

# La política cambiaria argentina entre 2016 y 2019. Situación y alternativas desde una perspectiva de Economía Política \*

Argentina's Exchange Rate Policy between 2016 and 2019.  
Context and possible scenarios from a Political Economy Perspective

Juan Miguel Massot

Universidad del Salvador (Argentina)

*miguel.massot@usal.edu.ar*

## Resumen

La sucesión en muy breve plazo de cambios no triviales en la política cambiaria de la Argentina plantea interrogantes tanto sobre los motivos que los originaron como sobre la eficiencia del régimen actual para lograr los objetivos de política macroeconómica. El presente ensayo examina la sostenibilidad de la política cambiaria de tipo de cambio flexible administrado vigente en el país entre diciembre de 2015 y las elecciones Primarias, Abiertas, Simultáneas y Obligatorias (PASO) de agosto de 2019, y la viabilidad de la adopción por un período determinado de un tipo de cambio fijo. El enfoque adoptado para el análisis es el de la economía política de los regímenes cambiarios bajo condiciones de restricción externa al crecimiento económico. A la fecha de redacción del ensayo, agosto de 2019, se concluye que la política cambiaria de un tipo de cambio fijo y una moneda depreciada puede ser una opción consistente con la obtención de los equilibrios internos y externos de la economía argentina hasta tanto se reúnan las condiciones para la adopción de un régimen de tipo de cambio flexible.

Palabras Clave: regímenes cambiarios; metas de inflación; política macroeconómica; Argentina.

Código JEL: E42; E58; F31; F41.

Recibido: 31/8/19      Aceptado: 1/9/19

## Abstract

The rapid succession of nontrivial changes in Argentina's exchange rate policy poses questions both on the motives which caused those changes and the effectiveness of the current regime to achieve macroeconomic objectives. Regarding this matter, this essay examines the sustainability of the managed flexible exchange rate policy currently in force in the country between December 2015 and the primary elections on August 2019, and the viability of adopting a fixed exchange rate for a certain period. The approach adopted for the analysis is that political economy of exchange rates regimes under external constraints on economic growth. At the ending date of this research, August 2019, it is concluded that a fixed exchange rate policy and a depreciated currency might be an option consistent with reaching the internal and external equilibrium of Argentinian economy until conditions are appropriate for the adoption of a flexible exchange rate regime.

Key words: Exchange rate regimes; inflation targeting; macroeconomic policy; Argentina.

JEL Code: E42; E58; F31; F41.

Received: 31/8/19      Accepted: 1/9/19

\*El autor agradece a Felipe de la Balze por sus valiosos comentarios y sugerencias a la primera versión, y muy especialmente a lo que en esta publicación se incluye en los apartados relacionados con las experiencias históricas argentinas, y a los interrogantes y cursos de acción alternativos. Asimismo, tuvieron un significativo valor los intercambios de ideas que pudo mantener sobre la segunda versión con Felipe de la Balze, Carlos Escudé, Andrés Cisneros, Fernando de Santibañez, Diana Tussie, Martín Piñero y Fabián Calle. El autor también agradece los comentarios y sugerencias que hicieron a la siguiente versión Héctor Rubini y Martín Quinteros. Finalmente, desea destacar especialmente las recomendaciones que el árbitro realizó a la última versión previa a su publicación. Los errores y omisiones, así como las opiniones y recomendaciones siguen siendo de mi absoluta responsabilidad.

## 1. Introducción

La sucesión en muy breve plazo de cambios no triviales en la política cambiaria de la Argentina, aun bajo un acuerdo stand by firmado con el Fondo Monetario Internacional (FMI) en 2018, plantea interrogantes tanto sobre los motivos que los originaron, así como sobre la eficiencia del régimen actual para lograr los objetivos de política macroeconómica. Al respecto, el presente ensayo se propone examinar la sostenibilidad de la política cambiaria de tipo de cambio flexible administrado vigente al momento de llevarse a cabo las elecciones Primarias, Abiertas, Simultáneas y Obligatorias (PASO) de agosto de 2019, y la viabilidad de la adopción por un período determinado de un tipo de cambio fijo. El examen de los eventos y de la política económica aplicada se finalizó en ese mes, por lo cual, lo concluido y las recomendaciones aquí esbozadas no abordan ni los sucesos posteriores a dicha fecha ni sus efectos a futuro.

El enfoque adoptado para el análisis es el de la economía política de los regímenes cambiarios bajo condiciones de restricción externa al crecimiento económico. El primero enfatiza la posición adoptada por los diversos grupos de presión, en cuanto beneficiarios o perjudicados por las decisiones sobre la adopción de un régimen cambiario y el nivel del tipo de cambio. El segundo, se centra en la relación entre la dinámica de los flujos comerciales y financieros en el corto y mediano plazo, y la sostenibilidad de la tasa de crecimiento económico.

La hipótesis de la que se parte es que la evolución y proyecciones de los indicadores macroeconómicos de empleo, precios, balance de pagos y posición de inversión internacional del país revelan la necesidad de modificar el régimen actualmente vigente y reemplazarlo por uno de tipo de cambio fijo y moneda nacional depreciada, hasta tanto se creen las condiciones para adoptar un régimen de tipo de cambio flexible y una política monetaria de objetivos de inflación.

Para ello se examinó la literatura teórica y empírica sobre la economía política de los regímenes cambiarios y sobre restricción externa al crecimiento; asimismo, se analizaron los indica-

dores y proyecciones macroeconómicas del país y de la economía mundial a fin de verificar el cumplimiento de los presupuestos indicados en la literatura tanto para la adopción como para el sostenimiento de los regímenes cambiarios.

Al momento de la redacción de este ensayo se concluye que en el caso que la actual política cambiaria no sea sostenible, y hasta tanto se reúnan las condiciones para la adopción de un régimen de tipo de cambio flexible, la política cambiaria de un tipo de cambio fijo y una moneda depreciada puede ser una opción consistente con la obtención de los equilibrios internos y externos de la economía argentina.

El ensayo se divide en las siguientes partes. Primero se presenta una síntesis del marco teórico utilizado. Segundo, se analiza, estilizada-mente, el grado de cumplimiento de sus supuestos para el caso argentino. Luego, se examina la política cambiaria en curso, los interrogantes que plantea y las opciones disponibles. Finalmente, se presentan las conclusiones.

## 2. Marco teórico

### 2.1. El trilema de la economía abierta

La Economía es una disciplina de gestión. Por ello, las respuestas de política económica deben ser pragmáticas, situacionales, nunca dogmáticas. Esto implica tomar en cuenta el contexto social, político e internacional en el que se aplica, la conformación del gobierno, la capacidad del Estado para ejecutarla, el rol de los grupos de presión, entre otras variables.

En ese sentido, las soluciones y los planteos sobre los regímenes cambiarios deben ser siempre situacionales. Cada vez que se abstrae del caso real bajo análisis se corren riesgos de cometer errores adicionales a los que de por sí tiene una decisión de este tipo. De esta manera, cuando se desea aplicar a un caso, no puede adoptarse un marco teórico sin contemplar esos aspectos. Tampoco se pueden perder de vista las propias circunstancias del analista, cuya subjetividad -en sentido amplio- afectará las conclusiones y recomendaciones que pueda formular.

Explicitado el enfoque general, para el planteo del marco teórico se parte de la presentación de los objetivos de una política macroeconómica en una economía abierta. Los objetivos de tal política son: a) pleno empleo; b) baja inflación; c) saldo de la cuenta corriente de balance de pagos sostenible en el tiempo (Pilbeam, 2013, pp. 72-73).

Por su parte, corresponde presentarlas dos preguntas centrales sobre un régimen cambiario: ¿cuál es el régimen cambiario más eficiente para alcanzar esos objetivos? ¿A qué nivel de tipo de cambio real es posible lograrlo? (Frieden, 2015, p. 2).

Para el abordaje de estas cuestiones puede partirse del denominado trilema monetario de la economía abierta. Éste plantea que un país no puede simultáneamente ser abierto financieramente, tener un tipo de cambio fijo, y una política monetaria autónoma (Obstfeld, Shambaugh y Taylor, 2004; Aizenman, 2011). Dada la globalización financiera, el trilema se reduce a un dilema: tipo de cambio flexible (y política monetaria autónoma), o tipo de cambio fijo (y política monetaria endógena) (Frieden, 2015, pp. 5-6).

La experiencia histórica indica, también, que los países en muchas ocasiones no suelen adoptar las soluciones de esquina, sino que tratan de adoptar combinaciones flexibles de instrumentos; por ejemplo, un régimen de tipo de cambio flexible y administrado permite algún grado de autonomía monetaria y simultánea apertura financiera, debido a la intervención eventual del banco central en el mercado cambiario (Klein y Shambough, 2010, p. 16).

Asimismo, como lo señala Rodrik (2011, pp. 285-288), es necesario que este trilema sea enriquecido con una visión de economía política y que se lo haga a la luz de la experiencia histórica (Eichengreen, 2000, pp. 3-8). De esta manera, existe otro trilema, que es el de la economía política de la economía abierta que indica que sólo se pueden alcanzar al mismo tiempo dos de los siguientes tres objetivos: la integración económica internacional del país, la política de masas y la autonomía nacional en las políticas públicas. De esta manera, un país integrado comercial y financieramente al mundo debe elegir entre las otras dos.

Nuevamente, tal como ocurre con el primer trilema, es factible evitar las soluciones de esquina aplicando combinaciones intermedias que eviten tener que renunciar completamente a alguna de ellas.

Con respecto a estos trilemas, y siguiendo lo explicado detalladamente por Eichengreen (2000) a lo largo de su texto, y por Rodrik (2011, 289-294), la evidencia empírica señala lo siguiente. Durante el patrón oro y el patrón cambio dólar surgido de los acuerdos de Bretton Woods, el tipo de cambio fijo de los países que participaban de estos sistemas fue acompañado, alternativamente, por la libertad del movimiento de capitales o por la autonomía en la política monetaria de los países. En las décadas siguientes a la caída del patrón cambio dólar, los países tendieron progresivamente a adoptar regímenes más flexibles de tipo de cambio, al tiempo que crecía el movimiento de capitales.

A su vez, en el caso del régimen del patrón oro, por ejemplo, la política de masas no había sido aun concebida, permitiendo que se lograran los otros dos objetivos: integración al mundo y políticas públicas autónomas. A partir de los años cincuenta los países signatarios de los Acuerdos de Bretton Woods mantenían una integración comercial y financiera muy limitada, lo que le permitió aplicar políticas de masas de profundidad creciente sin perder la libertad para fijar otras políticas internas. A medida que la integración económica comenzó a tomar entidad a partir de los años setenta y, especialmente, de los ochenta, los países se vieron obligados progresivamente a buscar soluciones políticamente factibles entre los otros dos objetivos. Vale señalar como ejemplo el lugar que actualmente ocupan en la agenda política y en los debates sociales las reformas laborales y previsionales.

## 2.2. La economía política de los regímenes cambiarios

La literatura de la economía política de la política cambiaria plantea que, aun cuando cumpla con las condiciones de los trilemas antes expuestos, la adopción y sostenibilidad en el tiempo de un régimen cambiario no es resultado de una elección irrestricta del gobierno. Su adopción y sostenimiento es también consecuencia de

la influencia que ejerzan los grupos de presión en cada caso (Frieden, 2015, pp. 1y 2).

Aportes como los Frieden (2015, pp.19-48) y Steimberg (2015; pp.20-54) permiten resumir los actores en dos grandes grupos. Uno es el que prefiere el tipo de cambio flexible porque facilita la depreciación de la moneda en caso de aumentos de costos internos y shocks externos negativos. Éste tiende a estar constituido por el sector industrial y los exportadores. El otro está conformado por los que prefieren algún tipo de fijación del tipo de cambio por su menor volatilidad y su sesgo a la apreciación de la moneda nacional, y suele aglutinar a las empresas extranjeras no exportadoras, al sector financiero, y a los deudores en moneda extranjera.

La evidencia empírica de las últimas décadas reseñada por los autores antes citados provee información relevante adicional sobre estas cuestiones, la cual permite matizar las preferencias por sistemas cambiarios y niveles de tipo de cambio real entre los dos grupos antes expuestos. Tal evidencia empírica puede resumirse en:

1. Luego de 1971 en que Nixon declara la inconvertibilidad del dólar en oro, se inicia un camino de progresiva adopción de regímenes de tipo de cambio flexible, con plena movilidad de capitales y alguna variante de regla de política monetaria y autonomía del banco central. Esta política es la que aplican todos los países desarrollados, así como muchos emergentes, incluyendo los latinoamericanos, en el marco de las recomendaciones surgidas de las crisis financieras de los noventa. Finalmente, cuenta con el respaldo de los organismos financieros internacionales y la banca mundial;
2. A pesar de lo expuesto, hay países que han tendido a usar en ocasiones el tipo de cambio fijo en su lucha contra la inflación elevada;
3. Menor importancia en el tiempo del rol de la política comercial en la protección de la producción doméstica de bienes transables, lo que aumenta la frecuencia e intensidad de los reclamos de los sectores productores de esos bienes sobre el nivel del tipo de cambio real;
4. El endeudamiento externo sesga a los gobiernos hacia el tipo de cambio fijo y moneda nacional apreciada;
5. La población suele preferir una moneda nacional apreciada porque le aumenta su poder de compra en divisas;
6. La existencia de sindicatos fuertes reduce la posibilidad de una reducción sostenida en el tiempo de los salarios reales;
7. La desregulación económica de los mercados permite, en algunos casos, que los precios tengan un mayor nivel de correlación con el dólar u otra divisa extranjera;
8. Ante procesos de persistente incertidumbre económica y política los agentes tienden a dolarizar sus carteras de activos como política de gestión del riesgo financiero
9. Se registra un temor de algunos gobiernos a dejar flotar la moneda por la incertidumbre que puede producir, y la posibilidad de que tales fluctuaciones sean agudas y que sus efectos se trasladen al resto de la economía.
10. Hay una tendencia en no pocos países a generar ciclos políticos de las devaluaciones en los que los gobiernos atan los ajustes del tipo de cambio a los tiempos electorales.
11. Aumento de la importancia de empresas pertenecientes a cadenas globales de valor que, aun siendo exportadoras, pueden tender a preferir tipos de cambio estables que favorece la planificación empresarial.
12. En el caso de países pequeños y exportadores de commodities, los agentes que participan de estos mercados tienden a preferir el tipo de cambio fijo, dado que son tomadores de precios en el mercado mundial. En este subgrupo sobresalen los productores más modernos, grandes y sofisticados que tienen intereses comerciales y financieros más complejos, todo lo cual contribuye a reducir su preferencia por la flexibilidad cambiaria y las monedas depreciadas.

Entonces, los resultados encontrados por Frieden (2015, pp.19-48) y Steimberg (2015; pp. 20-54) agregan elementos desde la perspectiva de la economía política que permiten comprender, al menos hasta cierto punto, las razones por las que algunos países adoptan en no pocas ocasiones regímenes de tipo de cambio fijo o poco flexibles, o incluso la “dolarización”, a pesar de la tendencia mundial a la adopción de tipos de cambio flexibles.

### 2.3. La restricción externa al crecimiento económico

La restricción externa al crecimiento económico fue expuesta por Arthur Thirlwall en su trabajo seminal de 1979. La literatura teórica y empírica a que dio lugar ha sido muy extensa, algo que el propio autor reseñó en otro artículo del año 2012.

Básicamente, lo que señala esta teoría, es que un país no puede crecer indefinidamente a cierta tasa sin que haya un acompañamiento de las exportaciones que permitan sostener, en el largo plazo, un saldo equilibrado de cuenta corriente de balance de pagos. Desde otra perspectiva, existe una tasa de crecimiento económico para cada país que respeta el equilibrio intertemporal del saldo de cuenta corriente del balance de pagos. Un país puede crecer por encima de esa tasa solo transitoriamente, ya que en caso contrario incurrirá en una crisis y un ajuste económico para restablecer el equilibrio externo.

Algunos trabajos posteriores han señalado que la importancia creciente que han tenido los flujos de capitales no impide el cumplimiento de la hipótesis central de Thirlwall. Esto tiene varios fundamentos. Entre ellos se destacan, primero, la prociclicidad de los flujos de capitales; segundo, en que el pago de intereses y remisión de utilidades afecta el flujo futuro, y con ello, la sostenibilidad de la tasa de crecimiento; finalmente, la posibilidad de que los capitales ingresados no se hayan aplicado a inversiones que generen las divisas que permitan financiar el pago de sus servicios futuros (Thirlwall y Hussain, 1982; McCombie y Thirlwall, 1997; Elliot y Rhodd, 1999; Ferreira y Canuto, 2001; Moreno-Brid, 2003; Vera, 2006; Alleyne y Francis, 2008).

Un caso particular lo representa el auge de los precios de los productos de exportación que, en muchas ocasiones, son transitorios y procíclicos al crecimiento de la economía mundial y a los flujos de capitales hacia países exportadores de commodities. De esta manera, el auge y caída de los precios internacionales, así como de la tasa de interés y de la liquidez internacional sólo agregan volatilidad a la tasa de crecimiento compatible con el equilibrio externo. En el caso del endeudamiento externo debe tenerse en cuenta, además, la posibilidad

de que, aun si se retomase la tasa de crecimiento económico compatible con el equilibrio externo, se deba sostener en el tiempo una menor tasa de crecimiento de la absorción interna para poder generar los excedentes de divisas y hacer frente a los servicios acrecidos de la deuda externa (Massot et al., 2015, pp. 377-394; Lanteri, 2019).

Además, los períodos de auge de ingreso de capitales o de precios de productos de exportación tienden a incentivar un aumento exuberante de la absorción interna, consecuencia de decisiones de los agentes que, con el paso del tiempo, se constatarán intertemporalmente inconsistentes con el equilibrio externo.

Aun cuando esta hipótesis ha sido motivo de concienzudos debates teóricos, la evidencia empírica reseñada en Thirlwall (2012) y Blecker (2016) es suficientemente contundente para tomarla como parte del marco teórico de este ensayo. Asimismo, este enfoque tiene especial relevancia para aquellos países con estructuras de exportaciones basadas en commodities, resistentes a la aplicación de políticas macroeconómicas prudenciales, y más proclives al endeudamiento externo. En no pocos de ellos, además, la fragilidad institucional conduce a que las crisis asociadas a la restricción externa deriven en crisis políticas y sociales (Massot et al., 2015, pp. 386 y 394).

## 3. La política cambiaria 2016-2019

### 3.1. Descripción estilizada de su evolución y análisis de la política actual

El gobierno argentino inició su administración con una política económica relacionada al sector externo en la que se destacan las siguientes medidas: fijó objetivos de inflación (inflation targeting) con tipo de cambio flexible, en un marco de unificación cambiaria; reacomodamiento de precios relativos (tarifas, flexibilización en precios regulados del sector privado), apertura comercial externa, que incluye la eliminación de derechos de exportación y de trabas administrativas a las importaciones; relanzamiento de las negociaciones comerciales externas, y, finalmente, el restablecimiento de la libre movilidad de capitales y disponibilidad de las divisas de exportación (BCRA, 2016 a, b y c).



Luego de un salto inflacionario y un proceso recesivo, hacia el primer trimestre del año 2017 la tasa de inflación tendió a reducirse y la economía a mostrar alguna recuperación (BCRA 2017 a y b). Sin embargo, a partir del segundo trimestre de 2018 se inicia un período de contracción de la actividad económica, a lo que se sumó la acelera-

ción de la inflación, la dificultad para reducir el déficit fiscal, la falta de dinamismo exportador y de la inversión privada. Este proceso finalmente concluiría en una crisis cambiaria (BCRA, 2018). La evolución de los indicadores macroeconómicos se puede observar en los cuadros 1 a 3 del anexo.

Cuadro 1: Indicadores de actividad y precios

Período	Crecimiento del PIB		Desempleo	Inflación	
	% trim desest	% trim i.a.	Tasa país	IPC Nac	IPC CABA
IV 15	-1,2%	2,5%	s/d	s/d	7,7%
I 16	-0,9%	0,7%	s/d	s/d	11,9%
II 16	-1,5%	-3,9%	9,3%	s/d	15,5%
III 16	0,3%	-3,3%	8,5%	s/d	2,7%
IV 16	0,6%	-1,5%	7,6%	s/d	6,2%
I 17	0,6%	0,3%	9,2%	s/d	7,1%
II 17	1,1%	2,1%	8,7%	6,4%	5,6%
III 17	1,6%	3,8%	8,3%	4,6%	5,1%
IV 17	0,9%	4,5%	7,2%	5,3%	6,2%
I 18	-0,2%	4,1%	9,1%	6,9%	6,5%
II 18	-4,7%	-3,8%	9,6%	7,9%	9,3%
III 18	-0,3%	-3,7%	9,0%	11,5%	12,8%
IV 18	-1,3%	-6,1%	9,2%	14,6%	10,8%
I 19	-0,2%	-5,8%	10,1%	10,1%	11,6%
II 19	s/d	s/d	s/d	11,1%	9,9%

Fuente: elaboración propia en base a datos INDEC (crecimiento del PIB, tasa de desempleo y tasa de inflación IPC Nacional) y de la Dirección General de Estadísticas y Censos del Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires (IPC CABA).

Observaciones: los datos de crecimiento están expuestos como tasa de crecimiento trimestral desestacionalizada (% trim. desest) y como tasa de crecimiento trimestral interanual (% trim. i.a.). Los datos de inflación se refieren a la inflación acumulada en el trimestre. s/d: sin datos publicados a la fecha de la elaboración del artículo.

Cuadro 2: Indicadores del sector externo

Período	Saldo de cuenta corriente		Tipo de cambio (dólar)		Tipo de cambio real multilateral	Términos de intercambio
	Millones USD	% PIB	Nominal	Real		
IV 15	-5.101	-3,2%	10,1	0,58	78,9	129,0
I 16	-4.897	-4,1%	14,4	0,76	100,5	128,6
II 16	-2.931	-2,0%	14,1	0,70	92,5	133,1
III 16	-2.967	-2,1%	14,9	0,71	92,7	139,6
IV 16	-4.311	-3,0%	15,5	0,71	90,2	135,1
I 17	-7.231	-5,0%	15,7	0,68	88,6	130,5
II 17	-6.734	-4,0%	15,7	0,65	84,1	127,0
III 17	-8.266	-5,2%	17,3	0,68	91,1	128,0
IV 17	-9.367	-5,7%	17,6	0,65	87,5	135,6
I 18	-9.369	-6,0%	19,7	0,69	94,6	133,3
II 18	-8.500	-5,6%	23,5	0,76	100,1	137,4
III 18	-7.453	-6,4%	32,1	0,90	118,7	129,7
IV 18	-2.157	-1,9%	37,2	0,94	120,5	127,2
I 19	-3.849	-3,4%	39,1	0,90	116,7	130,1
II 19	s/d	s/d	44,0	0,94	116,82	s/d

Fuente: elaboración propia en base a datos INDEC (saldo de cuenta corriente y términos de intercambio) y del BCRA (tipo de cambio nominal y tipo de cambio real multilateral).

Observación: El tipo de cambio (dólar) real fue estimado a partir del cálculo de Buscaglia (2001; p. 88) de \$1,462, y actualizado por el IPC de la Argentina y el IPC de los Estados Unidos. El dato expuesto es la relación entre el dólar según la cotización promedio del trimestre (BCRA) y el dólar de PPP obtenido por la estimación. Cuando más bajo es el dato, mayor el nivel de apreciación real de la moneda nacional con respecto al dato de PPP. s/d: sin datos publicados a la fecha de la elaboración del artículo.

Cuadro 3: Indicadores del sector público y monetario

Período	Resultado Primario % PIB	Resultado Financiero % PIB	Rentas Propiedad % PIB	Total de deuda externa	Deuda externa SPNF % PIB	Base Monetaria Mill Pesos	M1 Privado Mill Pesos	M1 Privado % PIB	Reservas internac. Mill USD
IV 15	-5,6%	-6,9%	1,6%	167.412	5,8%	575.528	594.103	9,1%	26.384
I 16	-2,9%	-3,7%	1,1%	176.644	12,6%	584.422	606.895	8,7%	28.063
II 16	-3,5%	-5,4%	2,2%	176.971	9,1%	594.918	608.481	7,2%	31.360
III 16	-5,0%	-5,5%	0,9%	179.955	10,5%	676.071	651.074	7,7%	32.086
IV 16	-6,3%	-8,1%	2,1%	181.432	10,8%	733.966	703.716	7,9%	37.330
I 17	-2,6%	-3,1%	1,3%	199.161	12,9%	813.018	769.575	8,4%	47.035
II 17	-4,3%	-7,0%	3,1%	204.914	10,7%	796.641	787.463	7,4%	47.818
III 17	-3,4%	-4,2%	1,4%	217.510	13,1%	860.666	863.699	7,9%	49.041
IV 17	-7,2%	-8,9%	2,6%	234.549	14,0%	925.664	926.162	8,0%	53.756
I 18	-2,3%	-3,0%	2,0%	252.896	17,5%	1.025.828	984.975	8,0%	61.561
II 18	-3,1%	-4,5%	2,4%	261.476	19,1%	1.036.315	973.902	6,8%	56.040
III 18	-2,5%	-3,5%	2,3%	255.490	20,6%	1.192.866	1.000.170	6,7%	55.438
IV 18	-5,6%	-8,1%	3,7%	277.932	31,7%	1.281.720	1.007.851	6,0%	52.854
I 19	-1,1%	-2,6%	2,9%	275.828	37,1%	1.334.402	1.091.773	6,2%	67.038
II 19	-0,4%	-3,3%	3,7%	s/d	s/d	1.336.467	1.146.810	5,5%	68.260

Fuente: elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Hacienda de la Nación (Resultado Primario, Resultado Financiero y Rentas de la Propiedad), INDEC (PIB, Total deuda externa, Deuda externa del Sector Público no Financiero) y BCRA (Base monetaria, M1 privado y Reservas internacionales). El PIB nominal para el II trimestre de 2019 es de estimación propia con un dato de \$ 20.942.879 millones. Los datos monetarios y de reservas son el promedio trimestral mensual publicado por el BCRA. s/d: sin datos publicados a la fecha de la elaboración del artículo.

Ante un escenario de ahogo financiero y de divisas, en agosto de 2018 el gobierno firma un acuerdo stand by con el Fondo Monetario Internacional (FMI) que incluía un programa fiscal y monetario, y una política cambiaria de tipo de cambio flexible. Las metas, condicionalidades y montos del acuerdo rápidamente resultaron poco realistas, lo cual devino en otro acuerdo en octubre del mismo año (IMF, 2018 a y b).

En ese marco, en setiembre de 2018 las autoridades abandonan el régimen de metas de inflación para adoptar a partir del 1 de octubre uno de agregados monetarios. De allí en más, el Banco Central se comprometió a no aumentar la base monetaria hasta junio de 2019, la cual se ajustaría en junio y diciembre para captar la estacionalidad positiva de la demanda de dinero y no generar un efecto contractivo monetario adicional. A esta decisión se sumó una depreciación del peso y la instauración de un régimen de tipo de cambio flexible pero administrado, en un canal de no intervención ajustable periódicamente. El BCRA (2018, p.5) resumía su nueva política cambiaria de la siguiente manera:

*El objetivo de base monetaria se complementa con la definición de zonas de intervención y no intervención cambiaria para el tipo*

*de cambio hasta fin de 2018. La zona de no intervención cambiaria quedó definida el 1° de octubre para un tipo de cambio de 34 pesos por dólar en el límite inferior y 44 pesos por dólar en el superior. Estos límites se ajustan diariamente a una tasa del 3% mensual. Por encima de la zona de no intervención, el BCRA puede realizar ventas de moneda extranjera por hasta 150 millones de dólares diarios, generando una contracción monetaria adicional en momentos de mayor debilidad del peso. De manera opuesta, el BCRA puede realizar compras de moneda extranjera cuando el peso se aprecia y se ubica debajo de la zona de no intervención. El BCRA puede decidir retirar o no los pesos inyectados por la compra de moneda extranjera en la zona de compra, de acuerdo con la marcha de la inflación y sus expectativas. Dentro de la zona de no intervención, el tipo de cambio fluctúa libremente. Este sistema combina adecuadamente los beneficios de la flexibilidad cambiaria para enfrentar shocks reales con la posibilidad de acotar fluctuaciones excesivas y disruptivas que puedan aparecer en un mercado cambiario aún poco profundo como el nuestro.*

Estos cambios, estaban acompañados por una política fiscal con objetivo en el equilibrio fiscal primario para 2019. En enero la banda de

no intervención pasó a ajustarse a una tasa diaria equivalente a una del 2% mensual (BCRA, 2019 a).

Los resultados del segundo acuerdo con el FMI tampoco resultaron satisfactorios, ya que no restablecieron la confianza de los agentes, ni permitieron bajar la inflación ni recuperar el crecimiento económico. Ante esta situación, el 17 abril de este año el BCRA anuncia una nueva modificación de su política monetaria y cambiaria, con la anuencia del FMI (BCRA, 2019, b, p.4):

*Para evitar que la inflación registrada recientemente se vuelva persistente, el Comité de Política Monetaria (COPOM) del BCRA ha tomado una serie de medidas que refuerzan el actual esquema monetario. Se extendió el objetivo de crecimiento nulo de la base monetaria hasta fin de año; se eliminó el ajuste estacional de la base monetaria en junio; se hizo permanente el sobre cumplimiento de la meta obtenida en febrero; y se fijaron hasta fin de año los límites de la zona de no intervención en su nivel a la fecha de publicación de este informe (39,75 – 51,45 pesos por dólar). Asimismo, el BCRA se abstendrá de comprar divisas por debajo del límite inferior de la zona de no intervención hasta el 30 de junio de 2019.*

A pesar de esta modificación, al mes siguiente el régimen fue reemplazado por un tipo de cambio flexible, pero con intervención no anticipada del Banco Central, con el fin de estabilizar el precio de la moneda nacional y reducir la tasa de inflación. Rubini (2019 a, p.3) lo sintetiza de la siguiente forma:

*Después de Semana Santa se aceleró la huida contra pesos en nuestro país y contra deuda en el exterior. Esto último llevo el jueves 25 a un salto inicial del riesgo país de Argentina (EMBI de JP Morgan) de 950 puntos a 1.009 puntos, para cerrar luego a 939. Semejante volatilidad encendió todas las alarmas y luego de un diálogo entre las autoridades locales y funcionarios del FMI se anunció la eliminación de la banda cambiaria a partir del 28 de mayo (al menos hasta fin de junio) y la habilitación al BCRA a intervenir cualquiera sea el tipo de cambio, sin obligación alguna a vender divisas si el dólar llegara a perforar el “piso” de la banda cambiaria vigente hasta entonces. Si*

*el tipo de cambio supere el techo de \$51,48, el BCRA cuenta con la aprobación del FMI para aumentar el tope de ventas diarias de U\$S 150 millones a U\$S 250 millones.*

Entre junio y las elecciones primarias, abiertas, simultáneas y obligatorias (PASO)<sup>1</sup>, celebradas el día 11 de agosto, Argentina aplicó una política cambiaria que se caracteriza por un mercado libre, plena movilidad de capitales, con un tipo de cambio que no es fijo, pero tampoco realmente flexible, debido a la capacidad de intervención tanto del banco central como del Ministerio de Hacienda; y un nivel de tipo de cambio real con tendencia a la apreciación debido a que el aumento del precio del dólar es consistentemente menor a la tasa de inflación.

Los primeros resultados de las elecciones primarias hechos públicos por el gobierno nacional la misma noche del 11 de agosto disparó el tipo de cambio, he hizo colapsar los precios de los bonos públicos y de las acciones, tanto en el mercado local como en el Nueva York.<sup>2</sup> El BCRA habría contado con las herramientas para estabilizar el dólar en el límite máximo fijado en el acuerdo con el FMI (\$ 51,45), y evitar las consecuencias económicas, financieras y sociales de la brusca devaluación de la moneda nacional.<sup>3</sup>

1. Las PASO fueron creadas en 2009 por Ley N.º 26571.

2. La cotización del dólar estadounidense pasó de \$ 45,20 el viernes 9 a \$ 53 el lunes 12, a \$ 55,80 el martes, \$ 60,40 (pico de la cotización). El viernes 16 cerraría a \$ 55 y el viernes 23 a \$ 55,15. En total, un aumento en la cotización del 22%, con un pico 33,6% el 14 de agosto. Datos del BCRA en [http://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Cotizaciones\\_por\\_fecha\\_2.asp](http://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Cotizaciones_por_fecha_2.asp) [extraído el 25/8/2019]. El índice Merval cerró en 44.355 puntos el 9 de agosto, cae a 27.530 el lunes 12, y a 26.585 el viernes 23 (-60% en pesos). El riesgo país del banco J.P Morgan (EMBI +) subió de 860 puntos básicos el 11 de agosto, alcanzó un pico de 1.883 el día 19 y se reduce a 1.821 puntos el viernes 23 del mismo mes (+111,7%). Datos extraídos de Rava Bursátil [<https://www.rava.com/empresas/perfil.php?e=-MERVAL>] y [<https://www.rava.com/empresas/perfil.php?e=RIESGO%20PAIS>] [extraídos el 25/8/2019].

3. Incluyen ventas de dólar spot, contratos de dólar futuro, venta de dólares por entidades financieras estatales.



Sin embargo, la intervención se realizó progresivamente recién a partir del mediodía del día lunes 12 de agosto, y fue convalidando la cotización del mercado hasta que alcanzó los \$60 aproximadamente. A partir de esa cotización, en las siguientes intervenciones se habría buscado encauzar la cotización a la baja en un marco de menor volatilidad diaria e intradiaria.

Lo ocurrido en esas semanas no puede interpretarse sino desde los acontecimientos políticos. El resultado de las PASO, en las que resultó ganador por amplio margen un candidato opositor<sup>4</sup>, y las sucesivas declaraciones de funcionarios y referentes opositores, habrían sido cruciales tanto en la brusca depreciación inicial como en la estabilidad subsiguiente.<sup>5</sup>

La fragilidad económica, social y política en la que se sumió el país a partir del pasado 11 de agosto no permite afirmar, al menos a esta fecha, que se haya logrado cierta estabilidad cambiaria por los próximos meses. Muy por el contrario, confirman la necesidad de analizar las opciones de regímenes cambiarios que se le abren al país una vez asumido el nuevo presidente de la Nación en diciembre próximo. En ese marco, y de acuerdo con la literatura sobre opciones y efectos de los regímenes cambiarios, como lo detalla la extensa revisión que sobre el tema realizan Klein y Shambough (2010) en su texto, se puede señalar lo siguiente.

4. Fue la fórmula presidencial Alberto Fernández y Cristina Fernández del Frente para Todos.

5. El candidato Fernández declaró el 15 de agosto que *“el dólar a \$60 está bien”,* y que *“tiene un valor razonable y no hay razones para que siga aumentando”* [[https://www.clarin.com/politica/alberto-fernandez-dolar-60-pesos-bien-\\_0\\_O8BwsSZoN.html](https://www.clarin.com/politica/alberto-fernandez-dolar-60-pesos-bien-_0_O8BwsSZoN.html)] [extraído el 25/8/2019]. Por su parte, el nuevo ministro de hacienda, Hernán Lacunza, declaró el 25 de agosto: *“El tipo de cambio [...] está largamente por encima del equilibrio de mediano plazo [...]. No hay razón ni de competitividad ni de flujo de capitales que pueda justificar otra corrección. Cualquier demanda adicional a este precio es meramente especulativa o irracional”,* y, *“No sirve tener reservas en el BCRA y un dólar como un barrilete”* [[https://www.clarin.com/economia/hernan-lacunza-sirve-tener-reservas-dolar-suba-barrilete-\\_0\\_b7\\_vPbwgT.html](https://www.clarin.com/economia/hernan-lacunza-sirve-tener-reservas-dolar-suba-barrilete-_0_b7_vPbwgT.html)] [Extraído el 25/8/2019]. Para un análisis de lo acontecido y medidas adoptadas, véase Rubini (2019 b).

Primero, la historia local y los eventos de los últimos dos años no permiten reducir la incertidumbre cambiaria y macroeconómica, aun cuando el gobierno tenga la capacidad para intervenir en el mercado cambiario y sostener un determinado nivel de tipo de cambio nominal. Es más, esta medida pierde eficacia porque es interpretada como una política de corto plazo y asociada al ciclo político de las devaluaciones, tal como fue confirmada al momento de los resultados de las PASO.

Segundo, en una economía parcialmente dolarizada, lo anterior también implica que se deba mantener una tasa de interés mayor a la que existiría con un régimen cambiario creíble. Esta política monetaria, que a corto plazo procura aumentar el costo de oportunidad de la dolarización de carteras, no ha resultado eficaz. Además, ha ahogado la reactivación económica y del empleo, contribuyendo a profundizar las expectativas negativas de los agentes.

Finalmente, y tal como ya se indicó, la progresiva apreciación real del peso, y que fuera corregida, quizás transitoriamente, desde el 12 de agosto pasado, afecta al sector exportador y a la generación de divisas, lo cual realimenta las expectativas de una futura depreciación acelerada de la moneda.

### 3.2. Interrogantes y cursos de acción alternativos

El primer interrogante es si la política cambiaria actual es óptima. Una respuesta es que el actual régimen no es el mejor, pero es el único “posible” dada las restricciones que se enfrentan.

Ahora bien, ¿es razonable pensar así en una disciplina de gestión, pragmática, y orientada a dar respuestas a la sociedad? Aun cuando se reconozca que a medida que se reduce el tiempo hasta las elecciones presidenciales se reduce el grado de libertad para su modificación, nada impide que se pueda plantear una serie de cuestiones a futuro.

Por ejemplo, ¿pueden las políticas monetaria y fiscal colaborar con la cambiaria para salir de la estanflación sin caer en otra crisis externa?

Dada la apertura financiera, el nivel de incertidumbre y la política cambiaria aplicada, la política monetaria es consecuencia de esta última; si se reduce significativamente la tasa de interés se acelera la depreciación del peso; y si es muy alta, no permite la reactivación económica. Entonces, en este contexto, la política monetaria no sólo no es autónoma, sino que está restringida hasta ser, en los hechos, endógena a las decisiones de cartera de los agentes.

Con respecto a la capacidad de la política fiscal para auxiliar a la cambiaria, puede decirse que, con el actual nivel de déficit fiscal, de presión tributaria, y sin capacidad para endeudamiento voluntario a tasas compatibles con el crecimiento económico, no hay espacio para políticas fiscales expansivas. Es más, lo recomendable se encuentra en las antípodas, ya que ha sido esta política expansiva seguida por años uno de los factores clave de un endeudamiento público insostenible y de la crisis cambiaria.

Ahora bien, sobajo las actuales circunstancias la combinación de políticas no permite alcanzar los objetivos macroeconómicos, ¿hay alguna combinación alternativa que lo haga? Para perfilar dicha alternativa se requiere necesariamente retomar la conexión entre regímenes cambiarios y objetivos de la política macroeconómica, especialmente enfocados en el caso argentino actual.

Por una parte, si se desea reducir significativa y rápidamente la inflación, el régimen más eficiente es uno de tipo de cambio fijo, no uno flexible, ni siquiera uno con alto grado de intervención de la autoridad monetaria. Por otra, si se necesita volver a crecer a tasas elevadas y generar divisas por exportaciones que permitan financiar el crecimiento y servir la deuda externa, se requiere una moneda depreciada, tanto como sea necesario para alcanzar estos objetivos de manera permanente.

Consecuentemente, en ese escenario irrestricto, la combinación de régimen y nivel de tipo de cambio real sería tipo de cambio fijo y moneda nacional depreciada.

Ahora bien, esta combinación de tipo de cambio fijo y elevado, ¿no es contraria a la experiencia argentina?

La evidencia señala que, si bien un tipo de cambio fijo logra por cierto tiempo estabilidad de precios, la inercia inflacionaria y la propia política económica alimenta una apreciación real de la moneda nacional que finalmente concluye en una crisis de balance de pagos.

Sin embargo, se pueden examinar con más detalle tanto la experiencia como la literatura teórica con el fin de encontrar, si existen, algunos elementos que permitan matizar esa secuencia de acontecimientos económicos, y elaborar una o más alternativas de política económica.

Analícese primeramente los modelos teóricos sobre las opciones de regímenes cambiarios. Lo que suponen los enfoques más simples es: a) la política fiscal puede ser expansiva, los déficits son financiados y el país se puede endeudar a tasas compatibles con su crecimiento por tiempo ilimitado; b) la estructura y rol del Estado, y las regulaciones económicas están dadas, esto es, no son variables de análisis (Klein y Shambough, 2010, pp. 13-23).

Con respecto a estas cuestiones, el caso argentino actual es el siguiente: a) cuenta con un Estado ineficiente y con una presión impositiva sobre el sector privado formal insostenible; b) las regulaciones económicas estarían muy lejos de ser eficientes y razonables para lograr un crecimiento con equidad que no conduzca a una crisis externa.<sup>6</sup>

Por lo tanto, estos dos factores (el fiscal y la organización económica), dejan de ser constantes para pasar a ser variables en cualquier diseño de política económica que pretenda ser consistente y sostenible en el tiempo.

En ese contexto, puede suponerse que cualquier política económica y régimen cambiario que se adopte debería contemplar una serie de reformas estructurales como parte de un programa económico integral.

---

6. El Worldwide Governance Indicators (WGI) Project, por ejemplo, ubica a la Argentina en un nivel 41,35 para un rango de 0-100 sobre Calidad Regulatoria para el año 2017. Como contraste, el país se encuentra aún debajo de Brasil (51,44), y bastante lejos de Chile (88,94) o de países como Canadá (97,6).

Lo expresado, entonces, altera la recomendación teórica general, al incorporar variables de análisis que en la literatura se consideran constantes. En ese nuevo marco, la combinación de tipo de cambio fijo con una moneda depreciada podría ser viable.

Dicho esto, corresponde realizar el ejercicio inverso. Si las citadas reformas son ineludibles, ¿qué impide que su aplicación no permita mantener la política cambiaria en curso? En otros términos, ¿no será que lo único que falta son estas reformas para que el esquema actual sea consistente y sostenible?

En teoría, reformas como las citadas completarían la política cambiaria y monetaria actual, dotándola de credibilidad y capacidad adicional, permitiendo una reducción más acelerada de la tasa de interés, facilitando la reactivación económica y la sostenibilidad de un tipo de cambio real acorde con las necesidades de divisas del país.

Entonces, desde una perspectiva estrictamente teórica, nos encontramos con una conclusión preliminar: lo determinante no sería sólo una cuestión de régimen cambiario y moneda nacional fuerte o débil, sino también de la organización del Estado, sus finanzas y las regulaciones económicas.

Ahora corresponde incorporar una relectura desde la perspectiva práctica de la economía argentina contemporánea. Si, tal como se señaló, la política cambiaria actual no ha permitido despejar la incertidumbre, y puede generar una progresiva apreciación real del peso, entonces, ¿es factible aplicar las reformas económicas en el futuro inmediato tal que permita su sostenibilidad?

Dado que las reformas económicas indicadas tienen efectos distribuidos en el tiempo, resultan inconsistentes temporalmente con los resultados de la política en curso. En otros términos, se abre una brecha temporal entre el presente económico y el momento en que la economía pueda comenzar a mostrar claras señales de aumentos de eficiencia.

Entonces, ¿cómo puede abordarse este problema?, ¿puede un régimen de tipo de cambio fijo con moneda depreciada ser un puente entre

el corto plazo y el momento en que las reformas reduzcan lo que se ha dado en llamar el *costo argentino*?

Antes de responder esta pregunta, deviene necesario reexaminar la experiencia 1991-2001 de tipo de cambio fijo, convertible, desregulación, privatizaciones y reforma del Estado, dado que lo que se está proponiendo no difiere a grandes rasgos de aquel programa.

Los resultados de aquella experiencia pueden plantear serias dudas sobre la viabilidad de la alternativa arriba presentada. Sin embargo, y antes de emitir un juicio negativo definitivo, corresponde prestar atención a los siguientes factores.<sup>7</sup>

En aquel caso: a) el peso se apreció hasta fines de 1994 como consecuencia de la inercia inflacionaria y por el reacomodamiento de precios y salarios posteriores a abril de 1991; b) si bien las reformas en su conjunto mejoraron la organización de la economía argentina, hubo errores y rezagos -en algunos casos propios de la novedad que entrañaban- que redujeron sus efectos, ya retrasados de por sí, sobre la competitividad del país; y c) a pesar de la reducción del déficit fiscal en los primeros años, luego volvió a aumentar, recurriéndose a un endeudamiento creciente que finalmente resultó insostenible.

Si bien lo expresado no elimina la incertidumbre sobre la efectividad de un programa similar, permite identificar un conjunto de elementos que deben ser especialmente tenidos en cuenta al momento de evaluar una aplicación, aunque sea transitoria, de un tipo de cambio fijo.

Adicionalmente, se necesitan incorporar en el análisis de factibilidad los cambios ocurridos en el mundo y en el país entre aquella experiencia y la actual. Entre ellos se pueden destacar: las novedades en materia de organización de la economía y del trabajo, los efectos de los avances tecnológicos sobre la dinámica productiva y ex-

---

7. Para una revisión de los análisis sobre diversas dimensiones del programa económico aplicado en aquel período y en lo que se apoya lo afirmado en estos párrafos, puede recurrirse, entre otros, a los trabajos publicados en Heymann y Kosacoff, editores (2000) y Lascano, compilador (2001).

portadora, los cambios geo-políticos y geo-económicos mundiales, el crecimiento inusitado de la exclusión social en el país, la emergencia de nuevos actores y grupos de presión, y la desestructuración de la política de partidos.

Entonces, si bien es elevada la complejidad que se enfrenta para el diseño y la implementación de un régimen cambiario alternativo en un marco de reformas estructurales, también corresponde indicar que de lograrse un diseño que tome en cuenta todos estos factores, el régimen señalado podría ser efectivo; esto es, que puede llegar a constituir un puente hasta tanto se logre una estabilidad y un cambio en las expectativas de los agentes que permita aplicar un régimen de tipo de cambio flexible con metas de inflación.

Dicho lo anterior, interesa ahora plantear una serie de interrogantes adicionales sobre esta posible alternativa. Un gobierno que se decidiese por impulsarla, ¿podría enfrentar a los grupos de poder que prefieren un peso fuerte a uno débil? ¿Sería capaz además de enfrentar una nueva ronda de reformas y potencial depreciación de la moneda nacional?, ¿podría revertir las objeciones que le planteen los organismos financieros internacionales, entre ellos, el FMI? Desde el punto de vista operativo, ¿qué medidas e instrumentos deberían ser parte de la nueva política económica que lo haga factible a corto plazo y sostenible por varios años?

Al respecto puede conjeturarse que, para lanzar un programa integral de esta naturaleza, se requiere cumplir mínimamente con las siguientes condiciones: a) el compromiso formal y real de la coalición de gobierno, los principales grupos empresarios y agrupaciones sindicales y sociales de acompañarlo sin reclamos desmesurados que atenten contra la estabilidad; b) la no atomización de las decisiones económicas en múltiples áreas del gobierno, incluyendo las entidades financieras estatales y organismos descentralizados relevantes para el programa; c) contar con un equipo económico con experiencia, cohesionado y que sea capaz de tomar a su cargo todas las áreas económicas del Estado hasta el cargo de subsecretario o su equivalente en otros organismos; d) lograr el apoyo de los organismos financieros internacionales y de los principales socios comerciales; e) enmarcar

la política de estabilización macroeconómica en un programa de desarrollo económico y social sostenible en el tiempo.

Ahora bien, también se pueden plantear interrogantes para el caso en que el programa resulte exitoso y que el gobierno considere su abandono: ¿se podría realizar sin revertir las expectativas de los agentes?; ¿se comprometería el gobierno a ejecutarlo ante lo incierto de sus resultados?

En el caso en que el programa tuviese éxito y queso desease o requiriese pasara un tipo de cambio flexible y metas de inflación, puede señalarse que las condiciones antes expuestas vuelven a cumplir un rol central. Sin embargo, en esta instancia aparece un elemento nuevo. La alianza del gobierno y la conformación de los grupos de presión mutan en el tiempo, incluso sustantivamente, pudiendo atentar contra una visión más estratégica de la política macroeconómica y del régimen cambiario. Esto no se puede develar en este momento, pero sí que es un elemento sustantivo para determinar si los cambios en materia económica se harán en el momento oportuno y a un mínimo costo político y social.

#### 4. Conclusiones

En este ensayo se revisa la política cambiaria en curso desde la perspectiva de la economía positiva y de la economía política por dos razones. Primero, porque se la entiende como eje vertebrador de la política macroeconómica de un país abierto y semi dolarizado; segundo, porque en la actual circunstancia de fragilidad de la economía y de la sociedad argentina, y el delicado contexto económico y geopolítico internacional, es crucial el rol que cumple en nuestro país la política cambiaria.

Para que el actual régimen cambiario fuese sostenible y lograrse los objetivos macroeconómicos, se requeriría que fuese acompañada de inmediato por una reforma del Estado, superávit fiscal significativo y modernización radical de las regulaciones económicas, tal que cambien drásticamente las expectativas de los agentes y los incentivos económicos orientados a la inversión y a las exportaciones.



Si dicha situación no se concretase, no sólo no se lograrían los objetivos macroeconómicos de crecimiento, pleno empleo y saldo sostenible de la cuenta corriente del balance de pagos, sino que crecería la probabilidad de que el actual esquema se torne inviable aun si la coalición de gobierno lograra imponerse en las elecciones presidenciales del 2019.

En ese marco, la opción a la política en curso explorada en este ensayo es la adopción de un tipo de cambio fijo y de moneda depreciada. Su objetivo primordial es revertir las expectativas de los agentes, recuperar el crecimiento económico, y dar tiempo a que las reformas estructurales tengan impacto sobre la eficiencia de la economía. Esto posiblemente facilite generar las condiciones para aplicar, en el futuro, un régimen de flotación administrada y de metas de inflación que no dispare los recurrentes interrogantes sobre la estabilidad macroeconómica del país.

Aunque no se presenta una respuesta precisa y totalmente fundamentada a todas las preguntas que surgen sobre la viabilidad de esta alternativa de régimen, se procuró presentar algunos de los requisitos básicos para su diseño e implementación.

Además, si bien es una solución plausible, la propuesta no deja de ser una especie de "apuesta" en la que su diseño pormenorizado y el compromiso total de los actores relevantes es un factor crítico, como consecuencia de la acumulación de experiencias fallidas, incluso en el mismo sentido de lo que aquí se plantea. Aun así, no deja de ser una alternativa a otras "apuestas", como la del programa actual, con alguna reformulación de índole financiera, pueda convertirse en un programa económico exitoso al menos para el período final de la actual administración y el inicio de la siguiente.

En definitiva, la Argentina se enfrenta a una decisión entre dos alternativas en un contexto de incertidumbre fundamental, en el que la capacidad y visión del equipo de gobierno resulta clave para abordar con éxito los objetivos de política macroeconómica del país.

## Referencias bibliográficas

- Aizenman J. (2011). "The Impossible Trinity – from the Policy Trilemma to the Policy Quadrilemma". Santa Cruz: Economics Department, University of California, Santa Cruz.
- Alleyne, D y Francis, A.A. (2008). "Balance-of-Payments Constrained Growth in Developing Countries: A Theoretical Perspective", *Metroeconomica*, vol. 59, no. 2, 189-202.
- Blecker, R. A. (2016). "The Debate over "Thirlwall's Law": Balance-of-payments-constrained Growth Reconsidered". *European Journal of Economics and Economic Policies*, vol. 13, no 3, p. 275-290.
- Buscaglia, A. (2001). "La economía argentina a fines del siglo XX", en Lascano M. (compilador), *La economía argentina hoy*. Buenos Aires : Editorial El Ateneo.
- Eichengreen, B. (2000). *La globalización del capital*. Barcelona : Antoni Bosch.
- Elliot, D. y Rhodd R. (1999). "Explaining growth rate differences in highly indebted countries: an extension to Thirlwall and Hussain", *Applied Economics*, vol. 31, 1145-8.
- Ferreira, L. A. y Canuto, O. (2001). "Thirlwall's Law and Foreign Capital Service: The Case of Brazil", Workshop on 'Macroeconomía Abierta Keynesiana Schumpeteriana: Una Perspectiva Latinoamericana'. Campinas : UNICAMP, Campinas, Brazil, June 27-28.
- Frieden J. (2015). *Currency Politics*. Princeton and Oxford : Princeton University Press.
- Heymann D. y Kosacoff B. (editores) (2000). *La Argentina de los noventa*. Buenos Aires : EUDEBA.
- Klein M. y Shambaugh J. (2010). *Exchange Rate Regimes in the Modern Era*. Cambridge: MIT Press.
- Lascano M. (compilador) (2001). *La economía argentina hoy*. Buenos Aires : Editorial El Ateneo.
- Massot J. M. (Director), Baez G., Prieto K., Petri G., Rubini H., Argüero L.I., Thomasz E.O., Gayá R. y Fusco M. (2015). *Agroindustria, innovación y crecimiento económico en la Argentina*. Buenos Aires: Editorial EDICON.
- McCombie, J.S.L. (1997). "On the Empirics of Balance-of-Payments-Constrained Growth", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 19, no.3, pp.345-75.
- McCombie, J.S. y Thirlwall A.P. (1997). "The Dynamic Harrod Trade Multiplier and the Demand-Oriented Approach to Economic Growth: An Evaluation", *International Review of Applied Economics*, 11(1), 5-26

- Moreno-Brid, J. C. (2003). "Capital flows, interest payments and the balance of payments constrained growth model: A theoretical and empirical analysis". *Metroeconomica*, vol. 54, no. 2-3, 346-65.
- Obstfeld M., Shambaugh J. y Taylor A. (2004). "The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility". Berkeley: CIDER; UC Berkeley.
- Pilbeam, K. (2013). *International Finance*. New York: Palgrave MacMillan, 4th edition.
- Rodrik D. (2011). *Una economía, muchas recetas*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Rubini, H. (2019 a). "La campaña electoral ya se puso en marcha", en *Informe Económico Mensual*, 172 (19), Instituto de Investigación, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad del Salvador.
- Rubini, H (2019 b). "Elecciones y crisis financiera: hacia otro costoso fin de ciclo", en *Informe Económico Mensual*, 175 (19), Instituto de Investigación, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad del Salvador.
- Steinberg D. (2015). *Demanding Devaluation*. Ithaca London: Cornell University Press.
- Thirlwall, A. P. (1979). "The Balance of Payment Constraint as an Explanation of International Rate Growth Differences", *BNL Quarterly Review*, vol. 32, no.128, 45-53.
- Thirlwall, A. P. y Hussain, M.N. (1982). "The balance of payments constraint, capital flows, and growth rate differences between developing countries", *Oxford Economic Paper*, vol. 34, no.3, 498-509.
- Thirlwall, A.P. (2012). "Balance of Payments Constrained Growth Models: History and Overview", en Soukiazis E y Cerqueira P.A., *Models of Balance of Payments Constrained Growth*. New York: Palgrave Macmillan.
- Vera, L.A. (2006). "The Balance of Payments Constrained Growth Model: A North-South Approach", *Journal of Post Keynesian Economics*, 29(1), 67-92.
- Documentos e informes
- Banco Central de la República Argentina (BCRA) (2016 a). Informe Anual al Honorable Congreso de la Nación.
- Banco Central de la República Argentina (BCRA) (2016 b). Informe de Política Monetaria. Mayo.
- Banco Central de la República Argentina (BCRA) (2016 c). Informe de Política Monetaria. Julio.
- Banco Central de la República Argentina (BCRA) (2017 a). Informe Anual al Honorable Congreso de la Nación.
- Banco Central de la República Argentina (BCRA) (2017 b). Informe de Política Monetaria. Octubre.
- Banco Central de la República Argentina (BCRA) (2018). Informe de Política Monetaria. Octubre.
- Banco Central de la República Argentina (BCRA) (2019 a). Informe de Política Monetaria. Enero.
- Banco Central de la República Argentina (BCRA) (2019 b). Informe de Política Monetaria. Abril.
- International Monetary Fund (IMF) (2018 a). Argentina. Memorandum of Economic and Financial Policies, and Technical Memorandum of Understanding. June.
- International Monetary Fund (IMF) (2018 b). Argentina. Memorandum of Economic and Financial Policies, and Technical Memorandum of Understanding. October.
- Bases de datos
- Banco Mundial. Worldwide Governance Indicators (WGI) Project. En: <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home>. Fecha de extracción: 30/96/2019.
- Banco Central de la República Argentina. Cotizaciones del dólar estadounidense. En: [http://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Cotizaciones\\_por\\_fecha\\_2.asp](http://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Cotizaciones_por_fecha_2.asp) [extraído el 25 de agosto de 2019].
- Rava Bursátil. Índice Merval y tasa de riesgo país. En: [<https://www.rava.com/empresas/perfil.php?e=Merval>] y [<https://www.rava.com/empresas/perfil.php?e=RIESGO%20PAIS>] [extraídos el 25 de agosto de 2019].
- Artículos periodísticos
- Sin autor. "Elecciones 2019. Alberto Fernández: 'El dólar a 60 pesos está bien' ". En: [[https://www.clarin.com/politica/alberto-fernandez-dolar-60-pesos-bien-\\_0\\_08BwsSZoN.html](https://www.clarin.com/politica/alberto-fernandez-dolar-60-pesos-bien-_0_08BwsSZoN.html)] [extraído el 25 de agosto de 2019].
- Burgo, E. (2019). Entrevista con el ministro de Hacienda. Hernán Lacunza: "No sirve tener reservas y un dólar que suba como un barrilete". En: [[https://www.clarin.com/economia/hernan-lacunza-sirve-tener-reservas-dolar-suba-barrilete-\\_0\\_b7\\_vPbwgT.html](https://www.clarin.com/economia/hernan-lacunza-sirve-tener-reservas-dolar-suba-barrilete-_0_b7_vPbwgT.html)]. [Extraído el 25 de agosto de 2019]