin solución aparente, con una imparable escalada del tipo de cambio, y con el BCRA corriendo por detrás de los acontecimientos, subiendo las tasas de interés y perdiendo buena parte de las reservas acumuladas en base a préstamos del propio FMI.

A fines de setiembre Caputo renunció a la presidencia del BCRA y fue reemplazado por Guido Sanderlis. A partir de allí, comenzó un gradual proceso de estabilización. Uno de los factores fundamentales de la relativa estabilización fue la parcial reestructuración del acuerdo con el FMI. Los acuerdos alcanzados habían restringido fuertemente los instrumentos del BCRA para intervenir en el mercado cambiario y orientar las expectativas. La gradual recuperación de esos instrumentos hizo posible mayores grados de intervención, y con mayor discrecionalidad, lo que redundó en una relativa estabilización.

Esa estabilidad se volvió a trastocar en las elecciones primarias de agosto de 2019, ante lo cual el gobierno decidió colocar un control cambiario más rígido aún que el vigente en 2015. El saldo que dejó un año de crisis cambiaria fue abrumador. En solo cinco meses (desde finales de abril hasta fines de setiembre de 2018) el tipo de cambio nominal aumentó 100%. Como veremos enseguida, esta crisis cambiaria tuvo impactos múltiples sobre la inflación, el nivel de actividad, el sector externo y la distribución del ingreso.

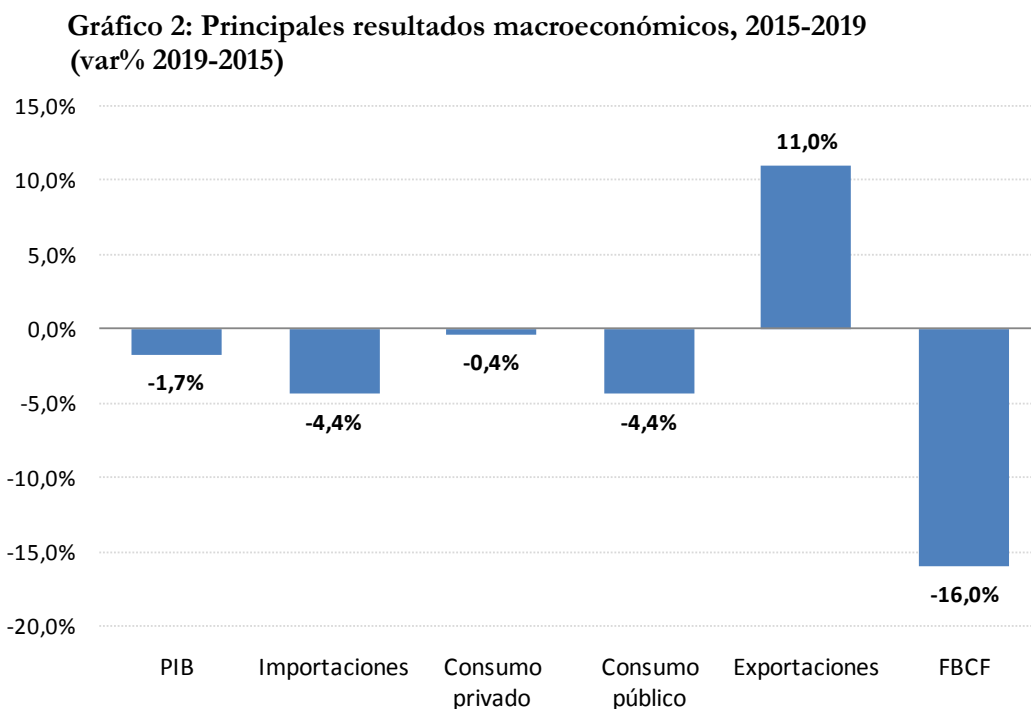
### **3. Los resultados globales**

Hay que observar que el gobierno, pese a todo, consiguió varios de los objetivos planeados: al final de 2019 hay un tipo de cambio real mucho más alto, un menor déficit fiscal, una reducción significativa del costo laboral y un aumento de la rentabilidad media. El gráfico 2 sintetiza la evolución macroeconómica general del período, caracterizada por una disminución global del PIB, que será más profunda al cabo de 2019, una disminución del consumo y un colapso de la inversión.

---

<sup>22</sup> Irónicamente, el mismo día Morgan Stanley Capital International (MSCI) otorgó la calificación de país emergente a Argentina, algo que supuestamente convertía al país en un recipiente seguro para los fondos de inversión que estaban esperando esa la clasificación para ingresar.

Solo crecen muy moderadamente las exportaciones (aproximadamente aumentan al 2% anual acumulativo), y se produce un brutal ajuste de las importaciones (-18% anual en lo que va de 2019) que sigue al derrumbe de la inversión (-16% en el año en curso) y la disminución del consumo, lo que permitió reducir el déficit de la cuenta corriente externa.

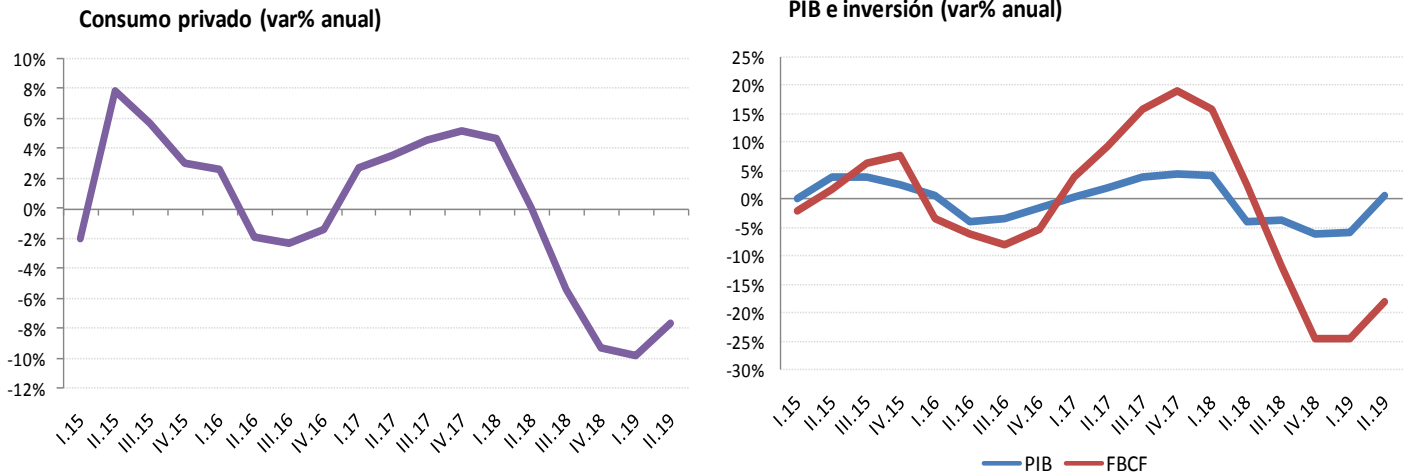


Fuente: Indec.

Nota: para 2019 se tomó el promedio de los primeros dos trimestres.

Si se observa la dinámica completa (Gráfico 2a), el cuadro es aún más sombrío. El consumo privado muestra caídas interanuales del orden del 8% a principios de 2019, mientras el colapso de la inversión llega a exhibir caídas anuales del 25% en el cuarto trimestre de 2018 y en el primero del corriente año.

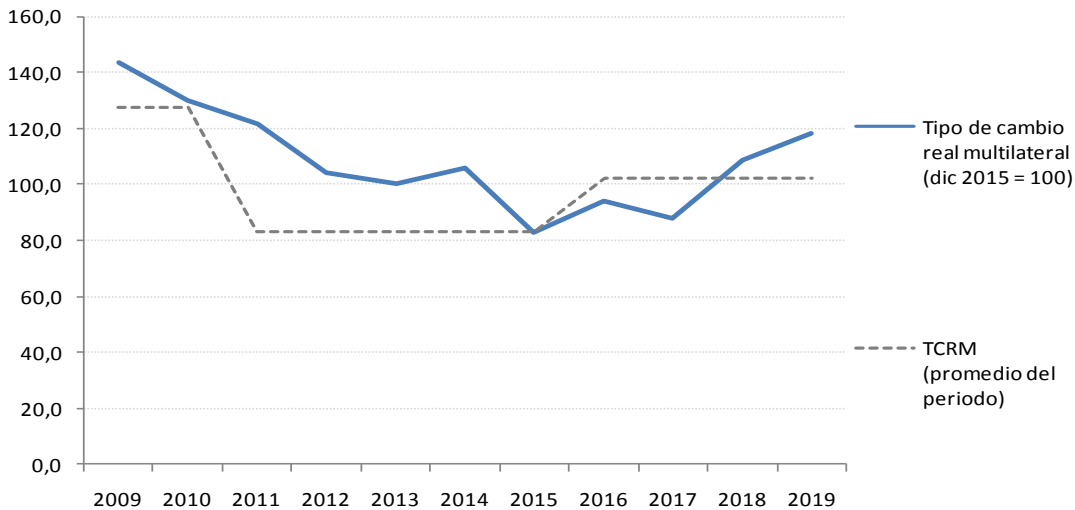
**Gráfico 2a. PIB, consumo e inversión**  
(var% anual)



Fuente: Indec.

En cierto sentido, el gobierno de Macri puede ser caracterizado como un periodo de "estancamiento liderado por exportaciones" (export-led stagnation). Aunque el tipo de cambio real multilateral es hoy 43% más alto que el promedio de 2015 (ver Gráfico 3), la nueva paridad no se tradujo en un aumento visible de las exportaciones, que han crecido en el lapso 2015-2019 apenas al 2% anual en un contexto de caída del nivel de actividad general.<sup>23</sup>

**Gráfico 3: Tipo de cambio real multilateral (diciembre de 2015 = 100)**



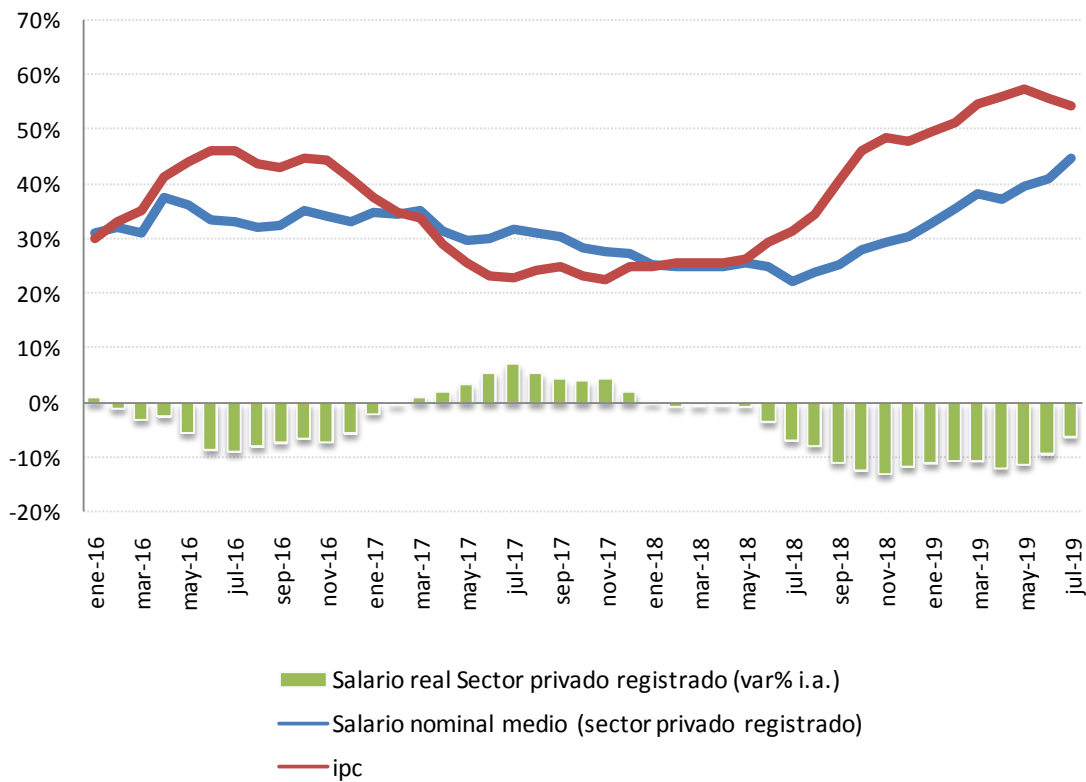
Fuente: BCRA.

<sup>23</sup> En el último año, pese al TCRM más alto, las exportaciones de productos industriales cayeron 7%.

Como resulta obvio, un tipo de cambio real más alto tiene como contraparte un nivel de salario real más bajo. El salario real medio disminuyó en 2016, alcanzando sus menores registros hacia mitad del año, recuperó solo parte de la pérdida real en la "fase electoral" y se derrumbó a partir de junio de 2018. En julio de 2019 el salario real medio (del sector privado formal) era 14% inferior al de diciembre de 2015.

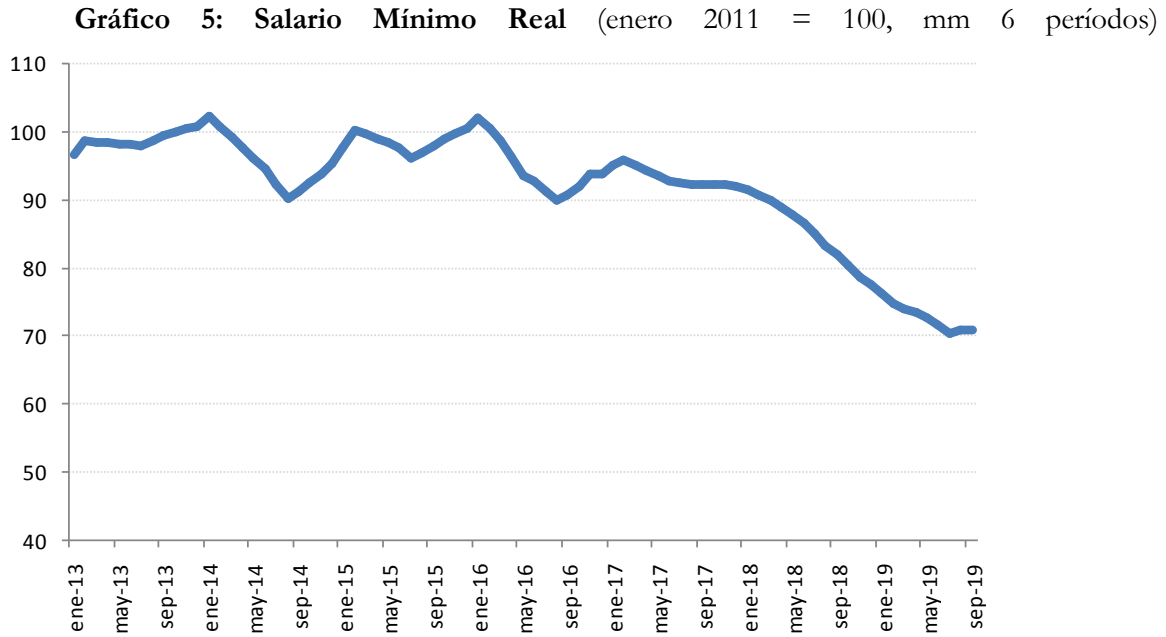
**Gráfico 4: Salarios e inflación**

(var% anual)



Fuente: Indec.

El salario mínimo (Gráfico 5) tuvo una caída mayor aún: en setiembre de 2019 era 30% más bajo que en enero de 2016 en términos reales. Esta evolución aumentó la desigualdad de ingresos. De hecho, distintos estudios confirman que el fortalecimiento del salario mínimo fue uno de las causas de la mejora distributiva en distintos países de la región en años recientes. Frente al argumento de que el aumento del salario mínimo promovería la informalidad, se comprobó que en tales países (como Argentina y Brasil, y con menor intensidad Uruguay) hubo un importante proceso de formalización al tiempo que el crecimiento del empleo se aceleró y el salario mínimo aumentaba significativamente (Maurizio, 2014).



Fuente: Indec.

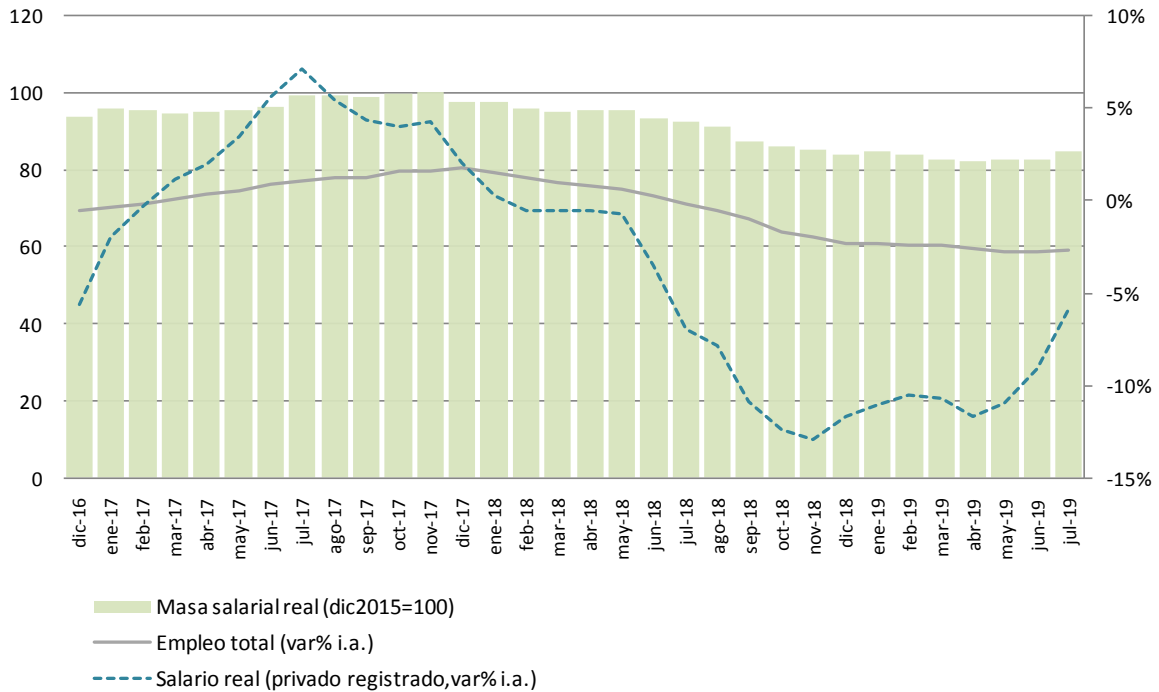
El empleo total siguió la tendencia del nivel de actividad, atravesando las tres fases mencionadas. Al final del periodo, en agosto de 2019 el empleo total era 2,4% menor al vigente en diciembre de 2015.<sup>24</sup>

La masa salarial en términos reales siguió estos movimientos (Gráfico 6).<sup>25</sup> Luego de caer en torno al 6% en 2016, recuperó parcialmente la pérdida y hacia noviembre de 2017 se aproximaba a los niveles de diciembre de 2015. Desde allí en adelante, siguió un proceso de derrumbe. En julio de 2019, la masa de salarios en términos reales era 15,3% inferior al registro de diciembre de 2015.

<sup>24</sup> Sin embargo, de acuerdo con el Indec, el dato subestima el deterioro de la *calidad* de las ocupaciones. En casi todo el periodo se crearon algo más de 140 mil nuevos empleos según Indec, en su totalidad trabajos precarios (informales y cuentapropistas). Por otro lado, se destruyeron unos 175 mil empleos de calidad (básicamente, del sector industrial donde el empleo se contrajo 12% entre agosto de 2019 y diciembre de 2015), consolidando una tendencia hacia la precarización del mercado de trabajo.

<sup>25</sup> El índice de masa salarial real se elaboró como producto de un índice de salarios del sector privado registrado del INDEC, deflactado por el IPC del Indec, y un índice de empleo elaborado con información de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH). Se excluyeron los salarios públicos ya que el empleo estatal es una decisión de gasto público y por ende no puede considerarse un fenómeno inducido por el nivel de actividad.

Gráfico 6: Masa salarial (deflactada por ipc), salarios reales y empleo



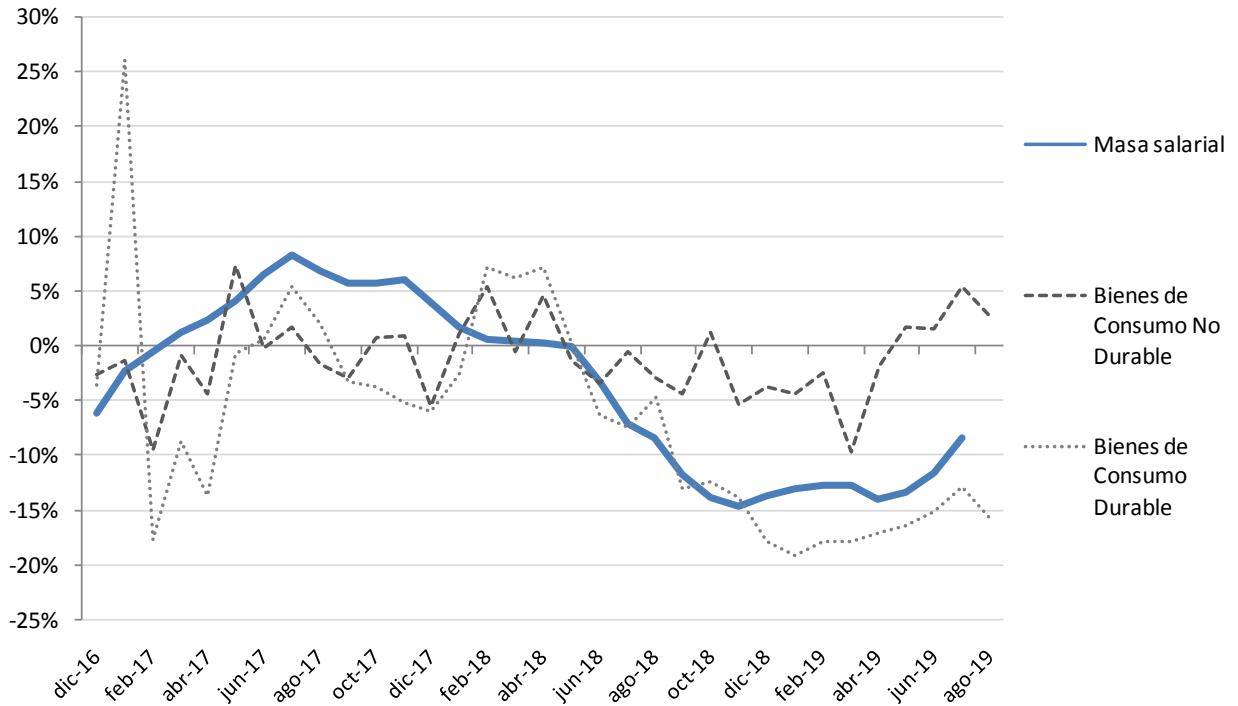
Fuente: Indec y Ministerio de Hacienda.

Esta dinámica de la masa salarial tuvo su impacto necesario en la trayectoria del consumo y en particular en la producción industrial de bienes de consumo (Gráfico 7).

En el marco de un modelo liderado por la demanda de tipo supemultiplicador, el componente inducido del consumo agregado está relacionado con el poder adquisitivo introducido en la economía por las decisiones de producción, normalmente asociado con el pago de salarios generado por tales decisiones. Así, uno de los principales determinantes de la propensión a consumir de la economía es la participación de los salarios en el ingreso (Freitas & Serrano, 2015).

En particular, el consumo de bienes durables (artículos para el hogar, viviendas, automóviles) está fuertemente asociado con el crédito. Por esta razón, hubo una caída mayor en este rubro a partir de abril de 2018, cuando las tasas de interés de créditos personales se disparan siguiendo la trayectoria a la suba de la tasa de política monetaria. A partir de mayo, el monto de créditos al sector privado en términos reales se desmorona (cayendo 33% en términos reales entre mayo de 2018 y agosto de 2019, según datos del BCRA).

**Gráfico 7: Masa salarial real y bienes de consumo durable y no durable**  
(var<sup>o</sup>% anual)

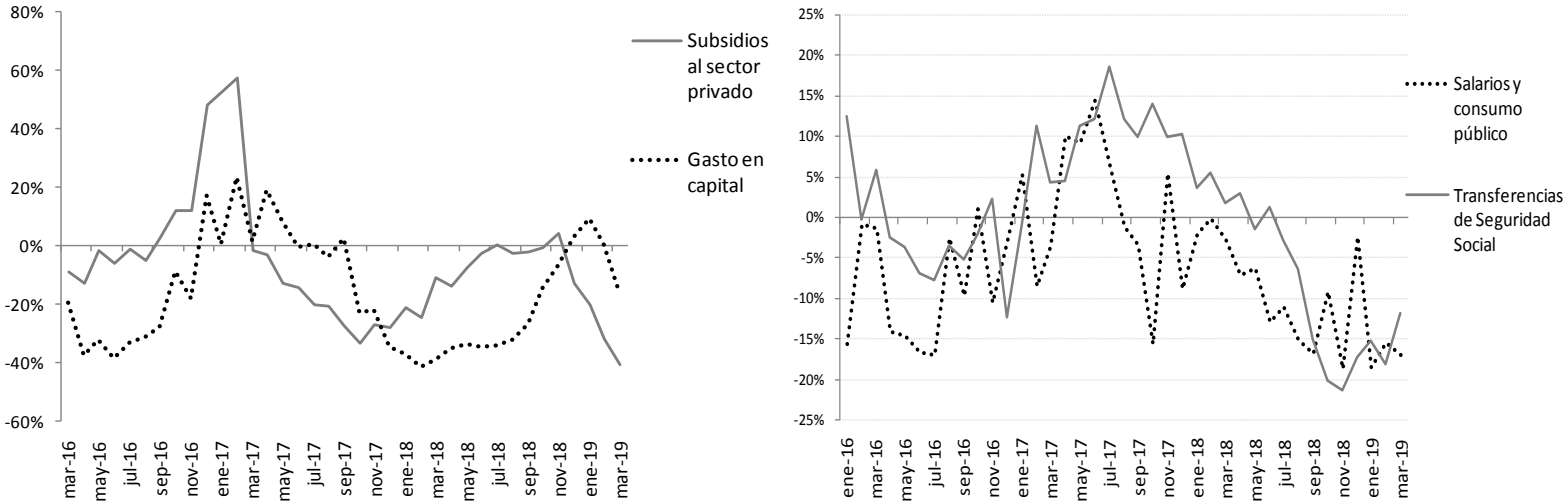


Fuente: Indec y Fiel.

Adicionalmente, hubo una caída abrupta del gasto público en términos reales, en particular de sus rubros expansivos (salarios, consumo, transferencias sociales, inversión pública y subsidios), tendencia que se comenzó a revertir lentamente en la segunda mitad del año, para retomar una senda contractiva apenas pasadas las elecciones de octubre de 2017 (Gráfico 8).



Gráfico 8: Gasto público (en términos reales, var% i.a.)



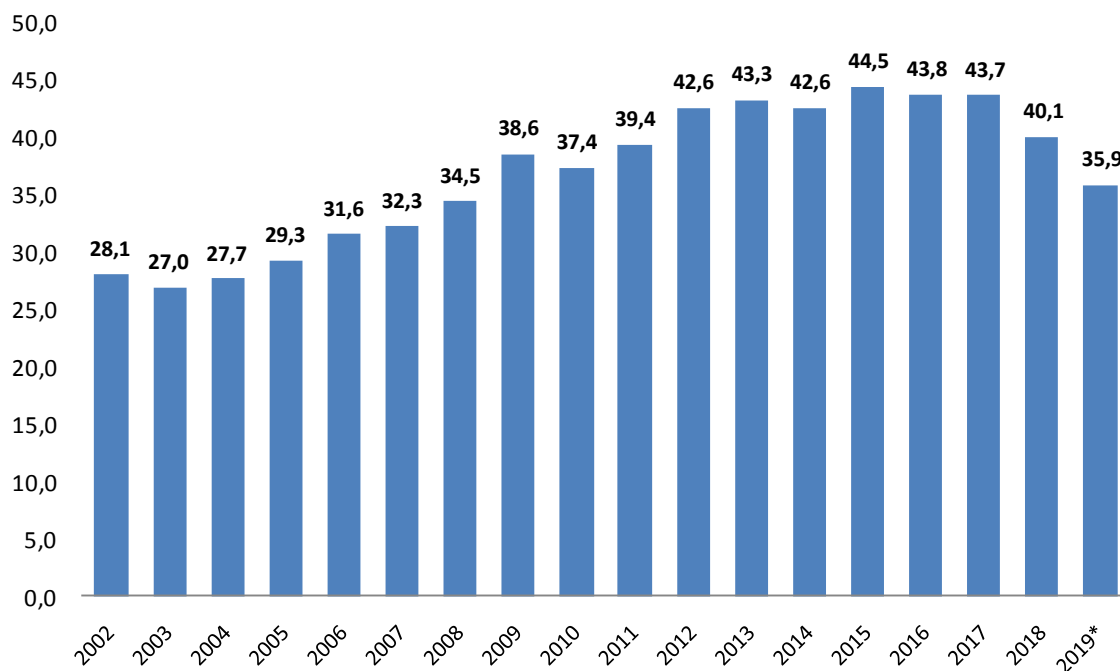
Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda e Indec.

*Nota:* La serie fue deflactada por el índice de precios al consumidor que calcula el Indec. Hubo que encadenar dos series de gasto debido a cambios metodológicos desde 2016.

Un aspecto interesante para observar es que en las fases de aceleración de la inflación (impulsadas por la devaluación de la moneda) la tasa de crecimiento del gasto nominal se mantiene (e incluso aumenta) pero la inflación disminuye su poder de compra y contrae el gasto real. Este es el caso de la primera y la tercera fase señaladas, mientras en la fase "electoral" expansiva (desde mediados/fines de 2016 hasta noviembre de 2017) el gasto nominal y su poder de compra se mueven en la misma dirección. En particular, resulta notable que desde abril de 2018 el gasto público nominal acelera su ritmo de crecimiento, mientras el gasto real se contrae sin pausa.

Dado que las variaciones en la masa salarial real fueron fuertemente determinadas por la evolución del salario real (aunque el empleo se movió a la baja en la misma dirección que el salario), la participación de los asalariados en el ingreso se movió en la misma dirección: luego de caer en 2016, se mantuvo en 2017 y registró una caída aún peor en 2018 (Gráfico 9).

Gráfico 9: Participación de la masa salarial en el PIB (%)



Fuente: Kennedy, Pacífico & Sánchez (2018).

\* Para 2019 se realizó una proyección propia en base a las estimaciones trimestrales que realiza las Dirección de Cuentas Nacionales de Indec.

El derrumbe en la participación de los asalariados en el ingreso es inusitado en términos históricos. En 2018 cae 3,6 pp. respecto del año anterior, algo solo comparable con 1994 (-3,4) y 2002 (-6,7 pp.). Si la proyección presentada para 2019 se confirmara, eso colocaría la participación de los salarios en el ingreso en torno a 8 puntos porcentuales por debajo de su máximo (2015).

Como observan Pastrana & Trajtemberg (2019), aunque bajo el gobierno de Macri se mantuvo formalmente el esquema institucional de negociación salarial (no hubo interrupciones formales de las negociaciones), hubo una notoria intervención *informal* que fue un factor importante en los resultados. Así, pese al mantenimiento de la formalidad, el régimen instalado desde 2015 convalidó una baja sustantiva del salario real (y de la participación de los salarios en el ingreso). Hubo una disminución de la cobertura<sup>26</sup>, una caída del número de convenios y acuerdos homologados y una injerencia *directa* del gobierno en las negociaciones para que los sindicatos disminuyan sus metas

<sup>26</sup> La reducción de la cobertura de la negociación colectiva alcanzó aproximadamente 180 mil puestos de trabajo registrados en el sector privado entre 2015 y 2019, y fue causada por el efecto combinado del aumento del desempleo, la reducción de tasa de asalarización, la expansión del empleo informal y la caída el empleo registrado privado (Pastrana & Trajtemberg, 2019).

salariales. Al mismo tiempo, hubo un aumento en la cantidad de negociaciones anuales y una mayor frecuencia en los incrementos salariales (estimulada por la pérdida de poder de compra).<sup>27</sup>

Esto revela que la política macroeconómica de Macri tuvo como foco principal a la cuestión distributiva, siendo la tasa de inflación un factor completamente *subordinado*. De facto, el medio para alcanzar el objetivo distributivo en una economía caracterizada por alta resistencia del salario real fue una casi permanente *aceleración* de la inflación, espoleada por las tarifas públicas y, muy especialmente, por el tipo de cambio.

Esta "propensión a la devaluación" de la *política* macroeconómica y la inestabilidad resultante, tuvo dos efectos: fortaleció la tendencia a la formación de activos externos y agudizó el proceso inflacionario y el conflicto distributivo. Tales tendencias interactuaron auto-reforzándose una a otra. La creciente formación de activos externos estimuló aún más la devaluación de la moneda, acelerando la inflación e intensificando el conflicto distributivo.<sup>28</sup> Luego, la exacerbación del conflicto, determinante de una elevado pass-through, llevaba a los empresarios a demandar del gobierno un nuevo ajuste del tipo de cambio, reiniciando el ciclo en una escala superior.

Por último, las transferencias de seguridad social (programas sociales y pensiones) describieron la misma trayectoria (ver Gráfico 8): el gasto real en estos rubros cae sin pausa hasta diciembre de 2016, se recupera y aumenta hasta final de 2017, y luego regresa a un sendero contractivo. Estos factores (masa salarial, transferencias sociales y gasto público (salarios) explicaron la débil dinámica del consumo privado.<sup>29</sup>

Un hecho notable es que el gobierno esperaba que, como resultado de sus políticas, se produjera un aumento significativo de la inversión privada, en particular de la afluencia de inversión extranjera directa (IED). Respecto de esta última variable, aunque creció ligeramente, se mantuvo bien por abajo del pico máximo del último gobierno kirchnerista registrado en 2012.

El gobierno incurrió en un error bastante generalizado al confundir conceptualmente la IED (una variable de la balanza de pagos) con la inversión doméstica en capital fijo y el crecimiento. El ingreso de IED es un factor exógeno que, desde el punto de vista macroeconómico, solo implica un aumento de las reservas internacionales del BCRA. Luego, el aumento de la inversión agregada en capital fijo (como veremos en seguida) debe forzosamente seguir el crecimiento de la demanda y por ende es una variable inducida. La IED puede o no tener conexión con la inversión doméstica (también puede tener que ver con decisiones de negocios de una transnacional a nivel mundial, o estar destinado a adquirir una empresa local, etc.). Por tanto, no existe ninguna asociación sistemática entre ambas variables.

La inversión privada (que era la variable "objetivo" del gobierno) disminuyó más que el PIB en la primera fase contractiva, aumentó en 2017, y registró un colapso desde 2018 (similar al de la crisis

---

<sup>27</sup> Pastrana y Trajtemberg (2019) muestran que en 2013, sólo el 8% de los convenios tenían 4 o más aumentos en el año. Ese porcentaje pasó a 24% en 2016. En 2018, el total de los convenios analizados tuvieron más de 4 aumentos en el año. Pese a ello, la caída de los salarios reales fue generalizada.

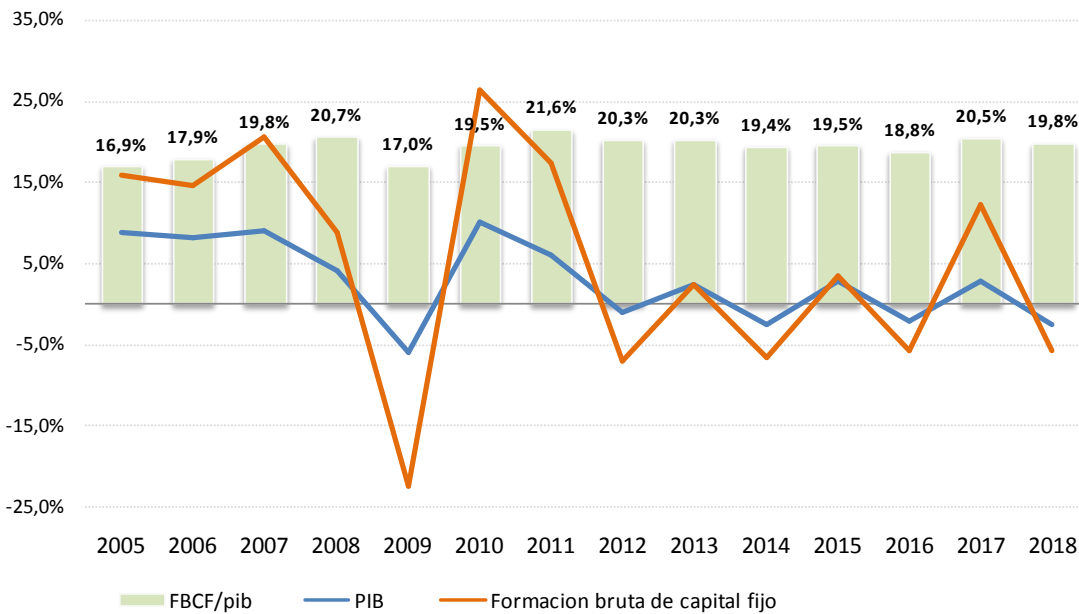
<sup>28</sup> "Si el análisis se concentra en los momentos de aceleración, se observa que el tipo de cambio parece ser el factor que más contribuyó a la variación de la inflación en las fases en que esta se aceleró en la Argentina, Brasil, México y Venezuela" (Trajtemberg et al, 2016:186).

<sup>29</sup> La dinámica del crédito en Argentina siguió siendo muy débil. Según el Banco Mundial, en 2017 el crédito doméstico al sector privado fue 16% del PIB en Argentina, mientras llega al 60% en Brasil y 112% en Chile.

internacional de 2009) que aún no se revierte. En verdad la inversión productiva privada es una variable *inducida* por el crecimiento de la demanda efectiva siguiendo el principio del acelerador flexible, hipótesis que cuenta con un amplio respaldo empírico.<sup>30</sup>

La razón básica es la necesidad de las empresas de ajustar el stock de capital a la tendencia de crecimiento de la demanda. Por esa razón, la inversión privada en equipo de capital siempre tiende a crecer *temporalmente* más que el resto de la demanda (y que el producto) cuando ésta da signos de crecimiento más sostenido (y a la inversa, a crecer temporalmente menos que la demanda cuando ésta se retrae). Este mecanismo permite que el grado de utilización de la capacidad productiva oscile dentro de una banda no muy amplia y de ese modo el propio producto potencial de la economía siga con amplitud la tendencia de crecimiento de la demanda efectiva agregada (Gráfico 10). Esta dinámica tiene la implicación de que la tasa de inversión es, en tendencia, una función positiva de la tasa de crecimiento del producto.

**Gráfico 10: PIB, inversión bruta en capital fijo y tasa de inversión (var% i.a. y %)**



Fuente: Indec.

<sup>30</sup> Para la evidencia econométrica sobre el acelerador de la inversión en Argentina ver Frenkel *et al* (1997) y Coremberg *et al* (2006). Los mismos resultados encuentra un reciente estudio de Unctad para seis países latinoamericanos entre 2005 y 2017, de los cuales, en tres de ellos (Argentina, Brasil y México) la dinámica de la inversión es ampliamente impulsada por el nivel de actividad y la demanda. Básicamente, para el conjunto de países de la muestra, un aumento de 1 punto porcentual en la tasa de crecimiento de la actividad económica da como resultado un aumento de 1,7 puntos porcentuales en la tasa de crecimiento de la inversión (Unctad, 2019, p.159).

En 2017 hubo una rápida recuperación de la inversión, con una suba en torno al 12%, llegando a una tasa de inversión que se aproximó al promedio de 2011-2015, es decir, 20,5% del PIB. Los tres años completos del gobierno de Macri (2016-2018) darían así una tasa media de inversión sobre PIB del 19,7% del PIB, incluso algo inferior al último periodo de gobierno de Cristina Kirchner (2011-2015), considerada una fase de estancamiento (20, 2% del PIB).

En la fase expansiva "electoral" la tasa de inversión registró uno de los valores más altos de la serie desde 2004. De hecho, el gobierno argumentó que el crecimiento estaba siendo "liderado" por la inversión privada y que la política económica estaba rindiendo los frutos esperados.<sup>31</sup> Pero esta afirmación es errónea tanto teórica como empíricamente. Desde el lado empírico, lo que debe evaluarse es el crecimiento *ponderado* de los componentes de la demanda agregada (y no solo su variación porcentual). Así, desde este punto de vista en 2017 la mayor contribución al aumento de la demanda agregada provino del consumo privado.<sup>32</sup> Sin embargo, ese aspecto es secundario. Desde el punto de vista macroeconómico la inversión (aún cuando crezca más que el consumo) solo puede ser una demanda *derivada*, y no puede crecer si no es justificada por el aumento de los gastos en bienes finales que no crean capacidad productiva (como el consumo, las exportaciones, el gasto público, entre otros). Así, el sendero de crecimiento *nunca puede ser liderado* por la inversión privada.<sup>33</sup>

Cabe entonces preguntarse cuáles fueron los factores que lideraron la fugaz recuperación de 2017. Si se observan las variables que inciden en el consumo privado, surge que el principal impulso provino de las transferencias sociales del gobierno (programas sociales y pensiones).

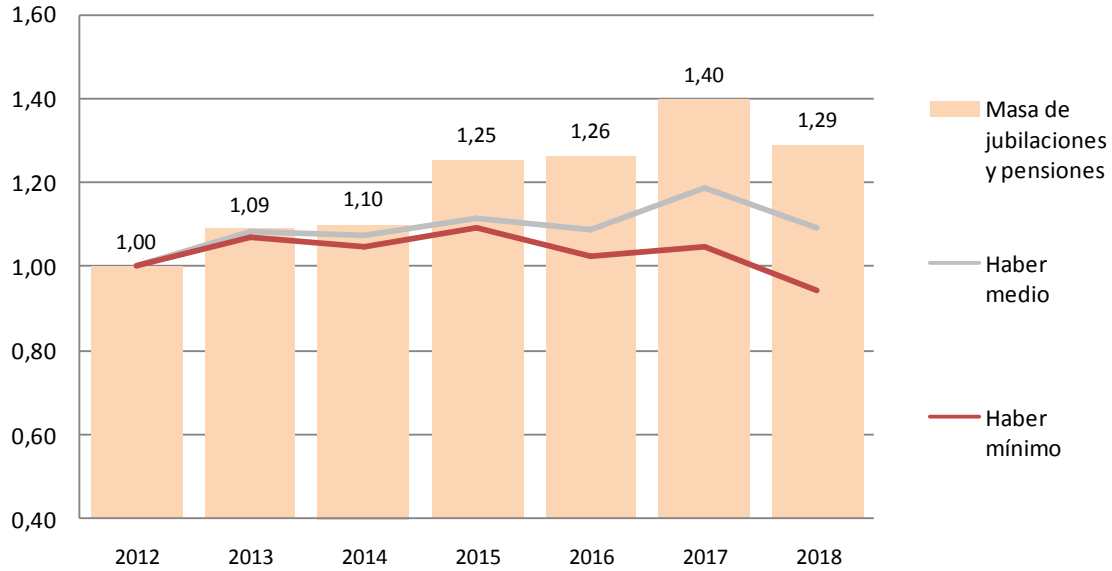
---

<sup>31</sup> “El crecimiento está liderado por la inversión y las exportaciones”, Entrevista a Luciano Cohan Subsecretario de Programación Macroeconómica, *El Economista*, 12 De Julio, 2017.

<sup>32</sup> Si se pondera por su incidencia en 2016, la contribución al crecimiento de la demanda agregada del consumo privado fue del 2,3%, del consumo público 0,3%, de las exportaciones apenas un 0,3% y de la inversión un 1,8%.

<sup>33</sup> Existe, sin embargo, una diferencia importante entre los efectos sobre el *nivel* de producto (por ejemplo, de la propensión a consumir) y sobre la *tasa de crecimiento* (dada por los gastos autónomos). Ver Freitas & Serrano (2015).

**Gráfico 11. Jubilaciones y pensiones**  
(en términos reales, 2012=1)

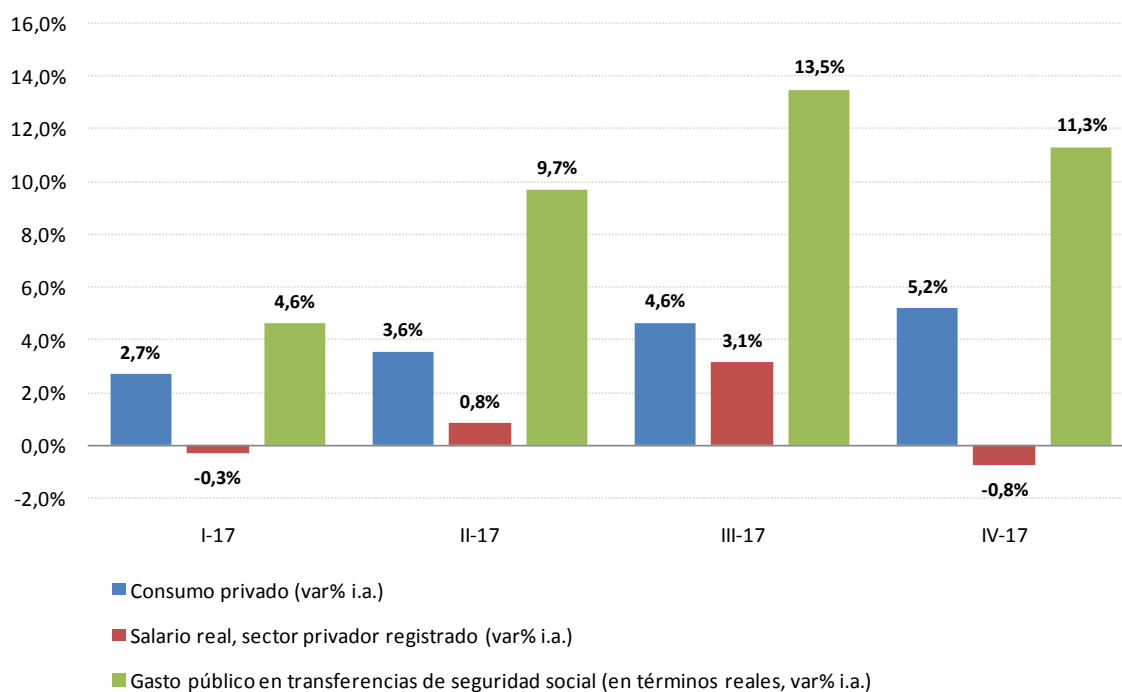


Fuente: Dirección de Programación Económica, sobre la base de datos de la ANSES.

En 2017, la masa de jubilaciones y pensiones aumentó un 11% en términos reales debido fundamentalmente a una suba del haber medio (+9%) y un aumento menor de la jubilación mínima (+3%). Luego, ambas magnitudes sufrirán una drástica caída al año siguiente, quedando al final de 2018 tanto el haber mínimo como el promedio por debajo de 2015 (Gráfico 11).

La pensión mínima, tras haber registrado caídas reales en torno al 11% en 2016, experimentó aumentos reales cercanos al 5% interanual hacia mediados de 2017. Algo similar (e incluso más intenso) ocurrió con los programas sociales. El impulso de los salarios reales del sector privado, en cambio, si bien fue positivo, fue mucho más limitado y lento (Gráfico 12). Obsérvese que el aumento del gasto real en transferencias sociales provino más de la desaceleración de la inflación que de una aceleración en el ritmo de aumento del gasto nominal, resultado fuertemente vinculado a la estabilidad del tipo de cambio nominal.

**Gráfico 12: Consumo privado, salarios reales y transferencias sociales**  
(en términos reales, var% i.a.)

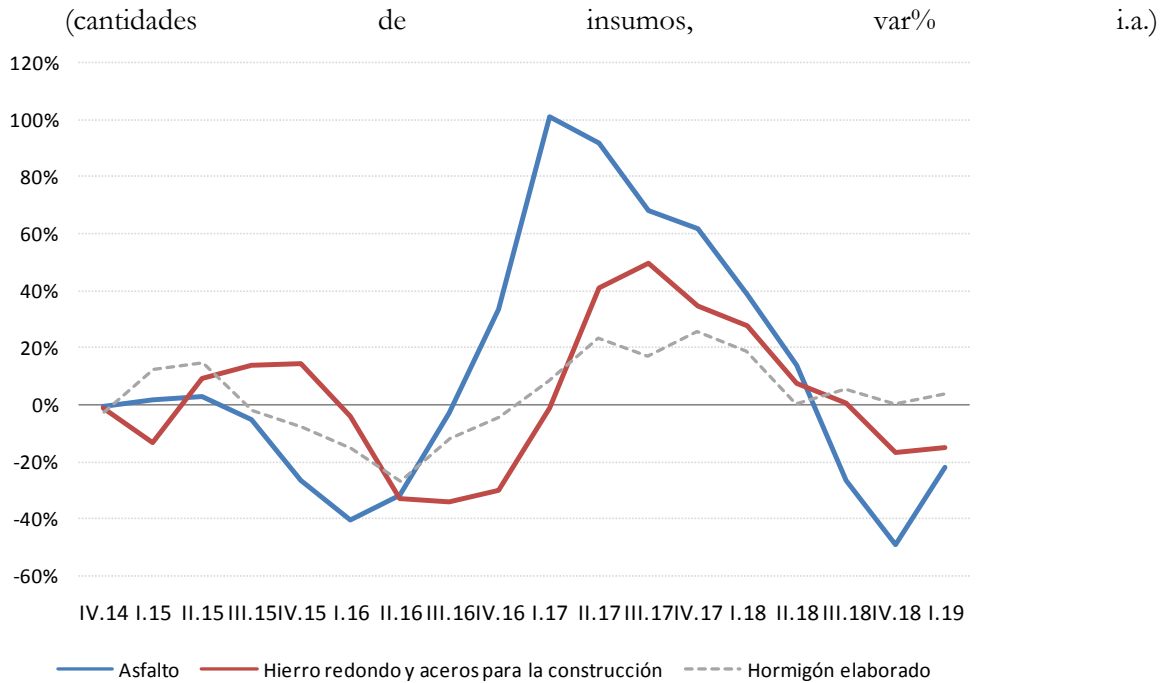


Fuente: Elaboración propia en base a Indec y Ministerio de Hacienda.

Otro factor significativo fue la rápida (e intensa) expansión del gasto público en construcciones e infraestructura (camino, viviendas, etc.). Es el ítem que más claramente exhibe la conexión entre la política fiscal y el ciclo electoral. Los indicadores de insumos para la construcción revelan inequívocamente un salto expansivo entre fines de 2016 y comienzos de 2017 que, en el caso de algunos insumos (como asfalto) llegó al 100% de expansión anual (Gráfico 13) y que están indisolublemente ligados al gasto público.

Para evaluar la magnitud del aumento del gasto y la importancia asignada a las elecciones de medio término, basta notar que en 2015 (el año de las estratégicas elecciones nacionales) el ritmo de crecimiento del gasto no llegó nunca al umbral del 20% de aumento anual.

**Gráfico 13: Indicadores de la actividad de la construcción**



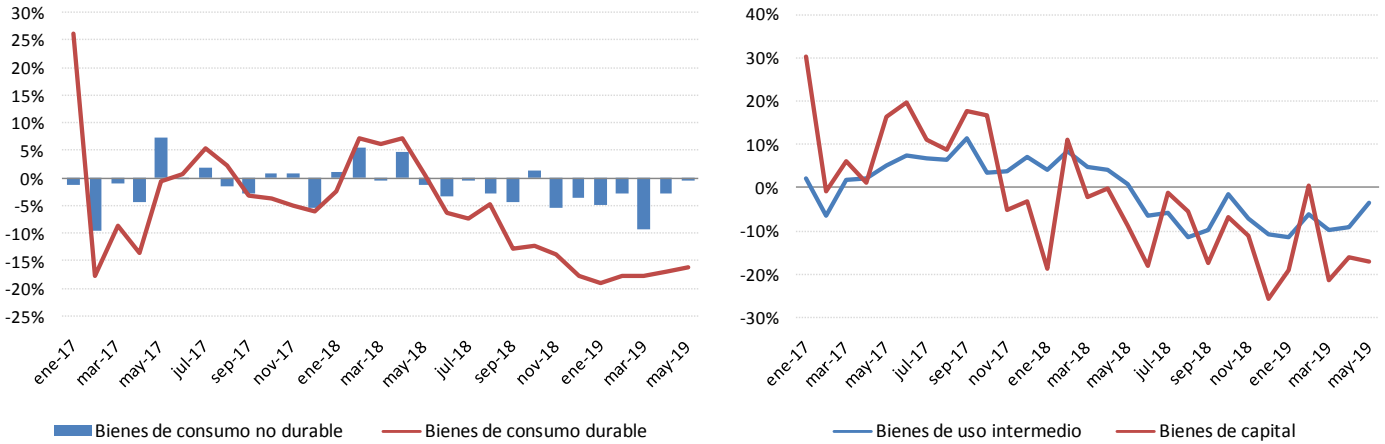
La casi totalidad del fuerte despegue de la construcción en 2017 provino del sector público y solo tardíamente (y en una medida mucho menor) se sumó la construcción privada.<sup>34</sup> Esta expansión de la actividad de la construcción implicó una fuerte demanda hacia la industria, en particular sobre aquellas ramas de bienes intermedios que producen bienes relacionados con la construcción (como el sector de metales básicos y el de minerales no metálicos, entre otros). Enseguida, esa expansión fue aumentando los grados de utilización de la capacidad en el conjunto de la industria, aunque fuertemente apoyada en las ramas de bienes intermedios, y comenzó a estimular la inversión en capacidad productiva. El aumento de la inversión, a su vez, disparó parcialmente las importaciones, pero también constituyó una nueva demanda (inducida por la expansión) sobre la propia industria para producir los bienes de capital.

Por estos motivos, en 2017 tuvo lugar una de las primera expansiones en muchos años donde la mejora asalariada (y por ende la demanda de bienes de consumo) fue un factor de segundo orden en la recuperación (Gráfico 14).

<sup>34</sup> <https://www.cronista.com/economiapolitica/La-construccion-privada-toma-ritmo-pero-aun-esta-lejos-del-periodo-201115-20170808-0051.html>



**Gráfico 14: Producción industrial por tipo de bienes**  
(var<sup>0</sup>% i.a.)



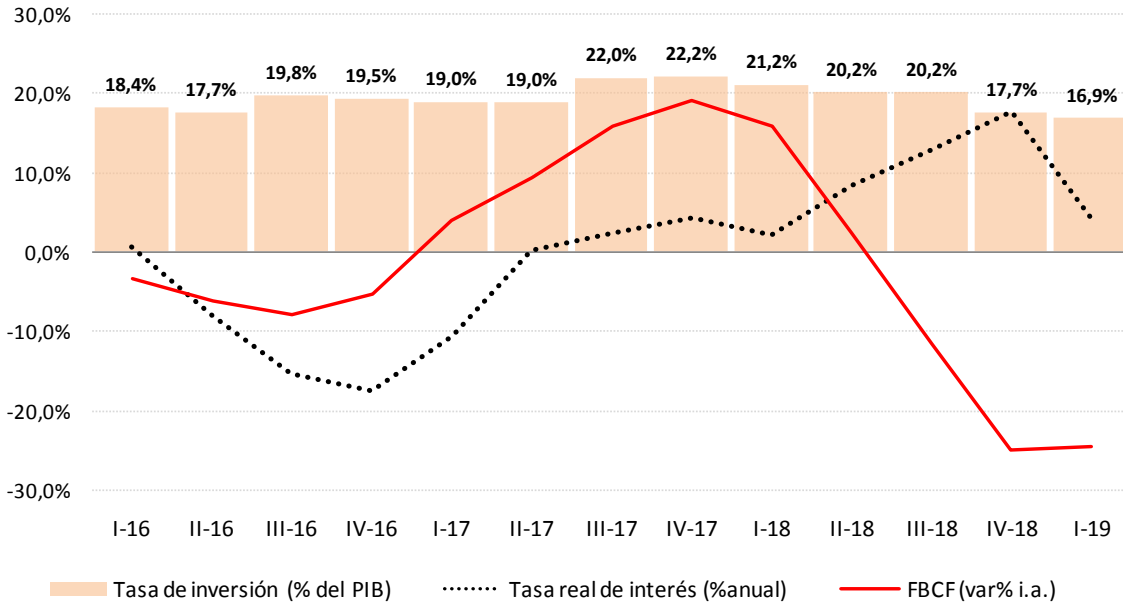
Fuente: Fiel.

El resultado global de 2017 fue totalmente paradójico en el marco de la visión oficial. La economía creció, pero lo hizo por razones exactamente *opuestas* a las postuladas por el gobierno. El nivel de actividad aumentó sobre la base del gasto público social y la inversión pública, sumado a alguna mejora de los salarios reales, de modo muy similar a lo ocurrido bajo los gobiernos kirchneristas.

Y no solo eso: fue el único período en todo el gobierno de Macri en que la inversión privada aumentó. Claramente fue resultado del estímulo del gasto público social, las obras públicas y la mejora de los salarios, incluso en un contexto de *aumento* de la tasa de interés real (Gráfico 15), lo que desmiente que el colapso posterior de la inversión pueda ser atribuido al nivel de las tasas de interés.<sup>35</sup>

<sup>35</sup> Sobre la irrelevancia de las tasas de interés y del volumen de crédito como factores explicativos de la inversión privada en Argentina puede verse el estudio econométrico de Coremberg *et al* (2006). Para la fundamentación teórica acerca de la inexistencia de una relación sistemática entre inversión y tasas de interés, véase Petri (1997).

Gráfico 15: Tasa real de interés y formación bruta de capital fijo (FBCF)

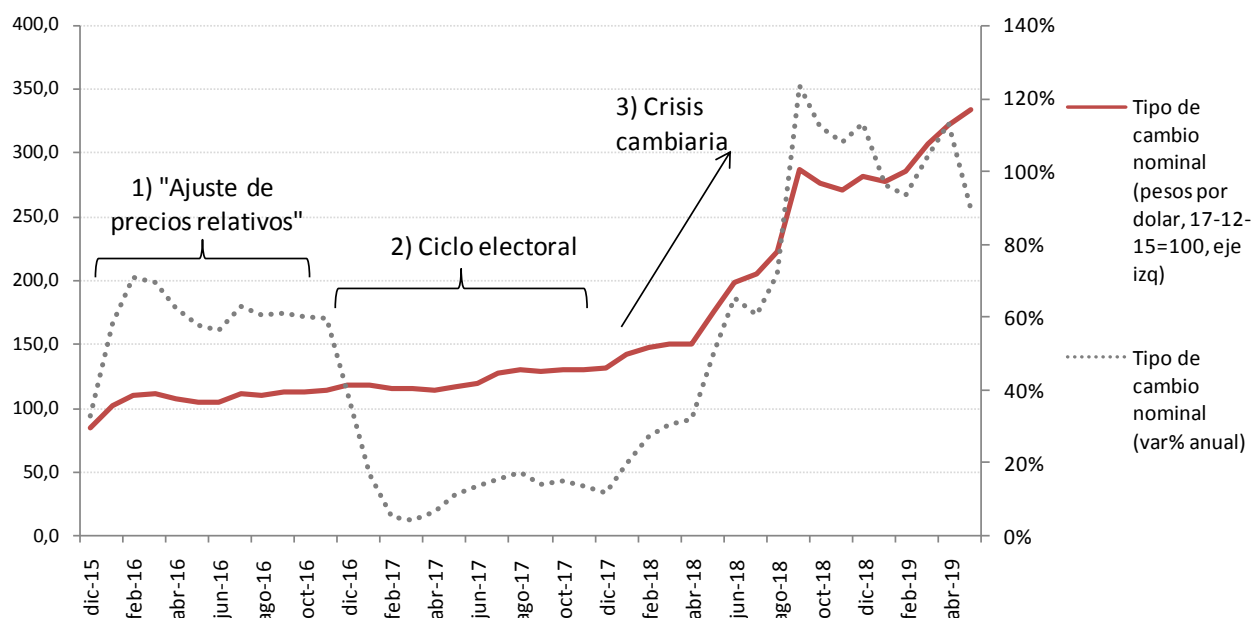


Fuente: BCRA e Indec.

En ese marco, el gobierno anunció en diciembre de 2017 el cambio de las metas de inflación, consistente en una tasa de interés más baja y un tipo de cambio más alto. Este movimiento es la raíz de la crisis cambiaria e inicia un sendero creciente del tipo de cambio que se transformará en una inusitada corrida contra el peso desde mayo de ese año (Gráfico 16).

La irrupción de la fase de crisis tiene relación directa con este manejo de la política monetaria y cambiaria, aunque tal cambio se relaciona muy estrechamente con las restricciones que impone el conflicto distributivo.

Gráfico 16: Tipo de cambio nominal



Fuente: BCRA.

Del acuerdo con el FMI se impuso una política fuertemente contraccionista, incorporando una meta de eliminación del déficit fiscal primario en 2019 ("déficit cero"). Pero el acuerdo potenció la inestabilidad ya que el gobierno se comprometió a mantener "un tipo de cambio flexible y determinado por el mercado", limitando las intervenciones del BCRA a períodos en los que se detecte "una clara disfunción del mercado" (FMI, 2018b). El FMI consideraba que la corrida contra el peso era un síntoma del desequilibrio interno (fiscal) que se traducía en más déficit externo y endeudamiento. El ajuste fiscal y cambiario corregirían las cosas.<sup>36</sup>

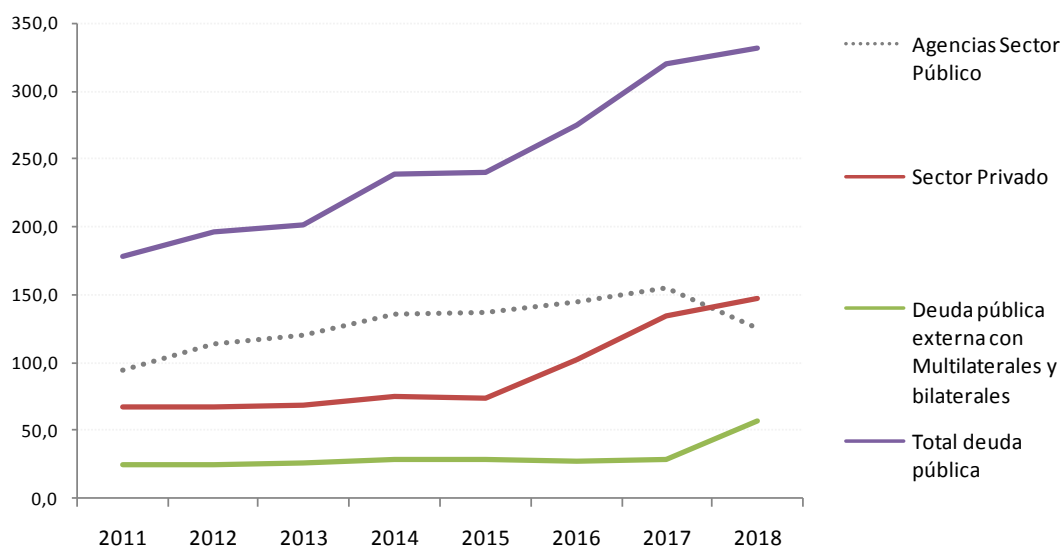
Poco después, el Fondo autorizó al BCRA a vender hasta 9.600 millones de dólares de reservas para respaldar el tipo de cambio. Pero el banco central seguía privado de la utilización discrecional de todos los instrumentos disponibles para contener la presión.<sup>37</sup> En ese contexto, el ritmo de

<sup>36</sup> El punto fundamental es que el tipo de cambio se determina como el precio de un activo *sujeto a especulación* y es decisiva la política del banco central en la construcción de las expectativas. Si el BCRA (inhibido para intervenir) y el FMI anuncian que el tipo de cambio es "determinado por el mercado" cuando existen fuertes expectativas de devaluación, es inevitable un recrudecimiento de la dolarización.

<sup>37</sup> Además, tras la firma del acuerdo, el propio FMI en sus documentos sostenía que la deuda de Argentina "sigue siendo sostenible, pero no con una alta probabilidad" (FMI, 2018b, énfasis propio).

endeudamiento externo se aceleró notablemente y, ante el empeoramiento de las condiciones de sustentabilidad, se convirtió en *un factor autónomo* de impulso a la dolarización y exacerbación de la crisis (Gráfico 17).

**Gráfico 17: Deuda pública total**  
(miles de millones de u\$s)



Fuente: Elaborado en base a Ministerio de Hacienda y Finanzas.

El rasgo más notable es que, al tiempo que disminuía el peso de la deuda pública intraestatal (donde el default es técnicamente imposible), el endeudamiento público en moneda extranjera con el mercado privado prácticamente se multiplicó por dos en menos de tres años (UMET, 2019). La carga de la deuda externa se tornó más gravosa aún dado el lento crecimiento de las exportaciones desde 2015, pese a la vigencia de una tipo de cambio real más alto.

Este exceso de deuda es un rasgo específico de Argentina y no tiene paralelo en la región.<sup>38</sup> También revela lo erróneo que puede ser utilizar como indicador de sustentabilidad la relación deuda pública / PIB. Pese a la confusión reinante, los agentes de mercado parecen distinguir muy bien dónde radica la verdadera sustentabilidad. Si uno compara el ratio deuda pública respecto del producto en los países de la región (incluyendo a los más endeudados), no parece que la situación de Argentina sea especialmente complicada (gráfico 18a).

<sup>38</sup> Un estudio del BIS (Mícić, 2017) observó a fines de 2016 que la deuda pública de los países emergentes era *más del doble* que en 2007, pero que su *composición* había cambiado significativamente. Los préstamos se realizaban principalmente en *moneda doméstica*, mientras la participación de los bonos públicos denominados en moneda extranjera era *mínima* en la mayoría de los casos. Argentina es la única excepción a este patrón.

Gráfico 18a) Deuda pública/PIB (%)

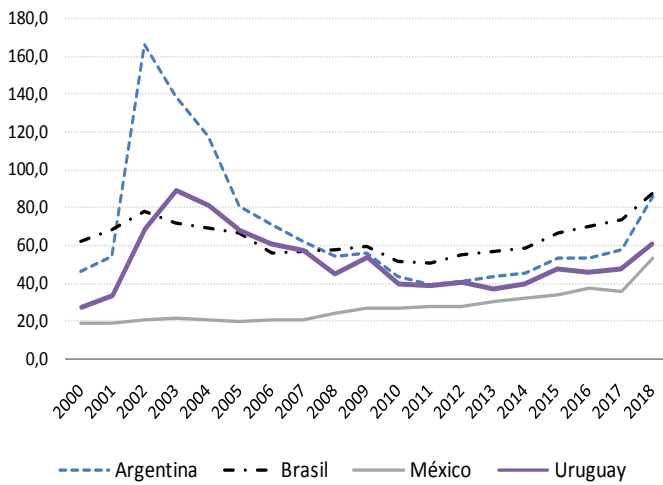
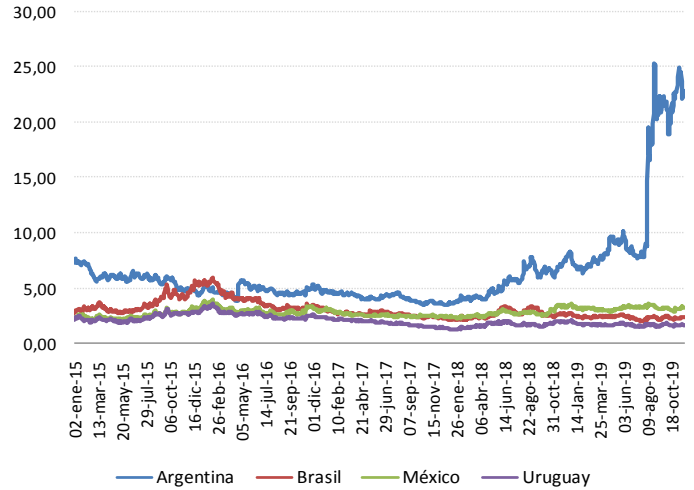


Gráfico 18b) Riesgo País EMBI

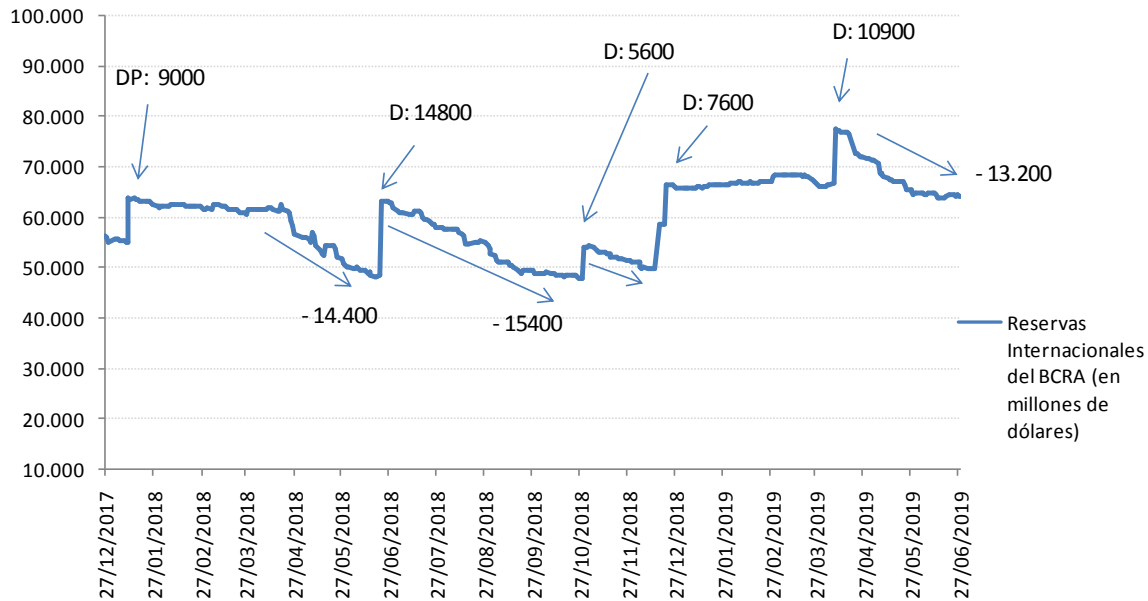


Fuente: CepalStat y JP Morgan.

Varios de países de la región han registrados aumentos significativos del ratio deuda/PIB. En particular, Brasil tuvo una relación deuda/producto sustancialmente más alta que Argentina y actualmente muestra un nivel similar. Sin embargo, la prima de riesgo soberano era sustancialmente más baja en todos esos países en relación a Argentina (Gráfico18b). La diferencia crucial reside en que el acelerado endeudamiento de Argentina tuvo lugar mayormente en moneda extranjera. Este tipo de "exceso" de deuda encierra un verdadero riesgo de default del cual están exentos los otros países (y el mercado lo sabe).

Con el banco central inhibido por el acuerdo con el FMI para utilizar plenamente sus instrumentos de intervención, la crisis continuó con una imparable escalada del tipo de cambio, y con el BCRA corriendo por detrás de los acontecimientos, subiendo las tasas de interés y perdiendo buena parte de las reservas internacionales acumuladas en base a préstamos del propio FMI (Gráfico 19).

**Gráfico 19: Asistencia financiera del FMI y dinámica de las reservas internacionales, 2018-2019**



Fuente: Elaborado en base a datos del BCRA.

Nota: DP: es la última emisión de deuda en el mercado privado. D: es cada desembolso del FMI. Las cifras con al final de cada flecha indican la disminución de reservas en cada período.

A fines de setiembre comenzó un proceso de relativa estabilización, debido a la parcial reestructuración del acuerdo con el FMI. La fase de estabilidad comenzó a fines de abril de 2019 y se extendió hasta julio (incluso se registró una leve apreciación nominal). A comienzos de agosto, cuando se acercaban las elecciones primarias, la presión cambiaria regresó. Al día siguiente de las elecciones, donde la oposición obtuvo una victoria aplastante, el tipo de cambio nominal aumentó 33% en apenas tres días frente a la inacción del gobierno y del BCRA.<sup>39</sup>

El gobierno dispuso un control de cambios y reestructuró unilateralmente los plazos de pago de la deuda de corto plazo del gobierno, *tanto* en pesos como en dólares. Tras las elecciones generales de

<sup>39</sup> Insólitamente, al día siguiente de las elecciones primarias, Mauricio Macri sostuvo que la devaluación era una respuesta del mercado al hecho de que los electores habían votado mayoritariamente a la oposición.

octubre, con la derrota en primera vuelta, el gobierno extremó el control cambiario hasta niveles más rígidos que los aplicados en el último gobierno kirchnerista.

Según Marichal, la prensa y los analistas internacionales no cayeron en la cuenta de la gravedad de la situación cuando la crisis ya estaba avanzada y el endeudamiento era muy alto. Además, el tipo de acuerdo (y de préstamo) que el FMI firmó con Argentina eran cosa del pasado para el resto de la región.<sup>40</sup> Antes, los préstamos del FMI tenían lugar *después* de la crisis, mientras en Argentina el rescate se producía en el intento de evitar la crisis. La actitud del FMI tuvo estrecha relación con la política de Estados Unidos hacia Argentina, y en particular hacia el gobierno de Macri. Así, "desde el advenimiento de la democracia en 1983 y la reforma constitucional de 1994, ningún presidente había contado con tanto apoyo político en Estados Unidos para ser reelecto como Mauricio Macri" (Tokatlian, 2019).<sup>41</sup>

En suma, en solo cinco meses (desde finales de abril hasta fines de setiembre de 2018) el tipo de cambio nominal había aumentado 100%. En el transcurso de la crisis cambiaria, la salida de divisas y la dolarización prácticamente consumieron el total del préstamo del FMI, en un contexto de abrupta contracción del nivel de actividad y de las importaciones.

Los resultados macroeconómicos globales revelan un fracaso completo de la visión del gobierno. Se suponía que los motores del crecimiento debían ser la inversión privada y las exportaciones. El aumento del ahorro agregado era la condición para posibilitar la suba de la inversión, con lo cual debía verificarse una relación negativa entre consumo e inversión (ya que el consumo debía crecer más tarde y *después* que la inversión).

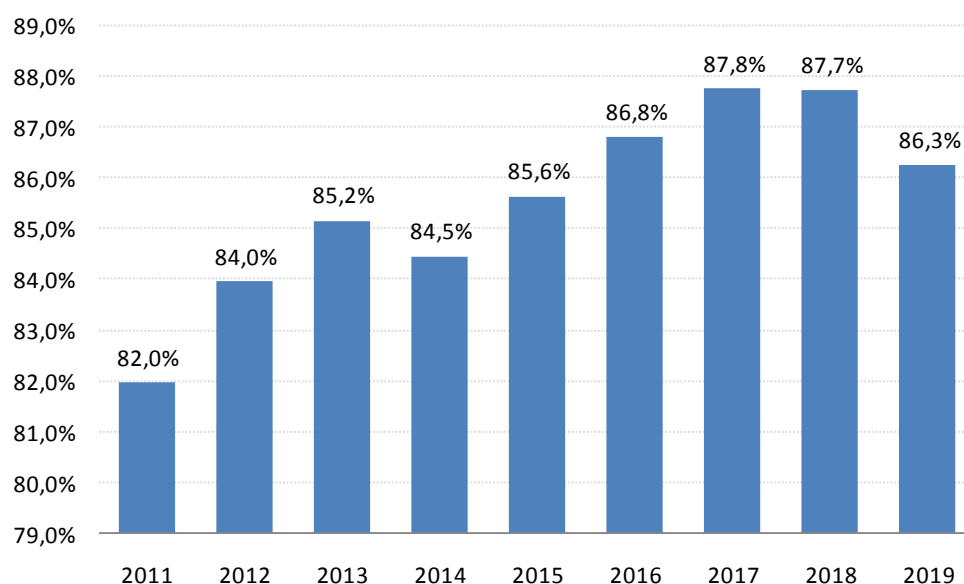
Sin embargo, en una economía monetaria, como el ingreso total es determinado por el gasto total (demanda), la reducción del consumo no puede aumentar el ahorro agregado. Por caso, la tasa de ahorro en el lapso 2003-2008 fue una de las más altas de los últimos treinta años, aunque en ese periodo el consumo real crecía a tasas mucho más elevadas que las actuales. Incluso entre 2011-2015 la tasa de ahorro interno bruto es en promedio más alta que en el periodo 2015-2019. Pero el nivel del consumo agregado era en 2019 *menor* que en 2015. Como derivación forzosa, el consumo aumenta su peso sobre el PIB (lo contrario de lo buscado por el gobierno).

---

<sup>40</sup> "Carlos Marichal: Asombra la apuesta que hizo Christine Lagarde en la Argentina", El Cronista, 2 de Mayo de 2019.

<sup>41</sup> Tokatlian señala que el 90% de la inversión china en Latinoamérica se concentra en Brasil, Venezuela, Argentina y Ecuador, y que "la Argentina es el único país en que China ha establecido una estación satelital como parte de la red de espacio profundo que Beijing ha desarrollado en su propio territorio" (Tokatlian, 2019).

Gráfico 19: Consumo total (público y privado) (% del Pib)



Fuente: Ministerio de Hacienda.

#### 4. Observaciones finales

Toda la etapa 2015-2019, que el presidente Macri se animó a denominar como de "crecimiento invisible", dejó como resultado que el PIB argentino en 2019 será alrededor de 5% menor al de 2015. Según datos del BCRA, el tipo de cambio real (promedio mensual) en noviembre de 2019 fue 47% más alto que en diciembre de 2015, mientras los salarios reales del sector privado registrado cayeron cerca de 11% en el mismo lapso. La tasa de inflación promedio del periodo 2016-2019 fue cercana al 40% anual, mientras en el último tramo de la fase "populista" (2011-2015), supuestamente caracterizado por el "descontrol fiscal" y la "emisión desenfrenada", la inflación promedio de cada año fue 25%. Finalmente, el PIB por habitante en 2018 resultó 5% inferior al de 2015, 7,7% inferior al máximo de 2011 y casi 2% menor al de 2008. En ese lapso de evidente retroceso económico y social, la deuda pública en moneda extranjera se multiplicó más que por dos.

Paradójicamente, el endeudamiento no fue destinado a sostener un ciclo de crecimiento financiando el resultante déficit de cuenta corriente. Tampoco se utilizó para sustituir importaciones, o realizar obras de infraestructura. Más bien, sirvió para sostener un esquema de políticas contractivas y terminó financiando la fuga de divisas.

Siguiendo el epígrafe de este artículo, el gobierno nunca discriminó el endeudamiento en moneda doméstica de la deuda en dólares. Tampoco pudo diferenciar una mejora de los términos de intercambio del endeudamiento externo: "Así como los Kirchner tuvieron nueve años seguidos de súper precio de commodities, el gradualismo corre con la ventaja del endeudamiento..." (Dujovne).



Pero mientras los Kirchner usaban los términos de intercambio para promover el crecimiento, el gobierno de Macri utilizó el endeudamiento para simplemente financiar la fuga de capitales mientras el PIB per cápita retrocedía de manera alarmante. Hubo una deuda enorme, como en la peor caricatura populista, pero sin "fiesta" populista alguna.

Finalmente, queremos subrayar dos observaciones con importantes implicaciones sobre la política económica. En primer lugar, queda evidenciado una vez más que el sector privado no puede, por su propia naturaleza, liderar ningún proceso de crecimiento sostenido. Análogamente, ni la inversión privada ni las exportaciones pueden liderar el crecimiento del producto. La inversión privada no puede hacerlo porque es una demanda derivada y por tanto una variable *inducida* por el propio nivel de actividad. En pocas palabras, depende del crecimiento (más que a la inversa). Las exportaciones tienen una importancia estratégica (así como la sustitución de importaciones) porque son el aporte genuino de divisas que se requiere para financiar el crecimiento de los gastos domésticos. Pero su aporte por el lado de la demanda agregada, el producto y el empleo es insuficiente para asegurar un crecimiento mínimamente aceptable tanto económica como socialmente.<sup>42</sup>

El crecimiento de la economía argentina, incluso si la principal restricción es la disponibilidad de divisas, depende orgánicamente de la expansión de la demanda interna (gasto público, transferencias sociales, salarios reales). Es una característica *estructural*, y no una opción de política ("populista" o como se la quiera denominar). Simplemente, dado su tamaño, Argentina no puede crecer de otro modo.<sup>43</sup>

En segundo lugar, es importante comprender las implicaciones *específicas* del endeudamiento argentino reciente. Como se ha mencionado, el ratio deuda pública / PIB es un indicador completamente inexacto para medir la sustentabilidad del endeudamiento. Ciertamente, muchos analistas, aunque admiten que un gobierno no puede quebrar en su propia moneda, sostienen que el mercado y las calificadoras de riesgo observan el ratio deuda pública / PIB como un indicador clave. Pero como se mostró previamente, eso es equivocado: el caso argentino es "juzgado" por los mercados, los inversores y los analistas como un caso de default, mientras nada de eso ocurre en los casos de Uruguay, Brasil o México (que tienen ratios deuda/PIB similares al de Argentina).

Esos países tienen sus deudas denominadas en monedas domésticas y hasta el agente más ortodoxo sabe que ningún país puede quebrar en su propia moneda. Pero Argentina tiene cerca del 70% de su deuda pública en moneda extranjera.

---

<sup>42</sup> Confundido con el rol estratégico que tienen las exportaciones en la provisión de divisas, la dimensión estructural del gasto interno para el crecimiento argentino se pierde completamente de vista en las visiones donde el tipo de cambio real "competitivo" es el "factor clave" (y excluyente) del crecimiento como, por ejemplo, en Brest López, García Díaz & Rapetti (2019). Para los autores existirían tres "modelos de desarrollo" alternativos: "mercado-internista", basado en recursos naturales y un modelo de "desarrollo diversificado" (defendido como el mejor). En verdad, como decía Diamand: "En la Argentina de hoy más que nunca, cuando la gran mayoría de las actividades del país están volcadas hacia el consumo interno, el papel de las exportaciones *no es reemplazar este consumo sino proveer 'combustible' necesario para que pueda mantenerse y crecer*" (Chumbita, 1989, énfasis agregado).

<sup>43</sup> Un indicador del papel crucial del gobierno en el impulso de la demanda y del nivel de actividad es el hecho de que el total de empleados públicos sumado a los beneficiarios de jubilaciones y pensiones (*sin* incluir los programas sociales) equivale al 50% del total de perceptores de ingresos (asalariados) de toda la economía.

Este análisis tiene la implicación de que para mejorar la sustentabilidad de la deuda no es importante reducir el *nivel* del ratio deuda pública/PIB, sino *cambiar la composición* de la deuda pública: más deuda pública en moneda doméstica, y menos deuda en moneda extranjera. De facto, el problema no es tener déficit fiscal (algo natural en un contexto recesivo), sino tomar deuda en moneda extranjera para "financiarlo" (Vernengo, 2019). Además, el uso de instrumentos de deuda en moneda doméstica implicaría brindar un activo de inversión en moneda local con una rentabilidad adecuada para constituirse en una alternativa a la dolarización de los portafolios. En síntesis, tratar de que en este aspecto Argentina vuelva a parecerse a sus vecinos latinoamericanos.

### **Referencias:**

Abeles, M., Amarante, V. & Vega, D. (2014). The earnings share of total income in Latin America, 1990-2010, Cepal Revista, 114, diciembre de 2014.

Amico, F. & Fiorito, A. (2018). Inflación, crecimiento y balanza de pagos: el rol del tipo de cambio real, incluido en *Discusiones sobre el tipo de cambio. El eterno retorno de lo mismo*, Florencia Médici, Editora, Universidad Nacional de Moreno, Enero de 2018.

Amico, F. (2013). Crecimiento, distribución y restricción externa en Argentina, Circus, Revista argentina de economía, N°5, Otoño de 2013.

Amico, F. (2016). Metas de inflación, restricción externa y conflicto distributivo en Argentina, *Excedente*, Grupo de Economía Política IE-UFRJ, Marzo de 2016.

Amico, F. (2019). Ciclos de crecimiento y dependencia tecnológico-financiera: tras la huella de Prebisch, Revista de Economía Contemporánea, UFRJ, Rio de Janeiro, agosto- setiembre de 2019 (forthcoming).

Barbosa-Filho, N. (2008). "Inflation Targeting in Brazil: 1999-2006", International Review of Applied Economics, 22 (2008), 2, 187-200.

Bougrine, H. (2000). Fiscal policy and the current crisis: are budget deficits a cause, a consequence or a remedy, in *The Economics of Public Spending Debts, Deficits and Economic Performance*, Hassan Bougrine (Ed), Edward Elgar Pub.

Brest López, C., García Díaz, F. & Rapetti, M. (2019). El desafío exportador de Argentina, CIPPEC, documento de trabajo n°190, diciembre de 2019.

Cepal (2017). Estudio Económico de América Latina y el Caribe, (LC/PUB.2017/17-P), Santiago.

Cepal 2017 La dinámica del ciclo económico actual y los desafíos de política para dinamizar la inversión y el crecimiento S1700700.

Cetrángolo, O. & Folgar, J. (2016). "Los problemas de medición del déficit: ¿Cuál será la magnitud del desafío fiscal?", Alquimias Económicas, 2016.

Chang, R. (2007): Inflation Targeting, Reserves Accumulation, and Exchange Rate Management in Latin America, Rutgers University/ National Bureau of Economic Research, octubre.

Chumbita, H. (1989) "¿El último empresario nacional? (Crítica y alternativa al liberalismo económico)". Entrevista a Marcelo Diamand, Revista Unidos n° 20, abril.

Coremberg, A., Marotte, B., Rubini, H. & Tisocco, D. (2006). "Inversión privada en Argentina (1950-2000)", Academia Nacional de Ciencias de la Empresa, Centro de Estudios Avanzados, UADE, Buenos Aires, Julio de 2006.

Cruces, G., Galiani, S. & Kidyba, S. (2010). Payroll Taxes, Wages and Employment: Identification through Policy Changes, Documento de Trabajo Nro. 93, Enero, 2010, Centro de Estudios Distributivos, Laborales y Sociales, Universidad Nacional de La Plata.

Diamand, M. (1985). "El péndulo argentino: ¿Hasta cuándo?", Revista Argentina de Política Económica y Social n° 4, Instituto de Política Económica y Social, Buenos Aires, pp.93-134.

Fanelli, J. & Albrieu, R. (2011). "Fluctuaciones macroeconómicas y crecimiento en Argentina: una visión de largo plazo", incluido en *La Argentina del largo plazo: crecimiento, fluctuaciones y cambio estructural*, Editores Mercado, R., Kosacoff, B. & Porta, F. PNUD, Argentina.

Fernández, A. & González, M. (2017). Evolución del empleo público y sus formas de contratación, 4to Congreso de Economía Política CCC-UNQ, octubre de 2017.

Ferreres, O. (2019). ¿Cuánto gastamos en el Estado consolidado?, La Nación, 5 de diciembre de 2019 (<https://www.lanacion.com.ar/opinion/cuanto-gastamos-estado-consolidado-nid22016831/3>).

FMI (2010). Dollarization Declines in Latin America, FINANCE & DEVELOPMENT, March 2010, Volume 47, Number 1.

FMI (2018a). FMI Executive Board Approves US\$50 Billion Stand-By Arrangement for Argentina, June 20, 2018 (<https://www.FMI.org/en/News/Articles/2018/06/20/pr18245-argentina-FMI-executive-board-approves-us50-billion-stand-by-arrangement>).

FMI (2018b). Argentina : Second Review under the Stand-By Arrangement; Financing Assurances Review; and Request for Modification of Performance Criterion, and Staff Report, International Monetary Fund. Western Hemisphere Dept. December 19, 2018 (<https://www.FMI.org/en/Publications/CR/Issues/2018/12/19/Argentina-Second-Review-under-the-Stand-By-Arrangement-Financing-Assurances-Review-and-46485>).

Freitas, F. & Serrano, F. (2015). Growth Rate and Level Effects, the Stability of the Adjustment of Capacity to Demand and the Sraffian Supermultiplier, Review of Political Economy, 27:3, 258-281.

Frenkel, F. & Rapetti, M. (2011). Fragilidad externa o desindustrialización: ¿Cuál es la principal amenaza para América Latina en la próxima década?, Cepal, División de Desarrollo Económico, Santiago, noviembre de 2011.

Frenkel, R. & Friedheim, D. (2017). Inflation in Argentina during the 2000s, Journal of Post Keynesian Economics, DOI: 10.1080/01603477.2016.1273071;

Frenkel, R. (2008). "Tipo de cambio real competitivo, inflación y política monetaria", Revista de la Cepal 96, diciembre de 2008.

Frenkel, R. (2012). Lecciones de política macroeconómica para el desarrollo, a la luz de la experiencia del pasado decenio, EL TRIMESTRE ECONÓMICO, vol. LXXIX (1), núm. 313, enero-marzo de 2012, pp. 5-49.

Frenkel, R., Fanelli, J. & Bonvecchi, C. (1997). Movimientos de capital y comportamiento de la inversión en Argentina, incluido en Flujos de capital e inversión productiva: lecciones para América Latina, Ricardo Ffrench-Davis y Helmut Reisen, compiladores, págs. 43-78, OECD, 1997.

Galindo, L. & Ros, J. (2008). "Alternatives to inflation targeting in Mexico", International Review of Applied Economics, 22 (2008), 2, 201-214.

Garegnani, P. (1979). Notes on consumption, investment and effective demand: II, reprinted from Cambridge Journal of Economics 1979, 3, 63-82.

Garrido, V. & Serrano, F. (2018) "Demanda efetiva no longo prazo e no processo de acumulação: o debate sraffiano a partir do projeto de Garegnani(1962)", Economia e Sociedade, v. 27, n. 2 (2018).

Guzman, M. & Stiglitz, J. (2018), The Roots of Argentina's Surprise Crisis, Project Syndicate, Jun 5, 2018.

ITE (2017). ¿Cuál es el déficit fiscal?, Instituto de Trabajo y Economía, Fundación Germán Abdala, 16 Septiembre, 2017.

ITE (2018). El trilema de las metas de inflación, Instituto de Trabajo y Economía, Fundación Germán Abdala, abril de 2018.

Kalecki, M. (1943). Political Aspects of Full Employment, Political Quarterly, Volume14, Issue4, October 1943, p. 322-330.

Kennedy, D., L. Pacífico,, y M. A. Sánchez (2018). "La masa salarial y su composición según el vínculo laboral. Argentina. 1993-2017. Propuesta de estimación en el marco de la base 2004 (2005-2015) y empalme con la base 1993", Documento de Trabajo N° 24, CEPED - UBA, Buenos Aires.

Kiguel, M. & O'Connell, S. (1995). Parallel exchange rates in developing countries, The World Bank Research Observer, vol. 10, no. 1 (February 1995), pp. 21-52.

Maurizio, R. (2014). El impacto distributivo del salario mínimo en la Argentina, el Brasil, Chile y el Uruguay, CEPAL, Serie Políticas Sociales 194, mayo de 2014.

Medeiros, C. & Serrano, F. (1999). "Padrões monetários internacionais e crescimento". In: J. L. Fiori, Estados e moedas no desenvolvimento das nações. Petrópolis: Vozes, 1999.

Pastrana, F. & Trajtemberg, D. (2019). La negociación colectiva en tensión. Salario real y crisis en Argentina, Sexto Congreso de Economía Política, Departamento de Economía Política del Centro Cultural de la Cooperación, Universidad Nacional de Quilmes, 8 y 9 de octubre de 2019.

Petri, F. (1997). On the theory of Aggregate Investment as a Function of the Rate of Interest, *Quaderni del Dipartimento di Economia Politica*, n. 215, Università degli Studi di Siena.

Rapoza, K. (2018). It Might Be Time To Get Out Of Argentina, *Forbes*, May 3, 2018 (<https://www.forbes.com/sites/kenrapoza/2018/05/03/it-might-be-time-to-get-out-of-argentina/#232f50b76ad2>).

Romer, D. (2000). Keynesian Macroeconomics without the LM Curve, *Journal of Economic Perspectives*—Volume 14, Number 2—Spring 2000—Pages 149–169.

Ros, J. (1989). “On inertia, social conflict, and the structuralist analysis of inflation”. WIDER, Working Paper 128, 1989.

Serrano, F. & Summa, R. (2011). Macroeconomic Policy, Growth and Income Distribution in the Brazilian Economy in the 2000s, Center for Economic and Policy Research, Junio de 2011.

Serrano, F. & Summa, R. (2015). Mundell–Fleming without the LM curve: the exogenous interest rate in an open economy, *Review of Keynesian Economics*, Vol. 3 No. 2, Summer 2015, pp. 248–268.

Serrano, F. & Summa, R. (2018). Conflito distributivo e o fim da “breve era de ouro” da economia brasileira, *Novos estud. CEBRAP*, 2018, vol.37, n.2, pp.175-189.

Serrano, F. (2010). “O conflito distributivo e a teoria da inflação inercial”, *R. Econ. contemp.*, Rio de Janeiro, v. 14, n. 2, p. 395-421, maio/ago. 2010.

Serrano, F. (2010). Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil, *Revista de Economia Política*, vol. 30, n° 1 (117), pp. 63-72, janeiro-março/2010.

Serrano, F. (2013). Continuity and Change in the International Economic Order: Towards a Sraffian Interpretation of the Changing Trend of Commodity Prices in the 2000s, in *Sraffa and the Reconstruction of Economic Theory: Volume Two, Aggregate Demand, Policy Analysis and Growth*, Editors: Levrero, E., Palumbo, A., Stirati, A. (Eds), pp 195-222, Palgrave Macmillan.

Siqueira Machado, P. (2017). "A Relação Salário-Câmbio, Distribuição de Renda e Preços Relativos", *Disertación de maestría*, Instituto de Economia, UFRJ, Rio de Janeiro.

Summa, R. & Serrano, F. (2017). Distribution and Conflict Inflation in Brazil under Inflation Targeting, 1999–2014, *Review of Radical Political Economics*, 1– 21, 2017.

Svensson, L. (2008). «Comment». En: *Asset Prices and Monetary Policy*, John Y. Campbell (editor). The University of Chicago Press.

Tokatlian, J. (2019). El contexto global y regional de la elección en argentina, *Revista Crisis*, Mayo de 2019 (<https://revistacrisis.com.ar/notas/el-contexto-global-y-regional-de-la-eleccion-en-argentina>).

Trajtenberg, L., Valdecantos, S. & Vega, D. (2015). "Los determinantes de la inflación en América Latina un estudio empírico del período 1990-2013", incluido en *Estructura productiva y política macroeconómica: enfoques heterodoxos desde América Latina*, libros de la CEPAL, Alicia Bárcena, Antonio

Prado, Martín Abeles (editores), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 2015.

UMET (2019). "Deuda Externa. Un seguimiento de las emisiones de deuda, la fuga de capitales y el perfil de vencimientos de la deuda desde el comienzo del Gobierno de Cambiemos", Junio de 2019, Observatorio de Deuda Externa, UMET.

Unctad (2019). *World Economic Situation and Prospects 2019*, United Nations, New York.

VELASCO, A. (2018). *The Way Out of Argentina's New Crisis*, Project Syndicate, May 28, 2018.

Vernengo, M. (2001). "Foreign Exchange, Interest and Prices: The Conventional Exchange Rate", in *Credit, Interest Rates and the Open Economy: Essays on Horizontalism*, Louis-Philippe Rochon (Editor), Matias Vernengo (Editor), Edward Elgar Pub.

Vernengo, M. (2019). Una salida brasileña, *Página/12*, 21 de octubre de 2019.