

**León, Gonzalo de**

## *La restricción externa : de la crisis del '29 al cepo cambiario*

Informe macroeconómico y de crecimiento económico (IMC). Año 12 N° 2, 2013

Este documento está disponible en la Biblioteca Digital de la Universidad Católica Argentina, repositorio institucional desarrollado por la Biblioteca Central "San Benito Abad". Su objetivo es difundir y preservar la producción intelectual de la Institución.

La Biblioteca posee la autorización del autor para su divulgación en línea.

Cómo citar el documento:

León, G. de. (2013). La restricción externa : de la crisis del '29 al cepo cambiario [en línea]. *Programa de desarrollo e instituciones : informe macroeconómico y de crecimiento económico*, 12(2). Universidad Católica Argentina. Facultad de Ciencias Económicas. Escuela de Economía "Francisco Valsecchi".

Disponible en: <http://bibliotecadigital.uca.edu.ar/repositorio/revistas/restriccion-externa-crisis-29.pdf> [Fecha de consulta:....]

## **La restricción externa: de la crisis del 29 al cepo cambiario**

*Por Gonzalo de León<sup>2</sup>*

### **Génesis del modelo de economía cerrada**

Tras la crisis mundial iniciada en 1929, en Argentina tuvo lugar un paulatino proceso de cerramiento que fue dejando atrás el modelo de economía agroexportadora relativamente abierta que había regido hasta entonces. En un primer momento este cierre fue una imposición de las circunstancias, dado que a causa de la crisis en las regiones centrales el país enfrentaba severas dificultades para colocar su producción en los mercados externos: en 1930 los volúmenes exportados cayeron 32%, en tanto que los precios de exportación en dólares se retrajeron 18%. En los años siguientes las cantidades vendidas experimentaron una recuperación, pero la sostenida caída de los precios más que compensó esa mejora, lo que generó una baja en el valor de las exportaciones. Aunque el precio de las importaciones también se redujo, la baja fue menos pronunciada, de modo que la capacidad real de importar con lo generado por las exportaciones cayó: hacia 1932 equivalía a un 66% de la de 1929. Por otra parte el financiamiento externo era dificultoso en el contexto de inestabilidad mundial, y las reservas internacionales, aunque elevadas, tenían un límite. Complicaba aún más el escenario la necesidad de honrar compromisos externos que aumentaban en términos reales dada la deflación mundial. En este contexto, la economía argentina no encontró más alternativa que reducir los volúmenes importados para así disminuir sus requerimientos de divisas. Aumento de aranceles, reforzamiento del esquema de control de cambios, desdoblamiento cambiario, permisos previos de importación y depreciación de la moneda fueron medidas que operaron en pos de ese objetivo. Se privilegió el uso de divisas para el pago de deuda pública, y para la compra de materias primas y bienes de consumo indispensables, por sobre las importaciones de bienes de consumo considerados no esenciales.

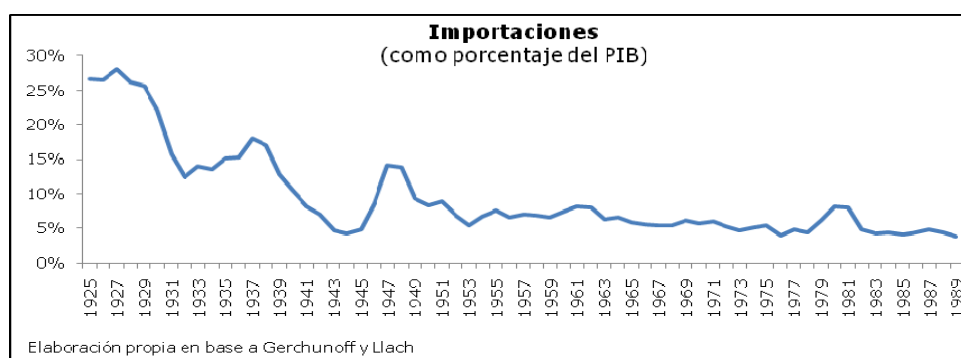
Aunque con vaivenes, el contexto externo registró una mejora hacia finales de los 30 y comienzos de los 40, y los términos de intercambio comercial superaron

---

<sup>2</sup> Licenciado en Economía (UCA). Analista en la Cámara Argentina de Comercio. [gonzalo.de.leon@hotmail.com](mailto:gonzalo.de.leon@hotmail.com)

incluso los niveles precrisis. A partir de entonces, el proceso de cerramiento de la economía continuó no ya tanto como una exigencia del escenario internacional sino como el resultado de una política deliberada de sustitución de importaciones. Entre 1932 –momento en que alcanzó un mínimo– y 1942, el PIB argentino había acumulado una suba de 43%, en tanto que el PIB industrial había avanzado 71%, bien por encima del 36% que había crecido el sector agropecuario. La industria se había posicionado como un motor del crecimiento y del empleo, y era vista –incluso por gobiernos anteriores al peronismo– como la base de la “liberación económica” y de la “autonomía nacional”. Ganó fuerza entonces la idea de que ese sector tan bien visto podía continuar ganando relevancia en la estructura productiva si el resguardo que antes había sido una imposición del contexto mundial se prolongaba en el marco de una política de desarrollo industrial.

Los procesos mencionados derivaron no solo en una caída de la incidencia de las importaciones en términos de PIB sino también en una modificación sustancial de la composición de las mismas. Los bienes de consumo, que representaban más del 40% del total de importado hacia la década del 20, habían visto caer su incidencia bien por debajo del 10% hacia comienzos de los 50. La estructura de las exportaciones, por el contrario, no había registrado mayores cambios, y seguía concentrada en los rubros tradicionales. En 1950, el 49,8% del total exportado eran productos de la ganadería, mientras que un 42,7% eran productos agrícolas y un 4,2% productos forestales.



En las cuatro décadas siguientes, el país registró un crecimiento mediocre. Había fases de expansión y caída, como en todas las economías del mundo. Pero en Argentina a menudo sucedía que las fases de crecimiento eran seguidas por caídas tan pronunciadas como el auge inicial, de modo que las ondas no marcaban una tendencia clara. La tasa promedio de crecimiento anual del producto por habitante para esos años fue de apenas 0,6%. En igual período,

Brasil registró una tasa de 2,9%; México, 2,3%; Colombia, 2,2%; EE.UU., 2,2%; y Australia, 2,1%. Surge entonces una pregunta inevitable: ¿a qué se debía el estancamiento argentino? Más allá de los múltiples factores que pueden haber intervenido, queremos enfatizar aquí el obstáculo constituido por la denominada restricción externa.

### **El *stop and go* o el castigo de Sísifo**

La fase expansiva de los ciclos económicos argentinos era típicamente el resultado de un avance de la demanda agregada, que solía tener buena parte de su explicación en el comportamiento del sector público –que la impulsaba mediante políticas fiscales, monetarias y de ingresos–. Dada las características de la economía nacional, ese crecimiento de la actividad llevaba a un significativo aumento de las compras al exterior. Ocurría que a la par de que el país había desarrollado una industria sustitutiva de importaciones, los requerimientos de insumos y bienes de capital para la misma se habían incrementado. Y dado que la sustitución se había centrado en las últimas etapas del proceso productivo y no en los insumos básicos ni en los bienes de capital, el mayor nivel de actividad industrial llevaba necesariamente a un aumento de las importaciones. Por otra parte, el sector agropecuario –el principal exportador– enfrentaba limitaciones para crecer en el margen extensivo –las áreas más fértiles ya estaban incorporadas a la actividad– y habitualmente sufría una política discriminatoria –el favorecimiento relativo de la industria tenía como contrapartida el perjuicio relativo del agro–, lo que hacía que su producción permaneciera estancada o declinara. Sirva de referencia que entre 1929 y 1950 la superficie sembrada de trigo se contrajo un 38,3%, la de maíz cayó 55%, y la faena de ovinos mermó 0,4%. Aunque otros subsectores crecieron durante el período –aumentó la faena bovina y se desarrollaron nuevos cultivos como el girasol y la cebada–, lo cierto es que el PIB agropecuario de 1950 estaba apenas 8,6% por encima del de 1929, cuando en igual período la población había crecido casi 50%. En este marco, el crecimiento del nivel de actividad interna, que aumentaba el consumo local de bienes agropecuarios, indefectiblemente reducía los saldos exportables. En resumen, tanto por el lado de las importaciones como por el de las exportaciones, el crecimiento del PIB engendraba un deterioro del saldo comercial.

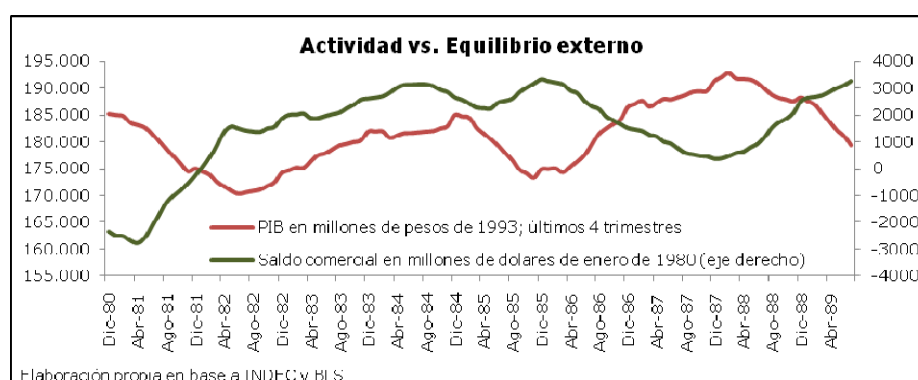
Bajo este esquema, si la expansión de la economía no era acompañada por un crecimiento del financiamiento externo, el deterioro comercial terminaba

impactando en las reservas del Banco Central. Eventualmente estas caían por debajo de un nivel en el que las autoridades disponían interrumpir el drenaje y se producía una depreciación de la moneda. Aunque hubo financiamiento en algunos momentos, este fue más bien esporádico y no alcanzaba para resolver de manera sostenida el faltante crónico de divisas que se derivaba del esquema de desarrollo adoptado, por lo que las crisis de balance de pagos fueron una característica del período. La depreciación de la moneda generaba un alivio en las cuentas externas, al mejorar el saldo comercial, pero por un motivo diferente al que habitualmente señalan los modelos teóricos más simplificados (que implícitamente suponen que la economía produce un bien diferenciado). Estos muestran que una devaluación genera una mejora de la competitividad externa, lo que facilita la colocación de los productos nacionales en el exterior, a la par que los residentes sustituyen consumo de bienes importados por bienes nacionales, lo que lleva a un aumento de las exportaciones netas. Mejora así el saldo comercial –suponiendo que se cumple la condición de Marshall-Lerner– a la par que la demanda agregada se expande y el nivel de actividad se incrementa.

No era esa la forma en la que funcionaba la economía argentina de aquellos años, sino que por el contrario la mejora del saldo comercial se daba vía una retracción del nivel de actividad. La devaluación encarecía automáticamente el precio local de los bienes de exportación –típicamente alimentos–, que tenían una cotización internacional dada, lo que llevaba a una caída del salario real. Con una producción agropecuaria fija, esto incrementaba el saldo exportable. Por otra parte, la caída del salario real derivada de la suba de los precios de los alimentos también afectaba al consumo de bienes industriales –que a su vez se encarecían por el mayor costo de los insumos importados– y de otros sectores no transables. Al reducirse la demanda que enfrentaban las industrias manufactureras locales, estas disminuían su producción y sus requerimientos de importaciones. En consecuencia, la devaluación tendía a mejorar el saldo comercial, no como resultado de una ganancia de competitividad externa sino como consecuencia de una reducción del salario real que generaba una recesión. Luego de un tiempo de bajo nivel de actividad, la economía eventualmente volvía a crecer, pero en dicho crecimiento –que llevaba aparejado una baja en los saldos exportables y mayores requerimientos de importaciones– estaba el germen de una nueva crisis. Esta dinámica del PIB, consecuencia de la restricción externa –entendida como la carencia de las divisas necesarias para lograr un crecimiento sostenido–, fue denominada como *stop and go*.



El comportamiento descripto se repitió varias veces a lo largo de las décadas del 50, 60, 70 y 80. Un ejemplo de eso fue lo ocurrido hacia finales de 1958, cuando el presidente Frondizi, ante unas reservas internacionales que caían y estaban cerca de agotarse, dispuso una importante devaluación. El año siguiente el saldo de la balanza comercial mejoró por mayores exportaciones y menores importaciones (se pasó de un déficit de 239 millones de dólares en 1958 a un superávit de 17 millones), en tanto que el PIB cayó un 6,6% y el consumo mermó 3,9%. Hacia finales del período, en los 80, también se observó un patrón de este tipo. Los flujos de capitales que el país había recibido hacia finales de la década del 70, en el marco del *boom* de los petrodólares –y que habían aliviado el peso de la restricción externa argentina durante algún tiempo– se revirtieron súbitamente tras la cesación de pagos de México de 1982. Y dejaron como herencia un abultado pasivo, cuyos intereses y pagos de capital imponían un peso adicional al débil sector externo de Argentina.



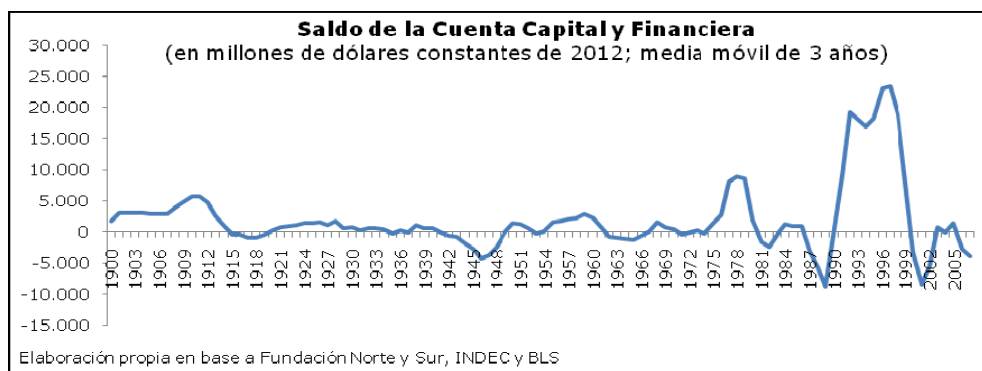
Mientras que antes en general bastaba con tener una balanza comercial equilibrada o ligeramente superavitaria para mantener el equilibrio externo, ahora se requería un excedente comercial significativo, porque este debía ser suficiente para honrar la gran deuda contraída. Pero más allá de ese peso

adicional, la dinámica básica del *stop and go* permanecía inalterada. La evolución la actividad económica y de la balanza comercial durante esta década –con una imagen casi en espejo– es muestra de ello.

Hubo durante estas décadas intentos por escapar de la trampa de la restricción externa tanto por el lado de la expansión de las exportaciones como por el de la reducción de las importaciones de insumos y bienes de capital. Entre los primeros, puede señalarse el cambio de política del peronismo en relación al agro, con una paulatina mejora de la retribución del productor local, hasta ubicarla por encima del precio internacional; como así también la creación del Instituto Nacional de Tecnología Agropecuaria durante la presidencia de Frondizi, con el objetivo de mejorar la productividad del principal sector exportador del país. Entre los segundos se encuentran la construcción durante la segunda presidencia de Perón de la siderúrgica estatal SOMISA (financiada con un crédito externo) y el acuerdo de explotación petrolera que dicha gestión firmó con la estadounidense Standard Oil; como así también los contratos con petroleras extranjeras firmados durante la presidencia de Frondizi. Pero pese a los esfuerzos realizados el país no logró durante el período superar la restricción externa de forma duradera, lo que afectó seriamente sus posibilidades de crecimiento.

### **Los 90: apertura, financiamiento externo y colapso**

Un hecho distintivo de los años 90 fue el enorme flujo de capitales que se dirigió hacia los países emergentes. Argentina no quedó fuera de esa ola y durante varios años de la década recibió una gran cantidad de capitales desde el exterior, tanto mediante créditos como en la forma de inversiones directas. Por otra parte, la restructuración de la deuda –plan Brady mediante– alivió los pagos derivados de los pasivos contraídos en el pasado. Todo lo anterior quitó presión sobre el balance comercial: ya no se le exigía un elevado superávit e incluso podía permitirse considerables déficits sin comprometer el equilibrio del balance de pagos. En consecuencia, a diferencia de lo ocurrido en ciclos anteriores, la expansión económica iniciada en 1991 no fue prematuramente interrumpida a causa de la restricción externa.



Durante estos años, Argentina encaró un proceso de reformas que dismantelaba buena parte del esquema económico vigente y que parecía ser responsable del estancamiento. Apertura comercial, desregulación de la economía, privatizaciones y estabilidad de precios fueron características del período. Si estas reformas lograban aumentar las inversiones y mejorar la productividad era posible que en el mediano plazo el país fuera capaz de crecer y de mostrar cuentas externas sólidas, aún sin necesidad de recurrir al financiamiento del exterior.

Debe señalarse que en este sentido se lograron importantes avances. La tasa de inversión aumentó y hay evidencia de que la productividad agregada de la economía se incrementó. Un sector donde se observaron evidentes resultados positivos fue el energético. La producción de petróleo de 1998 era un 84% superior a la de finales de la década previa, en tanto que la de gas había avanzado un 67,6% y la de energía eléctrica había acumulado una suba de 61%. El aumento de la producción más que compensó el mayor consumo interno y permitió que el saldo del balance energético pasara de un déficit a finales de los 80 a un superávit de más de 1500 millones de dólares en 1998. Otros sectores también registraron un buen desempeño en materia de exportaciones. Por ejemplo, entre 1990 y 1998 las cantidades exportadas de Manufacturas de Origen Industrial avanzaron un 150% en términos reales, en tanto que las de Productos Primarios crecieron 99,9% y las de Manufacturas de Origen Agropecuario un 58,4 por ciento. Este despegue exportador evitó que el fuerte crecimiento de las importaciones –consecuencia de la apertura y del crecimiento económico– generara una trayectoria explosiva del déficit comercial.

Lógicamente, el financiamiento externo, aunque aliviaba la restricción externa en el corto plazo y permitía “ganar tiempo” mientras se realizaban reformas estructurales, no estaba exento de costos y riesgos, como ya lo había mostrado

el episodio de finales de los 70 y comienzos de los 80. Por una parte, los capitales recibidos desde el exterior imponían una carga para el futuro –cuando hubiera que pagar por la deuda contraída o bien cuando las firmas que habían realizado inversiones directas remitieran utilidades a sus países de origen–. Por otra parte, existía el riesgo de que este financiamiento se interrumpiera de manera abrupta. Esta posibilidad se concretó a finales de la década y comienzos de los años 2000, cuando el país sufrió una interrupción de los flujos de capitales, luego de una serie de *shocks* internacionales negativos (crisis asiática, crisis rusa, devaluación del real) que dispararon la desconfianza del exterior y de los residentes. Estos últimos, dado el esquema de cuasi caja de conversión vigente, cambiaban fácilmente sus tenencias de moneda local por dólares sin que ello llevara a una depreciación del peso. Aunque la recesión resultante mejoró el saldo comercial, los pagos de intereses y rentas por el financiamiento pasado sumados a la reversión del flujo de capitales (sirva de referencia que el componente privado no financiero de la cuenta capital pasó de un superávit promedio de 5714 millones de dólares anuales en el período 1992-1998, a pequeños saldos positivos de 1407 y 305 millones en 1999 y 2000, respectivamente, y a un déficit de 13.798 millones en 2001) significaban demasiado peso para la economía del país. Luego de tres años de caídas consecutivas del PIB, en el marco de una corrida bancaria y tras la renuncia del presidente, a finales de 2001 se dispuso la cesación de pagos de la deuda pública, y a comienzos de 2002 se anunció una devaluación. A continuación, con una severa recesión mediante (en 2002 el PIB se contrajo un 10,9%, lo que representó la mayor caída interanual en más de cien años), el estado de las cuentas externas evidenció una importante mejoría.

### **Los 2000: del *boom* de la soja al cepo cambiario**

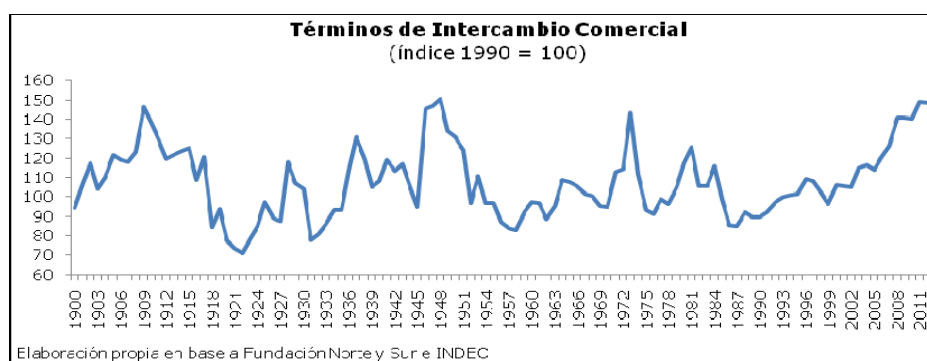
En 2003 se inició un período de elevado crecimiento que más allá de la breve interrupción de 2009, en el marco de la crisis económica global y de la severa sequía que afectó a la cosecha nacional, supo prolongarse hasta 2011. Durante ese período, la restricción externa brilló por ausencia, incluso sin que existiera un flujo de financiamiento externo de envergadura como había existido en la década anterior. Aquel recurrente escollo para el desarrollo parecía haber desaparecido. En 2012, sin embargo, la actividad económica se desaceleró fuertemente (según el INDEC) o se estancó (según algunas consultoras). A la par, los asuntos relacionados con el sector externo (trabas a las importaciones, cepo cambiario, dólar paralelo) ganaron la tapa de los diarios y la atención del

público. Lo anterior lleva a plantear dos interrogantes. El primero es si hubo algo distintivo del período 2003–2011 que hizo que el crecimiento de la actividad no haya sido abortado por problemas en el sector externo. El segundo es por qué las preocupaciones relacionadas con ese sector reaparecieron en los últimos meses.

La política económica de estos años fue claramente expansiva y tuvo características que la encuadran en el populismo, entendido como un intento de mejorar la distribución del ingreso de la clase trabajadora, típicamente mediante el aumento de los salarios pero también mediante la contención de los precios, de modo de evitar que la mejora real del salario lograda vía un aumento nominal del mismo sea revertida por un encarecimiento del costo de vida. Esto no se apartaba demasiado de las grandes líneas de la política económica del período comprendido entre las décadas del 50 y el 80. Sin embargo, el resultado fue diferente y el crecimiento no se vio interrumpido por una crisis de balance de pagos. Un factor que contribuyó a la mayor holgura externa fue la reestructuración de la deuda pública, que redujo los pagos en concepto de intereses. Sin embargo, este alivio fue compensado por mayores giros de utilidades hacia al exterior (algo esperable, dado que en un contexto de fuerte crecimiento las empresas de capitales extranjeros veían aumentar sus ganancias y remitían parte de estas hacia sus países de origen), en tanto que el saldo de servicios reales, aunque mejoró, siguió siendo de una magnitud relativamente menor. La cuenta capital, aunque ya no mostraba la espectacular fuga de comienzos de milenio, tuvo para el período 2003-2011 un déficit promedio anual de 1390 millones de dólares, en buena parte consecuencia de la cancelación de deuda externa pública luego del canje. A pesar de ello el país logró aumentar significativamente sus reservas internacionales, que pasaron de 10.501 millones de dólares a comienzos de 2003 a más de 52.000 millones a mediados de 2011. La explicación de esta solvencia se encuentra en la balanza comercial, que registró durante el período 2003–2011 superávits que promediaron casi 13.000 millones de dólares anuales.

En este sentido, debe destacarse que no hay evidencia de que en estos años se haya reducido significativamente la dependencia de las importaciones. De hecho las compras al exterior medidas en términos reales eran en 2011 nada menos que un 492% más elevadas que las de 2002. Sin embargo, el excedente comercial logrado en el año de la devaluación no había desaparecido nueve años después y ni siquiera se había reducido demasiado (había pasado de 16.611

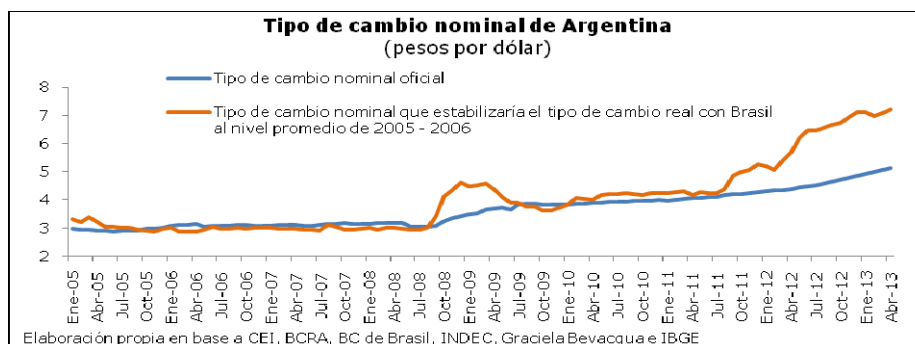
millones de dólares en 2002 a 10.014 millones en 2011). ¿Cómo pudo el país permitirse tal expansión de las importaciones en simultáneo con el mantenimiento del excedente comercial? Una parte de la explicación viene por el lado de los volúmenes exportados, que en términos reales avanzaron un 65,4%. En este comportamiento tuvieron incidencia el aumento del área cultivada (para trigo, maíz, soja y girasol se pasó de 23,8 millones de hectáreas en la campaña 2001/02 a 29,8 millones en la campaña 2010/11), los mejores rindes de dichos cultivos y el significativo avance de la producción industrial, en particular la automotriz (dicha rama avanzó 408% entre 2002 y 2011), que en una parte importante se vende a Brasil. Sin embargo, esto no alcanza para explicar completamente la holgura externa, en la que influyeron decisivamente los términos de intercambio: entre 2002 y 2011 aumentaron un 42%, lo que cobra mayor relevancia si se considera que el de 2002 ya era un nivel relativamente elevado en relación a las décadas previas. El efecto de esta mejora de los precios en las cuentas externas fue sustancial: sirva de referencia que si se valoraran los volúmenes de comercio de 2011 a los precios de 2002 se obtendría que el saldo no habría sido el citado superávit sino un déficit de 10.787 millones de dólares.



No era esta la primera vez que el país se beneficiaba en las últimas décadas de una mejora significativa de los términos de intercambio. Un ejemplo de esto se había registrado en el primer peronismo: los términos de intercambio de 1948 fueron un 59% más elevados que los de 1945. Sin embargo, en los años siguientes cayeron y para 1952 habían vuelto prácticamente a su nivel inicial. Un episodio similar se observó a comienzos de la década del 70, pero su duración fue incluso más acotada. En ambos casos la restricción externa se relajó por algún tiempo y en consecuencia el crecimiento de la actividad se vio facilitado en ese lapso. Lo novedoso del período bajo análisis es la extensión de la bonanza, que se prolonga hasta el presente y que puede explicarse por el hecho de que las anteriores subas tenían causas de tipo coyuntural (como fueron la

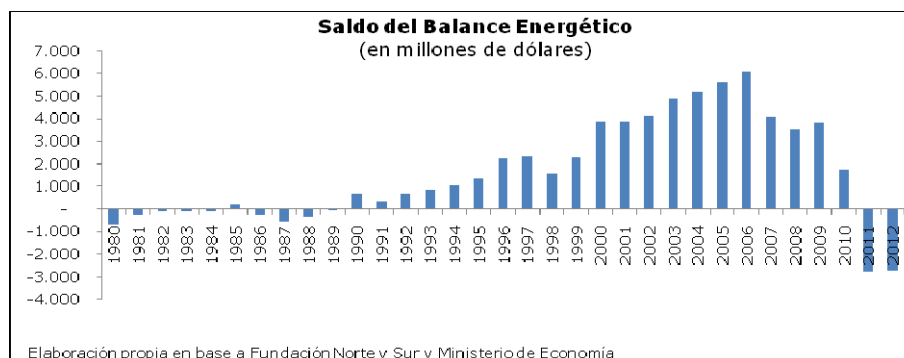
finalización de la Segunda Guerra en el primer caso; y la laxitud monetaria mundial tras el abandono del sistema de Bretton Woods, en el segundo), mientras que la mejora de los términos de intercambio en los 2000 tiene una explicación de carácter más estructural (el ascenso de Asia, en particular de China, que sostienen la demanda de materias primas –para Argentina el producto estrella es la soja– y sus cotizaciones).

En este contexto la restricción externa había quedado olvidada hasta que a finales de 2011 recuperó protagonismo. Aunque el país no sufrió entonces una crisis de balance de pagos ni una caída importante en el nivel de actividad, sí es cierto que las intervenciones en el sector externo proliferaron y que la economía virtualmente se estancó. Durante la primera parte de 2011 la salida de capitales se había acelerado –la formación de activos externos por parte del sector privado registrada en el balance cambiario había pasado de cerca de 706 millones de dólares mensuales en diciembre de 2010 a 3251 millones en septiembre de 2011–. Este comportamiento se explicaba a partir de crecientes expectativas de una corrección al alza del tipo de cambio después de las elecciones de octubre. Dichas expectativas devaluatorias tenían una razón clara: si bien era cierto que el superávit comercial era aún bastante holgado y que las reservas eran abundantes, no menos cierto era que el tipo de cambio real bilateral con algunos importantes socios comerciales –como Estados Unidos o la eurozona– había estado cayendo, esencialmente como consecuencia de la elevada inflación local –producto de persistentes políticas expansivas– y de la utilización del tipo de cambio –junto con las tarifas de servicios públicos– como ancla de los precios. Para el caso del tipo de cambio real con Brasil –el principal socio comercial del país–, la devaluación del peso de los últimos años había sido suficiente para mantenerlo prácticamente constante desde el año 2005, pero a partir de septiembre de 2011 se empezó a observar una brecha creciente entre el tipo de cambio nominal necesario para estabilizar el tipo de cambio real y el observado en la realidad, lo que indicaba una pérdida de competitividad cambiaria para Argentina.

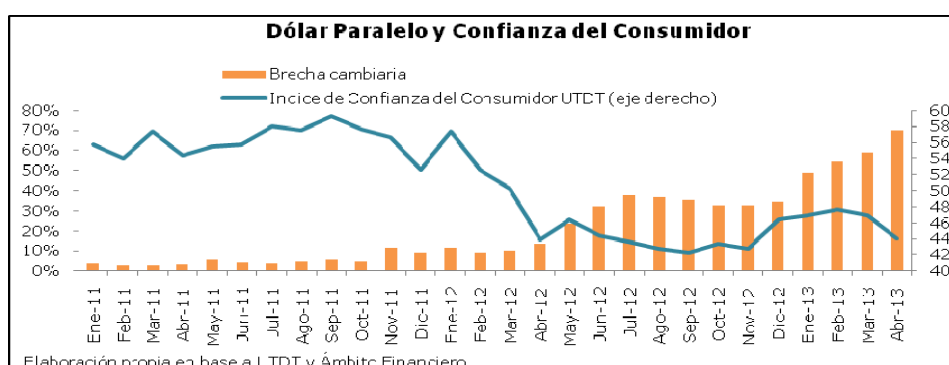


La fuga de capitales, a la par que erosionaba las reservas del Banco Central – que vendía dólares para evitar que el tipo de cambio se apartara de la trayectoria de minidevaluaciones diarias controladas por la entidad–, quitaba fuerza a la demanda agregada, jugando en contra del dinamismo de la economía. A partir de noviembre de ese año las autoridades reaccionaron iniciando una escalada de restricciones a la adquisición de divisas (apodadas mediáticamente como “cepo cambiario”), que terminaron en la prohibición formal de compra para atesoramiento a mediados de 2012 y en una suspensión casi total de los permisos de compra de moneda extranjera para viajes al exterior.

Por otra parte, el saldo comercial, si bien era elevado, presentaba una tendencia decreciente, algo que amenazaba con agravarse debido a la sequía que afectaba al campo, a la trayectoria decreciente del tipo de cambio real y al deterioro del balance energético (asociado al mayor consumo interno y a políticas que habían desincentivado la inversión en el sector). Ante este escenario, en febrero de 2012 se estableció el régimen de Declaración Jurada Anticipada de Importación, que se sumó a otras barreras arancelarias y paraarancelarias que orientadas a reducir importaciones y preservar así el excedente comercial. Si bien en general se privilegiaron las compras de insumos clave sin posibilidad de sustitución por producción nacional, es indudable que algunos sectores se vieron perjudicados directamente por las trabas, lo que jugó en contra de sus niveles de actividad.



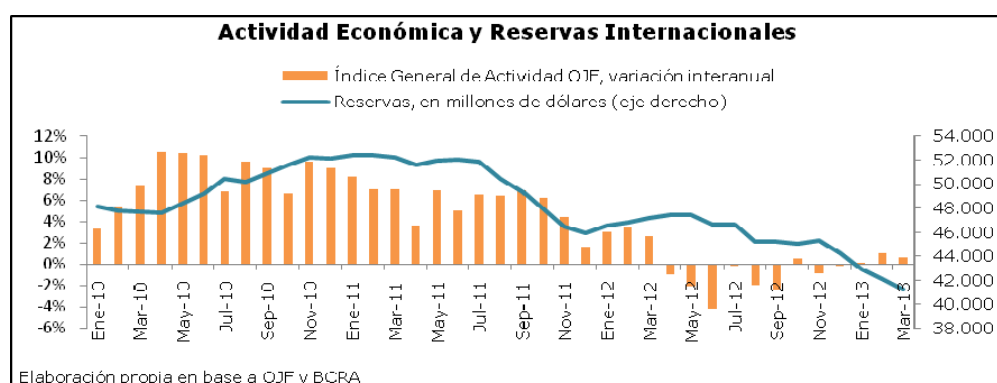
Estas medidas en general fueron efectivas para alcanzar el objetivo inmediato: el superávit comercial se incrementó en 2012 un 26,7%, producto de una caída de las importaciones que más que compensó la baja en las exportaciones; y el balance cambiario registró una formación de activos externos esencialmente nula desde mediados del año pasado. Sin embargo, el objetivo último –la preservación de la solvencia externa y el sostenimiento del dinamismo de la economía– no parece haberse alcanzado plenamente. La desconfianza de los agentes económicos se vio reflejada tanto en las mediciones de confianza del consumidor como en la inversión, que después de crecer 16,6% en 2011 cayó 4,9% en 2012; mientras que la brecha cambiaria, causa y consecuencia del deterioro de las expectativas, se incrementó notablemente.



Lo anterior parece haber compensado el potencial efecto directo positivo de las intervenciones sobre el nivel de actividad, que permanece estancado desde hace más de un año –lo que a su vez ha jugado a favor de contener las importaciones–. Por otra parte, la caída de la confianza ha fomentado el retiro de depósitos en moneda extranjera de los bancos –buena parte de los cuales son encajes, de modo que afecta directamente a las reservas internacionales–. Esto, sumado a la creciente utilización de recursos del Banco Central para asistir al Tesoro (consecuencia del deterioro del resultado fiscal y de la resistencia de las autoridades a financiarse en los mercados voluntarios de deuda,

probablemente porque la desconfianza de los inversores hace que el retorno exigido sea muy elevado), ha hecho que las reservas registren una trayectoria decreciente en los últimos meses. Los esfuerzos por acotar la pérdida de dólares por otros canales, como ser el giro de utilidades al exterior o el turismo fuera del país (por ejemplo, mediante el cobro de un recargo –a cuenta del impuesto a las ganancias– a las compras con tarjeta realizadas en el exterior), no han sido capaces de revertir la tendencia.

En lo que va de 2013, no se observan señales claras de que el panorama esté mejorando e incluso el superávit comercial –cuya preservación era uno de los logros del último paquete de medidas– también ha comenzado a flaquear (en el primer trimestre tuvo una caída interanual de 47,8%, explicada enteramente por el deterioro del balance energético). Adicionalmente, de persistir la tendencia creciente en la brecha cambiaria (a comienzos de mayo llegó al 100%), es posible que se incrementen los procedimientos que buscan sacar provecho de ella, como ser la subfacturación de exportaciones, la sobrefacturación de importaciones y las operaciones de adelantos con tarjeta en el extranjero (que permiten acceder a divisas al tipo de cambio oficial más un recargo de 20%). Nada de esto contribuye a mejorar la posición de reservas de la autoridad monetaria ni a estimular el nivel de actividad.



A modo de cierre, puede decirse que el país no parece haber aprovechado plenamente el actual período de bonanza externa para avanzar en la configuración de una estructura económica que posibilite el crecimiento de largo plazo sin depender de unos términos de intercambio inusualmente elevados. Por el contrario, se observan ciertos rasgos (como la escasa inversión en el sector energético, la elevada inflación con el tipo de cambio operando como ancla nominal –lo que genera un tipo de cambio real declinante– y el deterioro fiscal financiado por el Banco Central) que hacen insostenible el equilibrio externo en

el mediano plazo incluso con términos de intercambio en sus máximos históricos. Las medidas implementadas desde finales de 2011 no parecen estar corrigiendo los problemas de fondo y sí estar imponiendo costos en términos de confianza, inversión y actividad económica.

[Volver al Índice](#)

---

## Una mirada al sector energético

*Por Anatile Salerno<sup>3</sup>*

### **Producción de hidrocarburos con tendencia negativa**

A un año de la estatización de YPF, la producción de hidrocarburos sigue mostrando tasas de variación negativas. Los problemas de políticas están afectando la rentabilidad del sector y con ello la inversión en exploración de nuevas áreas. Ante esta situación, el rubro de Combustibles y Energía arrojó un déficit de US\$4.300 millones en Marzo 2013 (acumulado 12 meses), lo que equivale al 40% de superávit comercial del mismo período. Dicho en otras palabras, si no fuera por el déficit que está generando el sector energético, el superávit comercial sería superior en un 40%.

De acuerdo a datos de la Secretaría de Energía, la producción de petróleo evidencia tasas de variación negativas consecutivas a partir del 2002. En Marzo 2013 la producción verificó una caída del 3,8% al alcanzar los 31.655 miles de m3 (en el acumulado de los 12 meses). Desde un máximo de 49.150 millones de m3 en 1998 a la actualidad, la producción cayó un 35,6%.

La producción de gas, por su parte, evidencia tasas consecutivas de declive a partir de 2007. En marzo de 2013 la producción de gas sufrió una caída del 4,8% al descender a los 43.325 millones de m3. Esto refleja una baja del 18,6% con respecto al máximo histórico observado en el 2004.

---

<sup>3</sup> Licenciada en Economía(UCA), Master en Economía (CEMA). Economista, Estudio Alpha. [asalerno@estudioalpha.com.ar](mailto:asalerno@estudioalpha.com.ar)