



**Comité Latino Americano de Asuntos Financieros  
Latin American Shadow Financial Regulatory Committee  
Comitê Latino Americano de Assuntos Financeiros**

**Declaración No. 35**

**Washington D.C., 5 de Abril de 2016**

**Hacia una mayor apertura de mercados: los desafíos de Argentina**

Durante la última década, América Latina se ha caracterizado por dos grupos de países muy distintos. Por un lado, países como Chile, Colombia, Costa Rica, México, Perú y Uruguay han seguido un modelo económico pro-mercado e integrado al mercado internacional de capitales. Por el otro, países como Argentina, Brasil, Ecuador y Venezuela han adoptado modelos económicos con significativa intervención estatal y controles a los flujos de comercio y de capitales. Dentro de este último grupo, Argentina y Venezuela han representado la versión más extrema del paradigma neo-populista.

Con la elección de Mauricio Macri en Diciembre 2015, los argentinos han votado por el inicio de un cambio potencialmente sustantivo de su política económica. El retorno de Argentina hacia políticas pro-mercado y una integración al mercado internacional de capitales enfrenta desafíos en términos del diseño de la estrategia de reforma y de riesgos de implementación.

Que Argentina logre implementar estas políticas influenciaría probablemente a los debates actuales de políticas públicas en varios países de la región. En particular, en vista de las crecientes dificultades económicas en Brasil y Venezuela, la experiencia argentina podría ser altamente relevante.

## 1. Condiciones iniciales

El nuevo gobierno de Argentina se ha enfrentado un conjunto complejo de desequilibrios económicos y distorsiones, incluyendo:

(a) Una situación fiscal muy complicada, caracterizada por un déficit fiscal de 8% del PIB y un nivel de gasto público sin precedentes (a nivel federal, provincial y municipal) de 50% del PIB en 2015, aproximadamente, lo cual dobla sus niveles observados a principios de los 2000s. El fuerte incremento del gasto público se reflejó, mayormente, en mayor empleo público y mayor gasto de planilla, pensiones y subsidios, mientras que la inversión pública se mantuvo baja e ineficiente.

(b) La reestructuración de deuda de 2005 generó una serie de demandas judiciales las cuales Argentina perdió en cortes americanas, y finalmente ratificadas por la Corte Suprema de EEUU, aislando al país de los mercados internacionales de capitales. La falta de acceso a financiamiento forzó al Estado a apoyarse en el financiamiento monetario por parte del banco central, lo cual incrementó aún más la inflación y las pérdidas de reservas internacionales.

(c) El agotamiento de reservas internacionales llevó al anterior gobierno a adoptar controles “draconianos” de divisas y de capitales, los cuales detuvieron la entrada de capitales y la inversión extranjera casi por completo, mientras que el tipo de cambio paralelo se encontraba de 50% a 70% más arriba que el tipo de cambio oficial. Mientras que la adopción de restricciones de divisas no fueron exitosas para frenar el drenaje de reservas, se impusieron restricciones arbitrarias a los pagos de dividendos al exterior y a la provisión de divisas para pagar las importaciones a la tasa oficial de cambio. Mientras que las reservas internacionales netas cayeron cerca a cero, las crecientes restricciones arbitrarias sobre las importaciones empeoraron la situación de una economía ya estancada y con incentivos distorsionados.

(d) La decisión de sustituir un fondo de pensiones completamente financiado por un sistema de reparto facilitó la descapitalización del Estado e incrementó los requerimientos de flujos de caja a nivel federal por cerca de 4% del PIB anualmente, entre 2010 y 2015.

(e) A pesar de una tasa de inflación entre 25% y 40% por año entre 2008 y 2015, el anterior gobierno congeló los precios de los servicios públicos en términos nominales. Mantener una estructura de precios que no reflejaba adecuadamente los costos medios de la provisión de servicios públicos—tal como electricidad, gas y transporte—resultó en una oferta inadecuada de inversión en infraestructura. Más aún, mediante la compensación de pérdidas operativas mediante subsidios directos, el Estado aumentó su déficit anual en 4% del PIB, mientras que la calidad de la provisión de servicios públicos se deterioró severamente.

(f) A pesar de la caída en los términos de intercambio de Argentina, así como en otros países de la región, el anterior gobierno mantuvo impuestos a las exportaciones altos e insostenibles, los cuales redujeron la competitividad de varias actividades productivas regionales.

## 2. Contexto internacional

El ajuste económico de Argentina se llevará a cabo con vientos en contra, provenientes del resto del mundo. Los precios de las materias primas, los de bienes agrícolas en particular, han caído abruptamente y se espera que se mantengan bajos. En particular, el precio mundial de la soja ha caído en casi 50% respecto a su pico del 2012 y su precio futuro durante el año 2019 muestra una debilidad continua, con precios similares a los de hoy.

Las condiciones del mercado financiero mundial también son poco favorables. Es probable que las tasas de interés real se mantengan muy bajas y la velocidad en la normalización de las políticas monetarias de EEUU ha disminuido. Sin embargo, no se espera que los flujos de capital a mercados emergentes se recuperen de manera significativa, y hay mayores riesgos asociados a la desaceleración de China. El acceso de Argentina a los mercados de capitales es muy incierto y depende de la efectividad de sus ajustes de política y del retorno a un crecimiento sostenible.

El bajo crecimiento del comercio mundial y la crisis en Brasil indican que la demanda externa será una carga para el crecimiento de Argentina en el corto y mediano plazo. Brasil, el principal socio comercial de Argentina, está pasando por una de una de sus peores recesiones en décadas. El PIB de Brasil cayó en 3.8% en 2015 y se espera que se reduzca entre 3.0% y 3.5% en 2016. Del total de exportaciones de USD 68.3 mil millones en 2014, Argentina exportó USD 13.3 mil millones a Brasil, seguido por China con USD 4.5 mil millones y EEUU con USD 4.0 mil millones. En comparación con el 2013, esto implicó una reducción de las exportaciones a Brasil por USD 2.3 mil millones. La mayoría de las exportaciones de Argentina a Brasil son bienes manufacturados (vehículos, cerca de USD 6 mil millones en 2014, cifra menor a USD 8 mil millones en 2013) mientras que las exportaciones a otros mercados son materias primas, principalmente. Adicionalmente, los efectos negativos de la recesión en Brasil impactarán al turismo y los flujos de capital. Con ello, **el Comité considera que Brasil continuará siendo un factor de riesgo para Argentina en el corto plazo.**

## 3. Primeras decisiones

La nueva administración implementó políticas en áreas cruciales durante sus primeros 100 días, y reveló implícitamente una secuenciación de reformas que reconoce las restricciones impuestas por el ambiente político—su minoría en el Congreso, particularmente.

La nueva administración actuó rápidamente para remover las restricciones más fuertes al mercado de divisas y procedió a unificar este mercado. La unificación del tipo de cambio—lo cual implicó una depreciación de alrededor de 40% del tipo de cambio oficial—parece haber tenido un traspaso limitado al nivel de precios. En efecto, la unificación del tipo de cambio ha sido esperada por algún tiempo, y existe evidencia que el efecto traspaso al nivel de precios ya ocurrió durante 2014 y 2015, cuando que el tipo de cambio paralelo se habría vuelto la variable relevante para las decisiones de precios.

La segunda área importante donde la nueva administración actuó de manera rápida es la de impuestos. En particular, la nueva administración duplicó el mínimo no gravable del impuesto personal al ingreso y eliminó los impuestos a la exportación, excepto para la soya. En el último caso, la eliminación del impuesto de 35% a la exportación de soya se llevará a cabo en reducciones de 5 puntos porcentuales al año, comenzando en el 2016. Se estima que estas reducciones agreguen un 1.3% del PIB al fiscal déficit del 2016. Pérdidas adicionales de ingresos se derivarían de la decisión en Diciembre de la Corte Suprema, donde una porción significativa del ingreso por impuestos sería reasignada a gobiernos provinciales. Tal decisión, la cual fue emitida por el gobierno anterior hacia todas las provincias por decreto, está siendo renegociada para transferida sobre un período de 5 años.

Parcialmente en línea con las medidas fiscales anteriormente mencionadas, la nueva administración también se movió en la dirección de ajustar varios precios regulados, remover distorsiones y reiniciar las inversiones en infraestructura. Los precios regulados de energía, transporte público, agua, gas y petróleo han aumentado considerablemente, reduciendo los subsidios por 1.5% del PIB aproximadamente. Se espera que el impacto social de estos ajustes sea compensado en gran medida por las reducciones tributarias anteriormente mencionadas.

Finalmente, el gobierno rápidamente buscó resolver su situación de *default* generada por los juicios perdidos por Argentina en las cortes de EEUU y por procedimientos pendientes por el *International Centre for Settlement of Investment Disputes* (ICSID). Se llegó a un acuerdo con la mayoría de *holdouts* y el Estado obtuvo un éxito político significativo en el Congreso, mediante la derogación de dos leyes que impedían la implementación de esos acuerdos. La resolución de su situación de los *holdouts* sirvió como instrumento para que la economía argentina recupere su acceso a los mercados internacionales de capitales. Los acuerdos para cumplir sus obligaciones con *holdouts* implican una nueva emisión de deuda de USD 12 mil millones.

Se espera que la normalización de las relaciones con el mercado internacional de capitales y con el FMI contribuya a una mejora en el frente de la política monetaria. Mientras que Argentina procura restaurar la credibilidad de sus estadísticas—en particular, las del nivel de precios y el PIB—el Estado ha anunciado la intención de enfocar el rol del Banco Central hacia la reducción gradual de la inflación y el financiamiento monetario del déficit fiscal, y disminuir al énfasis sobre el tipo de cambio nominal como ancla del nivel de precios. La reducción gradual anunciada en el

financiamiento monetario del déficit se basa en el supuesto de que el déficit fiscal será financiado cada vez más por deuda.

Para gestionar esta transición monetaria difícil, el Banco Central se ha basado en un fuerte programa de esterilización a través de la colocación de deuda doméstica de corto plazo en el sistema bancario, a tasas de interés actuales de 38% al año. Esta esterilización ha sido necesaria no solo para responder a la creación de dinero derivada del déficit, sino también para absorber la creación endógena de dinero generada por contratos *forward* masivos, emitidos por la administración previa del Banco Central, a la tasa de cambio oficial.

A pesar de que las acciones anteriormente mencionadas no se caracterizarían como “graduales”, el Estado ha enfatizado que la reducción del déficit fiscal y de la inflación será gradual. En el frente sobre política fiscal, el Estado ha anunciado metas para el déficit primario hasta 2019, sin especificar cómo serán alcanzadas. En el frente de la inflación, las metas no son explícitas y el Estado solo ha señalado que la inflación se reducirá fuertemente durante la segunda mitad del 2016. Los ajustes de los precios administrados y la unificación del tipo de cambio han resultado en una inflación mensual de alrededor de 4% durante el primer trimestre del 2016.

#### 4. Desafíos y recomendaciones en vista de la experiencia latinoamericana

El éxito de la estrategia de reforma de Argentina requiere el fortalecimiento de la credibilidad del marco sobre el cual yacen sus políticas. En este sentido, **el Comité apoya las acciones tomadas hasta ahora por el gobierno argentino para reconstruir su capacidad institucional—tal como la reconstrucción de una oficina de estadísticas transparente y la resolución del tema de *holdouts*—y de remover distorsiones severas—tales con los ajustes a precios administrados.** Sin embargo, y reconociendo que estas reformas no se pueden implementar en el corto plazo, **el Comité considera que para alcanzar el nivel necesario de credibilidad para impulsar la inversión, el Estado debe ir más allá de los ajustes de precios y desarrollar un marco regulatorio moderno y estable para servicios públicos e infraestructura de transporte.** La modernización de los marcos regulatorios es crucial para mejorar los términos de financiamiento e inversión en estos sectores.

También, **el Comité encuentra mérito en la adopción de un enfoque gradual para la reducción del déficit fiscal y del financiamiento monetario.** Para que este enfoque sea creíble, sin embargo, requiere de un plan bien elaborado y apropiadamente anunciado, que sea consistente con la reducción de la inflación y con los potenciales límites al financiamiento externo que probablemente enfrentará Argentina. La importancia de la credibilidad no debería ser subestimada, tomando en cuenta el deterioro significativo de la calidad de las instituciones argentinas durante la última década.

La adopción de un enfoque gradual respecto a la reducción del déficit fiscal tiene sentido, tomando en cuenta la contracción moderada por la que está pasando la economía, pero también resulta eficiente porque estas medidas estructurales generarían una recuperación del crecimiento que asimismo reduciría el déficit fiscal. Entonces, sería poco razonable concentrar el ajuste fiscal en el corto plazo, especialmente cuando las eliminaciones necesarias de distorsiones ya están generando un costo social neto considerable.

El paso gradual del ajuste fiscal, anunciado por el gobierno, requiere un acceso significativo a financiamiento por emisión de deuda. Se estima que el déficit fiscal del 2016 sería de USD 30 mil millones, lo cual requeriría USD 8 mil millones adicionales en renovación de deuda, mientras que el pago a *holdouts* requeriría un pago de suma alzada de USD 12 mil millones. Dado que el mercado de capitales doméstico es pequeño—en parte como resultado de la nacionalización del sistema de pensiones, llevado a cabo por el anterior gobierno—la mayoría del financiamiento por deuda tendría que venir por parte de mercados internacionales de capitales. Neto de financiamiento intra-público de USD 11 mil millones y un estimado de emisión de deuda de USD 7 mil millones en el mercado doméstico, las necesidades de endeudamiento para el 2016 ascenderían a USD 32 mil millones. Dada la calificación crediticia precaria de Argentina y, considerando que la emisión externa total de bonos por mercados emergentes en el 2015 fue alrededor de USD 75 mil millones, **el Comité considera que el gobierno necesitaría aproximadamente USD 12 mil millones de financiamiento monetario para reducir el monto de emisión de deuda externa a USD 20 mil millones. El Comité considera que este monto de financiamiento externo, el cual sería factible para el 2016, pondría a prueba los límites de Argentina al acceso a mercados internacionales de capitales.** De esta manera, el financiamiento monetario necesario sería consistente con una reducción moderada de la inflación, menor respecto al nivel de 30% durante los últimos tres años.

El Banco Central ha anunciado que su objetivo primario es controlar la inflación, dejando de lado gradualmente el ancla nominal del tipo de cambio. **El Comité considera que este es un enfoque razonable porque (a) las reservas internacionales son bajas; (b) los coeficientes de efecto traspaso en la región han bajado; con ello, parece haber un menor riesgo de que una devaluación se traslade a mayor inflación, como en los 1990s; y (c) la desdolarización ha reducido significativamente los riesgos de hoja de balance a partir de la volatilidad del tipo de cambio.** Dado esto, **el Comité considera que la actual dependencia en políticas de esterilización con deudas de corto plazo del Banco Central a tasas de interés altas genera el riesgo de crear un efecto bola de nieve sobre la deuda, lo cual comprometería la credibilidad de los objetivos de inflación del Estado y desestabilizaría las expectativas de inflación.**

En el contexto de construir un marco macroeconómico sólido y creíble, **al Comité le preocupa la posibilidad de un incremento súbito en la emisión de deuda en mercados internacionales de capital, por parte de un número de provincias.** Por ejemplo, la provincia de Buenos Aires ya ha emitido deuda externa a tasas de interés muy altas y más provincias podrían seguir este ejemplo, a medida que el problema de los *holdouts* se soluciona.

En el pasado, la insolvencia fiscal a nivel provincial ha afectado negativamente a la estabilidad financiera de Argentina. En los años 1980s y a final de los 1990s, varias provincias emitieron un monto enorme de deuda (local y externa) utilizando ingresos fiscales futuros como colateral. Por ejemplo, después de las crisis de Rusia y Brasil, un conjunto de provincias se encontró incapaz de cumplir sus repagos de deuda, debido en parte a que gran proporción del endeudamiento financió pago de salarios y otros gastos corrientes en lugar de inversiones productivas. El rescate financiero posterior, por parte del gobierno federal, complicó severamente la sostenibilidad fiscal de Argentina. Estos eventos aún se encuentran en las mentes de inversionistas internacionales, afectando la credibilidad de Argentina. **El Comité considera que el gobierno federal y las provincias deberían tratar de acceder a mercados internacionales de capitales con precaución y de manera coordinada; procurando evitar excesivo endeudamiento que podría poner en peligro la credibilidad del programa macroeconómico.**

### **Una estrategia para regresar a un crecimiento sostenido**

La estrategia para establecer credibilidad requiere no solamente un marco macroeconómico coherente, sino también una estrategia para impulsar la actividad económica y el empleo. **El Comité considera que, adicionalmente a las políticas estructurales que promuevan el crecimiento en el mediano plazo, las cuales son difíciles de implementar (ej. promover una integración internacional más dinámica; fortalecer los derechos de propiedad, las instituciones y la gobernanza; reducir la carga tributaria sobre el retorno del capital y la inversión), el Estado debería priorizar la atracción de inversión para solucionar la subcapitalización severa de los servicios públicos y la falta de una infraestructura adecuada de transporte.** Esta estrategia tendría tres puntos a favor: (a) generaría un aumento inmediato de demanda, (b) crearía capacidad productiva futura y aumentaría la productividad, (c) crearía una mayor demanda de mano de obra de menor calificación, lo cual tendría efectos positivos sobre la distribución del ingreso. Para que esto se materialice, el Estado necesita asegurar que se instale un marco regulatorio adecuado respecto a bienes públicos e infraestructura. Durante esta transición, arreglos legales y financieros específicos a ciertos sectores que fortalezcan los derechos de propiedad podrían apoyar a la atracción de proyectos de inversión.

La estrategia macroeconómica gradual implica una dependencia significativa de financiamiento a partir de mercados de capitales domésticos e internacionales. Por lo tanto, **el Comité considera que la recapitalización de servicios públicos y la inversión en proyectos de infraestructura deberían depender del apoyo financiero de los bancos multilaterales y regionales.**

Tal apoyo debería incluir formas creativas para ayudar a movilizar recursos privados domésticos y externos de largo plazo, siguiendo ejemplos en curso de otros países. Entonces, por ejemplo, los bancos multilaterales de desarrollo podrían invertir en fondos de infraestructura y fondos de capital privado junto con inversionistas privados e institucionales (ej. el IFC a través de su Fondo de

Infraestructura Global, el IDB a través de sus Fondos de Infraestructura Regional y la CAF mediante fondos de infraestructura sub-regional o nacional en varios países de la región como Colombia, México, Perú, Uruguay y Brasil). Más aún, los bancos multilaterales de desarrollo también podrían invertir o asociarse con bancos nacionales de desarrollo para cumplir estos u otros objetivos. Ejemplos de este tipo incluyen las inversiones de la CAF y el IFC en Financiera de Desarrollo Nacional en Colombia y COFIDE en Perú, las inversiones de la CAF con Banobras y Nafin en el Fondo de Fondos en México y múltiples casos de programas y proyectos de cofinanciamiento con tales instituciones domésticas.

**El Comité apoya el anuncio del Estado acerca de su intención de normalizar las relaciones con el FMI.** Esto no solo contribuiría a mejorar el acceso a mercados de capitales de Argentina, sino también a facilitar el acceso a financiamiento oficial de bancos de desarrollo.



Esta declaración fue redactada conjuntamente por:

**Laura Alfaro**, profesora, Escuela de Negocios de Harvard; ex Ministra de Planificación Nacional y Política Económica, Costa Rica

**Guillermo Calvo**, profesor, Universidad de Columbia; ex economista jefe, Banco Interamericano de Desarrollo

**Alberto Carrasquilla**, socio mayoritario, Konfigura Capital; ex Ministro de Finanzas, Colombia

**Pedro Carvalho de Mello**, profesor, Escuela de Negocios ESAGS (Sao Paulo); ex comisionado, Comisión de Valores Mobiliarios, Brasil

**Roque Fernandez**, profesor de Economía, Universidad UCEMA; ex ministro de Economía, Argentina

**Pablo Guidotti**, profesor, Universidad Torcuato di Tella; ex viceministro de Finanzas, Argentina

**Guillermo Perry**, investigador no residente, Center for Global Development; profesor, Universidad de los Andes; ex Ministro de Finanzas, Colombia

**Enrique Mendoza**, profesor presidencial de Economía y director del Penn Institute for Economic Research, Universidad de Pennsylvania

**Liliana Rojas-Suarez**, presidente, CLAAF; investigadora principal y directora de la Iniciativa Latinoamericana, Center for Global Development; ex economista jefe para América Latina, Deutsche Bank

**Ernesto Talvi**, director, Brookings Global-CERES Economic & Social Policy in Latin America Initiative, Brookings; director académico, CERES; ex economista jefe, Banco Central de Uruguay

*El Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (CLAAF) agradece el apoyo financiero del Centro para el Desarrollo Global (CGD), el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF), el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) y el Banco Central de Chile por financiar sus actividades. El Comité agradece a Brian Cevallos Fujiy por su apoyo durante la producción de esta declaración. El Comité es completamente independiente y autónomo en la emisión de sus declaraciones.*