
FIDE Coyuntura y Desarrollo

**Limites de un control de cambios “a medias”. Dólar de equilibrio ¿cual?
El desafío de la reindustrialización. Luces y sombras del desdoblamiento cambiario.
¿De que hablamos cuando hablamos del Acuerdo Social?**

***Diálogos.* Sebastián Etchemendy**

Datos básicos de la economía argentina

	2017	2018	2019				
			I trim.	II trim.	Julio	Agosto	Sept.
P.I.B Total(% igual período del año anterior)	2,7	-2,6	-5,8	0,6	0,6	s/i	s/i
P.I.B Agropecuario(% igual período del año anterior)	2,5	-15,3	8,2	46,0	s/i	s/i	s/i
P.I.B Industria(% igual período del año anterior)	2,6	-5	-10,9	-6,7	s/i	s/i	s/i
Formación bruta de capital fijo(% igual período del año anterior)	12,2	-5,7	-24,5	-18,0	s/i	s/i	s/i
P.I.B Total(en millones de pesos corrientes)	10644779	14605790	17555535	21502304	s/i	s/i	s/i
Tipo de cambio nominal (peso/dólar)	16,87	28,70	40,15	45,13	43,75	54,65	58,79
Exportaciones(millones de dólares)	58622	61621	14186	16565	5856	5568	s/i
Importaciones(millones de dólares)	66930	65441	12171	12992	4905	4400	s/i
Saldo comercial(millones de dólares)	-8308	-3820	2015	3573	951	1168	s/i
Balance de la cuenta corriente(en millones de dólares)	-31598	-27479	-3685	-2561	s/i	s/i	s/i
Deuda externa(millones de dólares)	313878	352468	354270	359576	s/i	s/i	s/i
Términos de intercambio(2004=100)	130,2	131,6	130,3	129,8	s/i	s/i	s/i
Total reservas internacionales(millones de dólares)	55055	65806	66187	64278	67899	54100	48702
Base monetaria(en millones de pesos)	1001113	1336800	1314389	1341940	1381539	1312668	1350127
M1(en millones de pesos)	1154433	1291860	1278899	1378848	1430923	1476188	1545862
M2(en millones de pesos)	1604510	1862589	1847632	1980244	2060376	2092606	2166255
M3(en millones de pesos)	2326940	3272575	3351564	3517272	3629580	3713393	3697368
Tasa de interés activa(efectiva anual,%)	25,6	48,4	57,9	70,9	62,6	77,2	85,5
Tasa de interés pasiva para ahorristas(efectiva anual,%)	19,0	31,9	40,3	48,7	47,3	52,9	58,1
Recaudación tributaria (en millones de pesos)	2578609	3382645	1022687	1256054	450910	458495	s/i
Resultado primario(en millones de pesos)	-404142	-338987	10347	19875	4293	13746	s/i
Intereses de la deuda(en millones de pesos)	224907	388940	125129	192293	82160	28544	s/i
Resultado financiero(en millones de pesos)	-629049	-727927	-114782	-172418	-77867	-14798	s/i
Precios al consumidor (en tasa de variación)	24,8	47,6	11,8	9,5	2,2	4,0	s/i
Precios al por mayor (en tasa de variación)	18,8	73,5	8,2	11,6	0,1	11,2	s/i
Precios costo de la construcción (en tasa de variación)	26,6	44,8	6,0	11,7	0,7	7,2	s/i
Tasa de actividad (% de la población total)	45,9	46,6	47,0	47,7	-	-	-
Tasa de empleo (% de la población total)	42,1	42,3	42,3	42,6	-	-	-
Tasa de desocupación (% de la PEA)	8,4	9,2	10,1	10,6	-	-	-
Tasa de subocupación (% de la PEA)	10,5	11,2	11,8	13,1	-	-	-

(*) Provisorio. s/i: Sin información.

(1) En porcentaje de la población económicamente activa. (2) IPC CABA.

FUENTE: FIDE, con datos de fuentes oficiales y privadas.

FIDE Coyuntura
y Desarrollo

Se distribuye por suscripción

Valor de la suscripción anual:

CABA: \$ 1060

Resto de la Argentina: \$ 1500

Exterior: u\$s 170

Países limítrofes: u\$s 140

Cheques a la orden de

FIDE, no a la orden

Septiembre 2019

Una publicación de la Fundación de Investigaciones para el Desarrollo (FIDE)

Presidente:
Mercedes Marcó del Pont

Consejo Directivo y de Administración:
Rafael Prieto
Sebastián Soler
Virgilio Tedín Uriburu
Cecilia Todesca Bocco
Silvia Traverso

Consejo Asesor:
Carlos Tomada
Jorge Taiana
Héctor Recalde
Juan Carlos Lascurain
Carlos Gallardo

La reproducción total o parcial del contenido de esta revista está permitida únicamente indicando a FIDE como fuente. Las notas de opinión reflejan la posición de sus autores, y no necesariamente la de la Fundación.

FIDE, Reconquista 962 - 2º Piso,
C1003ABT - Buenos Aires.
Tel. 4313-9494 / 5137
email: info@fide.com.ar
<http://www.fide.com.ar>

Inscripto en la Dirección Nacional de Derechos de Autor bajo el N° 119.566. Queda hecho el depósito que marca la ley N° 11.723. ISSN 0325-5476.

Fotomecánica e Impresión:
Altuna Impresores
Doblas 1968. Ciudad de Buenos Aires.

Suscripciones en la Argentina:
Reconquista 962 - 2º Piso, C1003ABT
Buenos Aires. Tel. 4313-9494 / 5137

La desdolarización de la economía como política de Estado

Si algo ha quedado nítidamente al descubierto a lo largo de estos casi cuatro años, son las enormes consecuencias redistributivas que traen aparejados los modelos neoliberales. Es difícil interpretar la masiva transferencia de ingresos desde la economía real hacia el capital financiero ocurrida en estos años de manera disociada del régimen monetario-cambiarío y financiero impulsado desde el BCRA. El telón de fondo de este proceso estuvo definido por la decisión política de liberalizar el mercado de cambios y la cuenta capital, abandonar las atribuciones para regular el sistema financiero y garantizar ganancias extraordinarias para los bancos en un proceso perverso de desintermediación entre los ahorros y la inversión.

La precipitación de la crisis cambiaria obligó al Gobierno a desandar parte de ese recorrido y reinstaurar ciertas regulaciones cambiarias. Se trata sin embargo de parches que no pueden garantizar la estabilidad del mercado de cambios y, por ende, de los precios internos. Los recientes datos divulgados de pobreza e indigencia ratifican el vínculo estrecho que existe entre el valor de la canasta básica, particularmente la de alimentos, y la cotización del dólar. Siguiendo con esa línea explicativa, sería fatal ignorar que tanto las presiones devaluatorias como los procesos de endeudamiento externo hace tiempo que en la Argentina están esencialmente asociadas a la dinámica de la fuga de capitales doméstica.

Pensamos que la discusión en torno a la necesidad de regular la dolarización del ahorro que ha vuelto a la agenda pública debería darse en el contexto de un debate más amplio acerca de los límites que nuestro bimonetarismo impone no sólo a las posibilidades de la estabilización monetaria y financiera, sino también al desarrollo. Es evidente que en una situación de insuficiencia de dólares tan severa como la que se vive en la actualidad los controles de cambio son necesarios para administrar la escasez estructural de divisas priorizando sus usos productivos. Pero este es solo un aspecto de la fuga. No menos relevante es advertir que este fenómeno supone una filtración de ahorro fuera de la acumulación productiva interna. Se trata de una restricción seria para una economía subdesarrollada que todavía enfrenta el complejo desafío de la industrialización en un contexto global adverso. El bimonetarismo también condiciona los espacios para recrear un sistema financiero que desempeñe un rol activo en la recuperación del crecimiento y el empleo.

La centralidad del dólar en el funcionamiento de nuestra economía y en la subjetividad de gran parte de la sociedad viene desde hace tiempo. Es parte de un proceso histórico. Sin embargo, no es irreversible ni está en nuestro ADN, como muchas veces se intenta instalar. El neoliberalismo ha contribuido en mucho a consolidar este fenómeno, que se exagera en las etapas de valorización financiera. La desdolarización requerirá tiempo y un abordaje integral por parte de las políticas públicas. El BCRA tiene mucho para aportar en esta materia, pero no debería estar solo en la tarea, que implica una gran cantidad de aristas. Identificar esta cuestión como un problema y delinear caminos superadores quizás debería ser parte de los consensos que se busca materializar en el acuerdo social al que nos está convocando el Frente de Todos.

Mercedes Marcó del Pont

BENEFICIOS CREDICOOP



UNA IDEA QUE FUNCIONA.

**Tenés Credicoop.
Tenés quien te acompañe.**

Más información en www.bancocredicoop.coop



La Banca Solidaria

ANALISIS DE LA COYUNTURA I

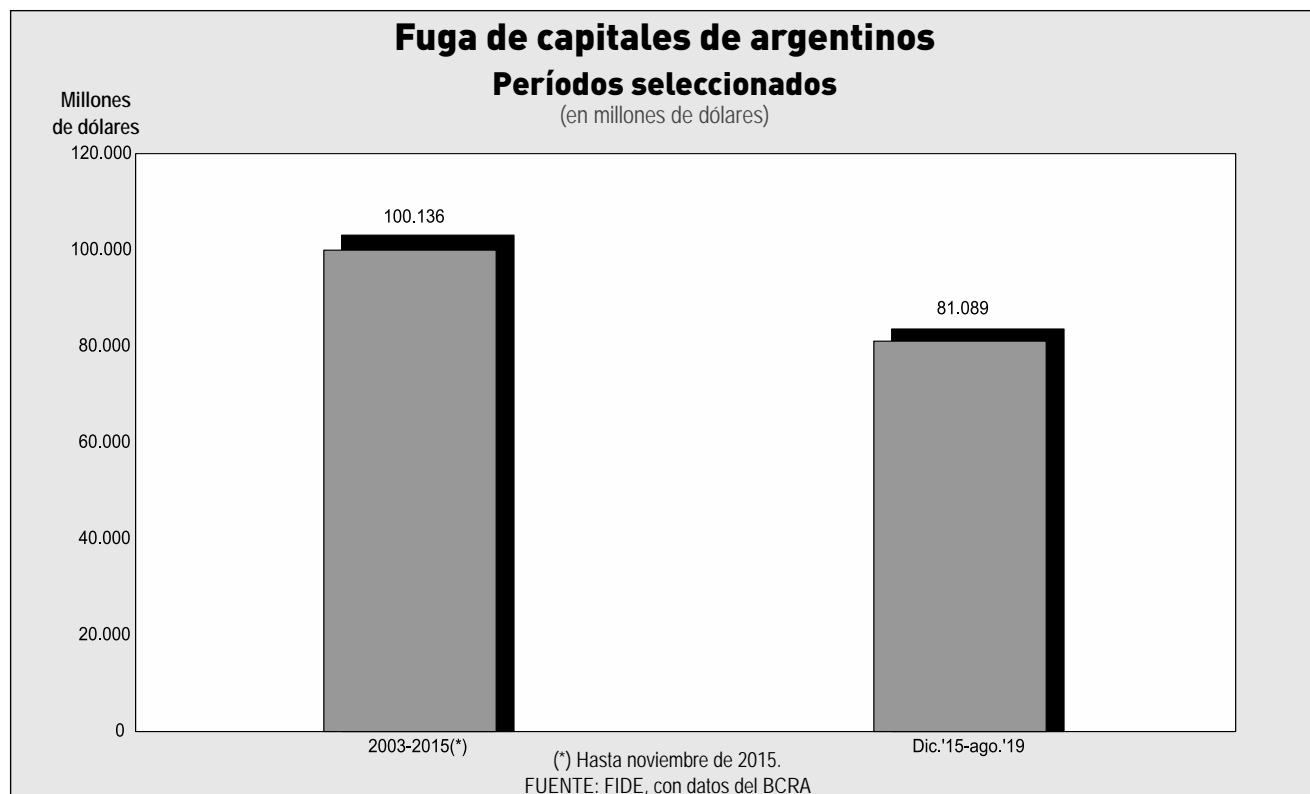
La vuelta del control de cambios

deuda pública y la creciente fuga de capitales. Entre junio de 2018 y agosto de este año la dolarización de ahorros de las y los argentinos (empresas y personas físicas) había acumulado un monto neto de 33.300 millones de dólares. Ese fue el destino principal de los 44.500 millones de dólares desembolsados en tiempo récord por el FMI. Sin embargo, haciendo caso omiso de esa realidad desde dicho organismo y desde el Gobierno se omitió la necesidad de restablecer algún tipo de regulación para frenar ese drenaje de divisas, fuente permanente de presión cambiaria y sangría de reservas.

Tabúes muy costosos

Muy tardíamente el Gobierno tomó nota de que los dólares no alcanzaban para hacer frente al desequilibrio de la cuenta corriente, los abultados servicios de la

Tal dogmatismo es el que explica que, frente a la dificultad para renovar los vencimientos de las letras de



corto plazo en pesos y dólares, el Gobierno asumiera a fines de agosto la cuestionable decisión de impulsar un default selectivo sobre esa deuda –LETES, LECAP y LELINK–. Dicho en otros términos, la única razón objetiva para reprogramar deuda en pesos fue la de evitar que esos recursos se sumaran a la ola dolarizadora que se había exacerbado después de las elecciones primarias.

Es llamativo el consenso que la decisión oficial de implantar el control de cambios ha generado en gran parte del arco político y económico.

Como era previsible, lejos de mejorar las expectativas del mercado dicha decisión no hizo sino aumentar los temores y acelerar la sangría de reservas. En la semana posterior a las elecciones primarias el BCRA convalidó un salto del 25% en la cotización del dólar y una reducción de 4.000 millones en las reservas internacionales. El mero reemplazo del ministro de Hacienda no fue suficiente para restablecer la calma, y finalmente, frente a la

evidencia incontrovertible de que esa dinámica se había tornado explosiva, el Gobierno no tuvo otra opción que reimplantar un control de cambios parcial y la obligación de liquidar las exportaciones.

El daño ya estaba hecho. Un daño innecesario y evitable. Consecuencia de una opción estratégica que, ignorando la dominancia de nuestra restricción externa sobre el funcionamiento de la economía argentina, desentendiéndose de las evidencias que surgen de nuestra experiencia histórica y haciendo una pésima lectura de las condiciones internacionales, persistió dogmáticamente en un esquema de desregulación plena del mercado de cambios y de la cuenta capital. La contracara fue la generación de una situación insostenible de endeudamiento externo, al servicio de la fuga de capitales doméstica. Desde 2016 hasta agosto pasado la dolarización neta de excedente de los argentinos ascendía a 81.100 millones de dólares.

Es llamativo el consenso que la decisión oficial de implantar el control de cambios ha generado en gran parte del arco político y económico. No es un dato menor. Cabe recordar que, hasta hace no mucho tiempo,

Principales fuentes de dólares en Argentina

Datos del Balance cambiario

(en millones de dólares)

	2016	2017	2018	8 meses'19
Deuda	67.822	61.256	98.684	46.769
Venta de dólares residentes (FAE)	18.602	25.788	30.125	38.199
Cobro de exportaciones	58.081	58.599	50.998	33.570
Capitales financieros de corto plazo	1.925	15.783	11.289	8.967
IED	2.605	2.580	2.643	2.082

FUENTE: FIDE, con datos del BCRA.

El uso de los dólares en la Argentina

Datos del Balance cambiario

(en millones de dólares)

	2016	2017	2018	8 meses'19
Dolarización de ahorros de residentes	28.554	47.931	57.354	57.940
Amortización de deuda	31.943	23.729	51.526	43.226
Importaciones	49.988	54.573	42.675	23.014
Capitales financieros de corto plazo	386	5.850	17.453	13.492
Servicios reales	18.415	20.422	17.177	9.370
Intereses	13.940	10.574	11.991	9.347
Utilidades	3.162	2.279	1.273	1.040

FUENTE: FIDE, con datos del BCRA.

desde el oficialismo y desde las usinas ortodoxas abundaban las críticas a la gestión anterior por los “excesos regulatorios” que, entre otras cosas, habrían coartado la libertad para que la sociedad ejerciera “su derecho a ahorrar en dólares”. Sin embargo, la crisis se impuso, y esa demanda parece haber quedado eclipsada por un reclamo mucho más amplio por que se restablezcan condiciones mínimas de estabilidad. En ese proceso se habría corrido un velo que permite advertir con mayor claridad la inconsistencia entre esa aspiración y la continuidad de la dinámica de endeudamiento y fuga predominante desde fines de 2015.

Tal evidencia se agrava en un contexto donde ya se venían gastando los últimos cartuchos del préstamo del FMI, financiamiento que durante un poco más de un año actuó como pulmón de un modelo agonizante. Lo cierto es que en ese escenario el Gobierno había quedado muy solo en su tozuda posición de mantener plenamente desregulado el mercado de cambios.

Los espacios para bajar las tasas de interés

El control de cambios implementado a principios de septiembre tiene un alcance parcial. Restringe fundamentalmente el acceso de las personas jurídicas a los dólares, tanto con fines de atesoramiento como para

transferir utilidades. En ese sentido es más severo que el implementado por la gestión anterior, que formalmente no condicionaba el acceso al mercado para remitir dividendos a las casas matrices. En lo que se refiere al sistema bancario, la normativa vigente hasta fines de 2015 fijaba una serie de requisitos adicionales de capital con fines macro prudenciales, lo cual condicionaba el espacio para redistribuir utilidades.

El control de cambios implementado a principios de septiembre tiene un alcance parcial. Restringe fundamentalmente el acceso de las personas jurídicas a los dólares, tanto con fines de atesoramiento como para transferir utilidades. En ese sentido es más severo que el implementado por la gestión anterior.

En el caso de las personas físicas la regulación es, en cambio, sensiblemente más laxa que la anterior. En efecto, bajo la actual normativa los residentes tienen acceso al mercado para dolarizar ahorros hasta el equivalente de diez mil dólares por mes. Se trata de un monto generoso, si consideramos que hasta agosto pasado entre el 60%/70% de las compras de billetes con fines de atesoramiento se hicieron hasta el límite



de los 10.000 dólares mensuales.

Las últimas medidas dirigidas a regular la fuga de capitales y la liquidación de exportaciones permitieron restablecer cierta calma cambiaria y reducir el ritmo de caída de las reservas internacionales. En efecto, a diferencia de lo que ocurría en la etapa previa a las PASO, cuando esa tranquilidad del dólar se forzó sacrificando reservas, las nuevas regulaciones descomprimieron el mercado y permitieron reducir las intervenciones del BCRA.

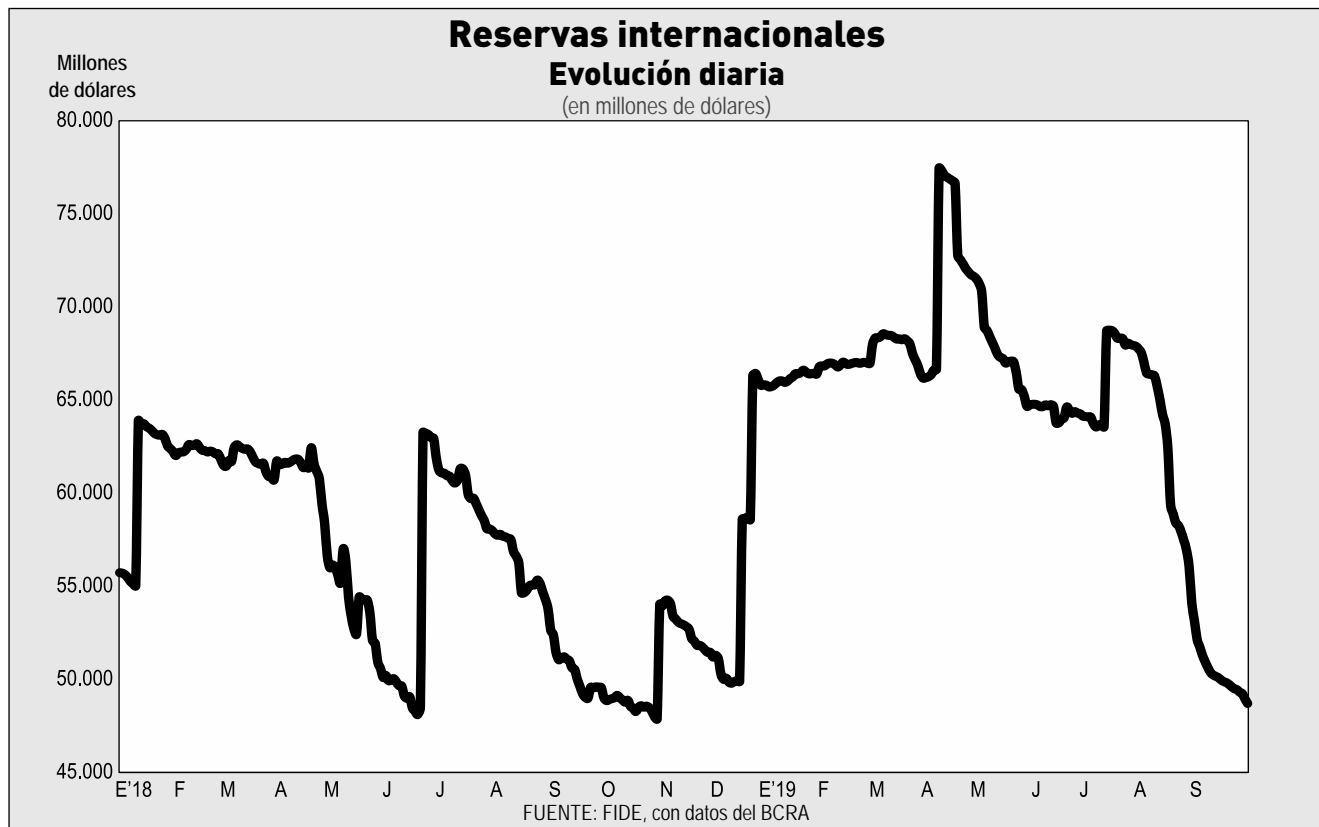
El problema central no es la “bomba de las LELIQ”, sino la de los plazos fijos que las fondean. La elevada tasa de interés que paga el BCRA por esas letras es, en los hechos, el canal utilizado para garantizar que los bancos remuneren mejor los plazos fijos y, así, retengan esta liquidez en pesos.

Sin embargo, la opción por un control de cambios parcial ha mantenido a la tasa de interés cautiva de la necesidad de mantener “en caja” el dólar, garantizando rendimientos atractivos para las colocaciones en pesos. Como hemos mencionado en ediciones anteriores, el

problema central no es la “bomba de las LELIQ”, sino la de los plazos fijos que las fondean. La elevada tasa de interés que paga el BCRA por esas letras es, en los hechos, el canal utilizado para garantizar que los bancos –cobrando un buen spread a cambio– remuneren mejor los plazos fijos y, así, retengan esta liquidez en pesos. En la última semana de septiembre la autoridad monetaria redujo en el margen la tasa a la que remunera sus letras, pero su nivel sigue estando 15 puntos porcentuales por encima del vigente en los días previos a las primarias. La contracara de esta situación es la cristalización de tasas de interés activas y pasivas muy elevadas en términos reales.

En consecuencia, la determinación de dejar fuera de las regulaciones a un canal importante de la fuga de capitales doméstica restringió los espacios para que el BCRA recuperara un mayor manejo de la política monetaria-cambiaria. El comportamiento de los depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado constituye un frente que puede complicar la calma cambiaria. Hacia fines de septiembre ese stock era equivalente a 19.900 millones de dólares, y alrededor del 63% de los mismos está en cabeza de personas físicas. Habrá que seguir de cerca en qué medida la vigencia de tasas pasivas reales positivas es suficiente para evitar una mayor dolarización de esas tenencias.

El débil decrecimiento de los plazos fijos en pesos



contrastó, en cambio, con la fuerte disminución verificada en los depósitos en dólares del sector privado. Ese stock ascendía a 32.500 millones en la primera semana de agosto y se redujo a 21.400 millones hacia fines de septiembre, provocando una reducción casi equivalente en las reservas internacionales. Se trata de una conducta que estaría reflejando ciertos temores por parte de los ahorristas de que se les condicione el acceso a esos dólares. A nuestro juicio, ese temor no parece fundarse en datos objetivos. En efecto, como ya fuera planteado en ediciones anteriores, estos depósitos tienen hoy su contrapartida en encajes o en créditos en moneda extranjera a sectores con ingresos en dólares. Se trata de una gran diferencia respecto a la situación verificada en la convertibilidad, cuando la ficción del 1x1 generó un grave problema de descalce de monedas entre depósitos y créditos. Hoy la situación no es la misma, y sin embargo este retiro de los depósitos, si bien se desaceleró en las últimas semanas, continúa mostrándose como una fuente preocupante de caída de reservas.

Como se advierte, son varios los interrogantes que se presentan a la hora de proyectar el horizonte de la actual estabilidad cambiaria. Cabe preguntarse, por ejemplo, cuál será en las próximas semanas la conducta de los ahorristas en pesos. Los últimos datos del Balance Cambiario que releva el BCRA indican que la demanda neta de dólares con fines de atesoramiento

había alcanzado niveles récord. El haber restringido la participación de las empresas resolvió solo parte de ese problema.

La determinación de dejar fuera de las regulaciones a un canal importante de la fuga de capitales doméstica restringió los espacios para que el BCRA recuperara un mayor manejo de la política monetaria-cambiaria.

La decisión del Directorio del FMI de dilatar el desembolso pendiente por 5.400 millones de dólares también incide negativamente sobre las expectativas del mercado, circunstancia que podría exacerbar las presiones de demanda en el mercado de cambios. En un escenario de esa naturaleza, cabe preguntarse cuál será la recomendación del staff del organismo: dejar flotar la cotización, vender reservas o fortalecer los controles. Si se toman como referencia las declaraciones de los funcionarios del área económica, un dólar en el entorno de los 60 pesos es considerado de "equilibrio". Sin embargo, si se opta por mantener abierta la opción de dolarización de ahorros de los particulares hasta el límite de los diez ml mensuales, para "defender" esa cotización inevitablemente deberá aumentar sus intervenciones



vendedoras. Ni hablar de la posibilidad de bajar las tasas de interés.

A nuestro juicio, si el BCRA opta por alguna (o una combinación de ambas) de las dos primeras alternativas—dejar flotar o salir a vender divisas—deterioraría aún más la delicada situación a heredar por el próximo gobierno, ya sea por la vía de un vaciamiento adicional de las reservas internacionales o por el impacto inflacionario que generaría un nuevo deslizamiento del dólar.

¿El tipo de cambio competitivo es el que garantiza superávit comercial o en cuenta corriente? ¿O acaso es aquél que promueve la industrialización?

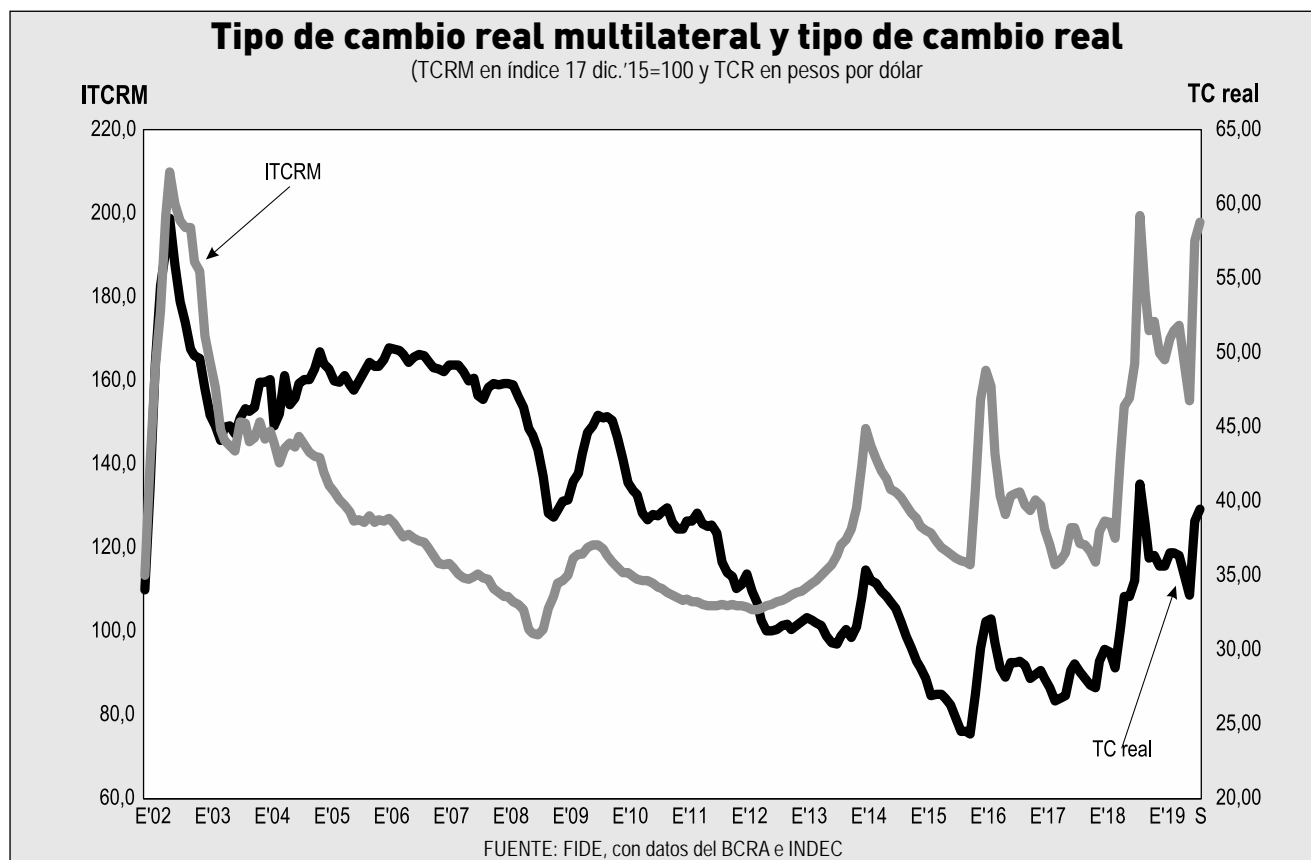
Restricción externa y dólar de equilibrio

Después del salto cambiario ocurrido el lunes posterior a las elecciones primarias de agosto pasado, se multiplicaron las argumentaciones acerca de cuán lejos o cerca estaba ese nuevo valor —en torno a los 60 pesos— de su paridad de equilibrio. En su primera

aparición pública, el flamante ministro de Hacienda afirmó que el tipo de cambio estaba por encima de su valor de equilibrio. Pocos días después, en igual sentido, se manifestaron los expertos del Instituto de Finanzas Internacionales (asociación integrada por los principales bancos internacionales), al caracterizar al peso argentino como una moneda “*significativamente subvaluada*”. En los últimos días el presidente del BCRA planteó que “*el tipo de cambio real está en los niveles más competitivos de los últimos diez años*”.

La discusión sobre el tipo de cambio de equilibrio es por demás compleja, y generalmente las diferentes aproximaciones encuentran sus límites al focalizarse en aspectos parciales de la dinámica del sector externo. ¿El tipo de cambio competitivo es el que garantiza superávit comercial o en cuenta corriente? ¿O acaso, como plantean algunos teóricos del desarrollo económico, es aquél que promueve la industrialización? ¿La cuenta capital no es igualmente determinante, más aún en situaciones de desregulación plena? ¿Qué cambia en economías bimonetarias? ¿Es posible descontextualizar la definición de una paridad de equilibrio de la fase del ciclo internacional en términos de comercio, precios y crecimiento global y regional? Y podríamos continuar.

Los análisis convencionales —los de los funcionarios



oficiales y del FMI, entre otros—ignoran sistemáticamente el entramado de vínculos que condicionan una proyección adecuada del tipo de cambio en nuestro país. Tal deficiencia tuvo y tiene un elevado valor explicativo del abismo que se abrió entre la realidad y las hipótesis macroeconómicas en las que se apoyó el acuerdo firmado con la Argentina. Estos desfasajes se repitieron en la mayoría de las proyecciones realizadas por las consultoras del mercado.

Este sesgo vuelve a evidenciarse en la retórica de la estabilidad cambiaria que otra vez ensayan los funcionarios del área económica. Una mirada casi *naïf* de la realidad podría inferir que el hecho de que el tipo de cambio multilateral actual se encuentre cercano a los máximos alcanzados en la era Macri (y también elevado en términos históricos) debería calmar los nervios del mercado. Sin embargo, la persistencia de las tensiones cambiarias pone de manifiesto que no es la “competitividad” del dólar comercial lo que preocupa, sino la dinámica de la cuenta capital del balance de pagos. Como esa incertidumbre no pudo ser despejada por la decisión de reprogramar los vencimientos de deuda pública de corto plazo, el Gobierno se vio obligado a implementar un control de cambios parcial con el fin de reducir la incidencia de la fuga de capitales doméstica sobre las reservas internacionales.

Viene al caso volver a subrayar que las sucesivas devaluaciones impulsadas desde fines de 2015 de poco han

servido para modificar las raíces estructurales de nuestra restricción externa. En éste, como en otros frentes, la realidad se comportó de manera muy diferente a la que pronosticaba el FMI cuando planteaba que la fuerte depreciación de la moneda argentina se vería reflejada en una expansión de las exportaciones. Los últimos datos de comercio exterior indican que en el período enero-agosto de 2019 las ventas externas apenas aumentaron el 3,8%, gracias a la mejora de los bienes primarios. Las de productos industriales, en cambio, cayeron un 8% en ese lapso. De hecho, si en algo influyó la devaluación del año pasado en el superávit comercial de este año (de 7.700 millones de dólares en ocho meses), fue a través del impacto recesivo, con su contracara en un desplome del 27% en las importaciones.

Las sucesivas devaluaciones impulsadas desde fines de 2015 de poco han servido para modificar las raíces estructurales de nuestra restricción externa.

Solo a modo de referencia, cabe mencionar que un tipo de cambio alrededor de los 66 pesos sería equivalente al promedio registrado por el tipo de cambio real multilateral entre 2003-2007, período a lo largo del cual la Argentina exhibía superávits importantes en su

Balance comercial

Años 2016-2019

(en millones de dólares)

Período	Exportaciones				Importaciones				Saldo			
	2016	2017	2018(*)	2019(*)	2016	2017	2018(*)	2019(*)	2016	2017	2018(*)	2019(*)
Enero	3.881	4.291	4.810	4.586	4.123	4.344	5.737	4.214	-242	-53	-927	372
Febrero	4.141	3.899	4.304	4.464	4.096	4.117	5.196	4.004	45	-218	-892	460
Marzo	4.421	4.564	5.406	5.136	4.556	5.475	5.960	3.953	-135	-911	-554	1.183
I trim.	12.443	12.754	14.520	14.186	12.775	13.936	16.893	12.171	-332	-1.182	-2.373	2.015
Abril	4.740	4.867	5.215	5.313	4.423	4.973	6.102	4.174	317	-106	-887	1.139
Mayo	5.383	5.493	5.164	6.017	4.874	6.064	6.447	4.644	509	-571	-1.283	1.373
Junio	5.305	5.152	5.136	5.235	5.046	5.898	5.458	4.174	259	-746	-322	1.061
II trim.	15.428	15.512	15.515	16.565	14.343	16.935	18.007	12.992	1.085	-1.423	-2.492	3.573
I sem.	27.871	28.266	30.035	30.751	27.118	30.871	34.900	25.163	753	-2.605	-4.865	5.588
Julio	5.002	5.298	5.407	5.856	4.718	6.043	6.179	4.905	284	-745	-772	951
Agosto	5.764	5.265	5.179	5.568	5.174	6.317	6.310	4.400	590	-1.052	-1.131	1.168
Septiembre	5.050	5.268	5.013		4.741	5.966	4.699		309	-698	314	
Octubre	4.737	5.280	5.355		4.783	6.207	5.077		-46	-927	278	
Noviembre	4.837	4.668	5.349		4.723	6.162	4.365		114	-1.494	984	
Diciembre	4.649	4.577	5.282		4.595	5.364	3.913		54	-787	1.369	
Año	57.910	58.622	61.620		55.852	66.930	65.443		2.058	-8.308	-3.823	

(*) Provisorio.

FUENTE: FIDE, con datos del INDEC.

cuenta corriente. Ahora bien, si esa fuera la referencia relevante, podríamos considerar que el recorrido de ajuste del tipo de cambio ya ha sido hecho en una buena medida. Desde nuestro punto de vista, sin embargo, estas extrapolaciones pueden conducir a conclusiones equívocas. Entre otras razones, porque estos abordajes necesariamente deben realizarse en el contexto de las condiciones predominantes en la economía internacional. Y en ese frente a nadie escapa que se han producido profundos cambios en la dinámica del comercio y el crecimiento global a lo largo de la última década.

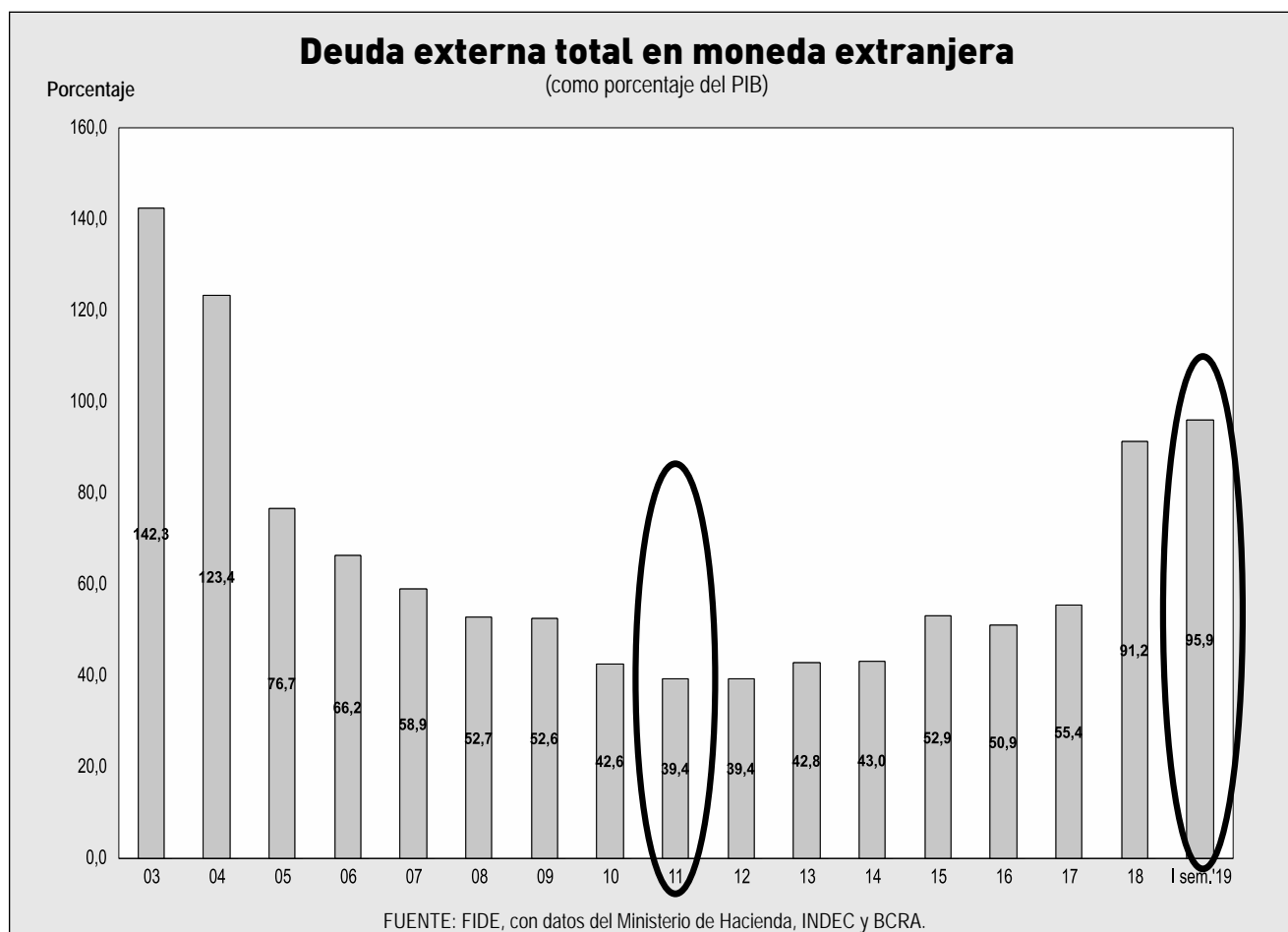
Plantear que una moneda muy devaluada es garantía per se de una mejor inserción exportadora constituye una simplificación. Esto es todavía menos cierto en el caso de los productos de mayor valor agregado.

Con posterioridad a la crisis internacional de 2008 se ha venido asistiendo a un repliegue de la globalización comercial, una de cuyas manifestaciones ha sido el

debilitamiento creciente del comercio mundial. Así, mientras en el lapso 2003-2007 tal intercambio exhibía un crecimiento promedio anual del 8%, en el primer cuatrimestre de este año arrojó signo negativo. La OMC revisó a la baja recientemente su proyección para 2019, reduciendo del 2,7% al 1,2% la hipótesis de crecimiento del intercambio global.

En este escenario, los precios internacionales de las commodities se han debilitado y esa tendencia no muestra indicios de reversión en el futuro cercano. A los problemas de insuficiencia de demanda que quedaron en evidencia en la crisis financiera de 2008 se les suma ahora una serie de shocks negativos por el lado de la oferta, en gran medida motorizados por la escalada del conflicto entre China y los Estados Unidos. El riesgo de una recesión a escala global es un fantasma que parece estar corporizándose.

Dada la complejidad de la realidad del comercio internacional actual, plantear que una moneda muy devaluada es garantía *per se* de una mejor inserción exportadora constituye una simplificación. Esto es todavía menos cierto en el caso de los productos de mayor valor



agregado. Como quedó demostrado en los últimos casi cuatro años, una depreciación fuerte no compensada (a través de retenciones, por ejemplo) de nuestra moneda puede, en cambio, generar impactos muy regresivos y recesivos, debilitando la demanda interna y anclando, en vez de promoviendo, las posibilidades del crecimiento.

Regulaciones que vinieron a quedarse

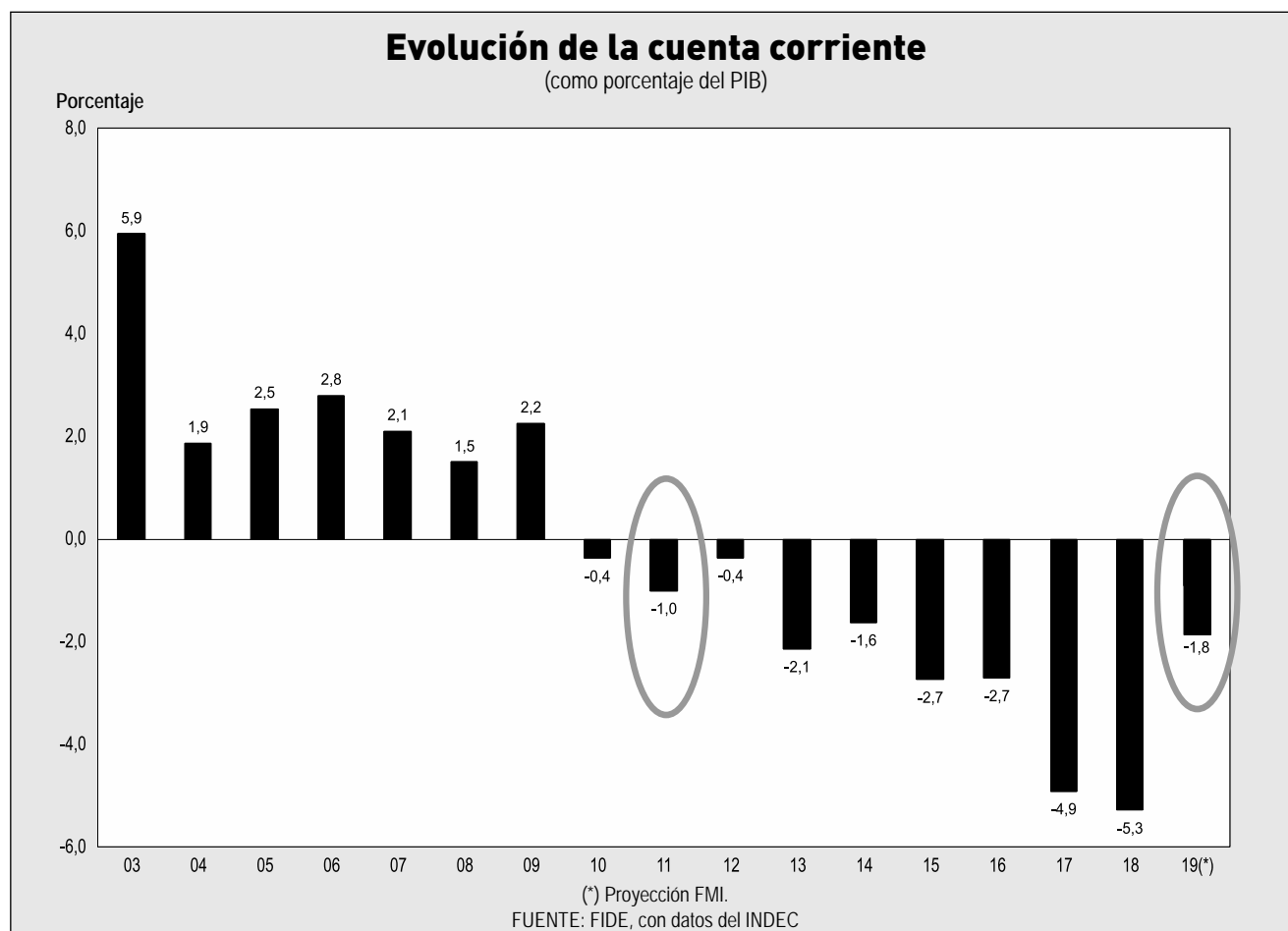
Como mencionamos, la reaparición del superávit comercial en el presente año es producto de la recesión y no de la mejora en la demanda de exportaciones. Esa “contribución” a la disminución del déficit de la cuenta corriente resulta insuficiente para cubrir el signo negativo de sus otros componentes, particularmente el peso creciente de los intereses de la deuda externa. De acuerdo con los últimos datos del balance cambiario, los pagos realizados por ese concepto en el período enero-agosto de 2019 fueron un 26% más altos al del año pasado y un 83% superiores a los realizados en igual período de 2015.

En un escenario de recuperación de la actividad

económica, y dado el elevado coeficiente de importaciones que caracteriza a la economía argentina, es previsible que el saldo comercial vuelva a mostrar un signo negativo, al menos en el corto plazo. Insistimos en que el contexto interno y externo en el marco del cual deberá abordarse la crisis es muy distinto al verificado en la post convertibilidad.

La reaparición del superávit comercial en el presente año es producto de la recesión y no de la mejora en la demanda de exportaciones. Esa “contribución” a la disminución del déficit de la cuenta corriente resulta insuficiente para cubrir el signo negativo de sus otros componentes, particularmente el peso creciente de los intereses de la deuda externa.

Entre otras cosas, en ese entonces la etapa de recomposición del crecimiento convivió con una fuerte mejoría en el resultado del sector externo, producto del



aumento en las exportaciones y de los reducidos pagos en concepto de servicios de la deuda. Recordemos que hasta el 2005 la deuda pública estaba en default y posteriormente, gracias a las condiciones alcanzadas en el proceso de reestructuración, el peso de los servicios financieros se redujo sensiblemente. En el presente, en un marco internacional muy adverso, los intereses de la deuda promedian el 3% del PIB y los vencimientos de capital son enormes a partir de 2022. Pero, a diferencia de la situación vigente a principios de la década pasada, esta vez la parte del león de esos vencimientos es con el FMI, no con el sector privado.

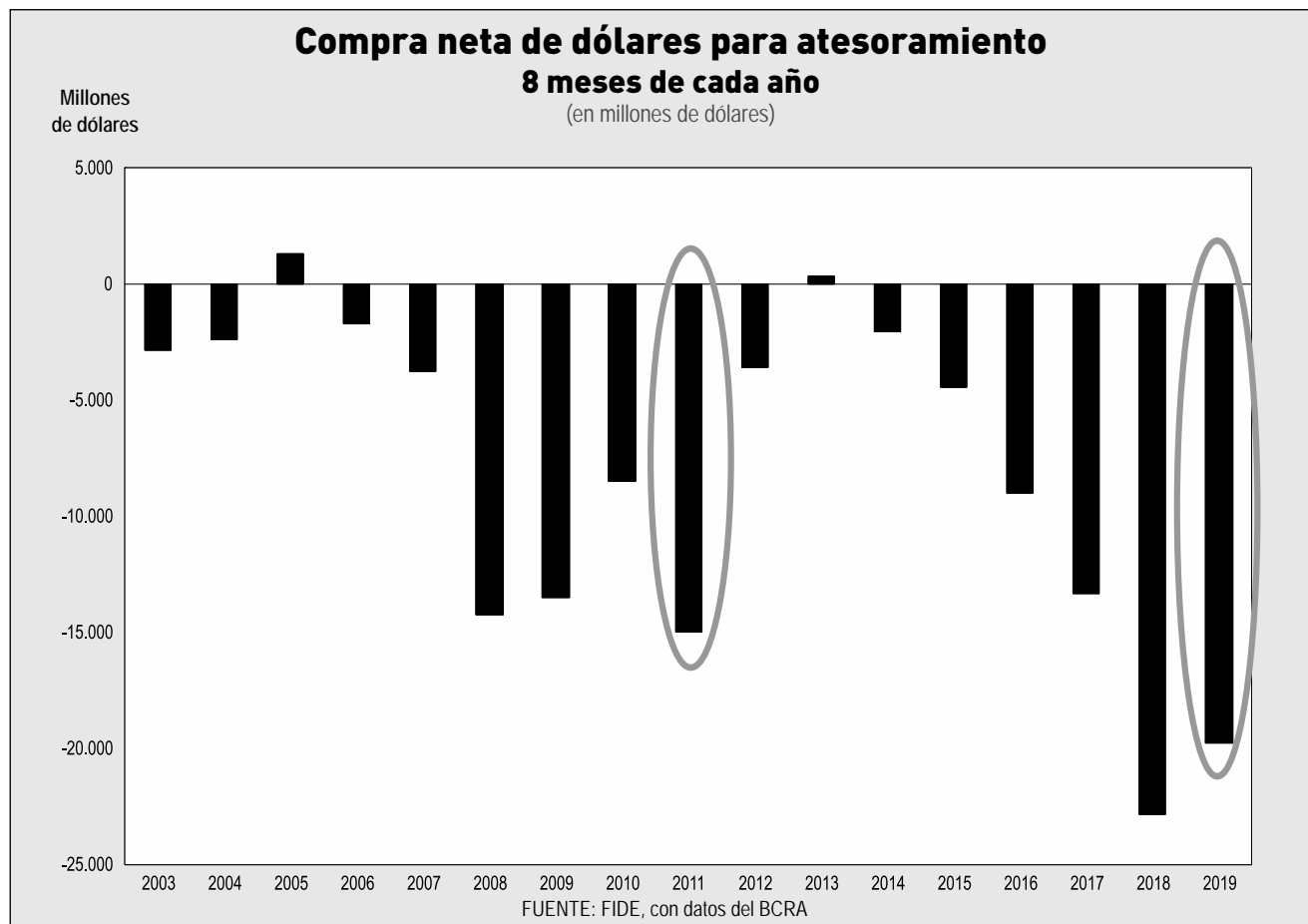
Los problemas de insuficiencia de dólares trascienden los servicios a pagar por la deuda externa o la presencia de un importante nivel de desequilibrio de la cuenta corriente. La incidencia de la fuga de capitales domésticos en la restricción externa argentina se ha agravado en estos años y, como mencionamos, la implementación de un control de cambios parcial ha dejado todavía abierta una rendija muy amplia para la salida de esos flujos.

Vale la pena recordar que, cuando en octubre de 2011 la gestión anterior decidió regular la fuga de capitales – para evitar una devaluación o salir a tomar deuda para

financiarla–, la situación de estrangulamiento externo era bastante menos crítica que la actual. La demanda de dólares para atesoramiento era un 24% más baja que en el presente y el nivel de la deuda externa en relación al PIB se encontraba en mínimos históricos, con un ratio del 39,4%, muy lejos del 96% que registran las últimas cifras oficiales.

La incidencia de la fuga de capitales domésticos en la restricción externa argentina se ha agravado en estos años y la implementación de un control de cambios parcial ha dejado todavía abierta una rendija muy amplia para la salida de esos flujos.

En una situación externa tan comprometida, no parece razonable la opción del Gobierno de continuar avalando el uso de dólares para atesoramiento, esto es, garantizar la demanda de dólares sin ningún fin reproductivo o vinculado a la atención de compromisos externos. Tal decisión se muestra más arbitraria cuando se la compara



con la severidad de los controles impuestos sobre la remisión de utilidades de las empresas extranjeras a sus casas matrices. La irracionalidad de esa medida, que constituye una señal negativa para las decisiones de inversión de riesgo provenientes del exterior, es más visible cuando se consideran los montos involucrados. Las cifras acumuladas en lo que va del año indican que, mientras la dolarización de ahorros de las personas físicas ha venido promediando los 1.000 millones de dólares mensuales, las transferencias de utilidades y dividendos de las empresas multinacionales resultaron diez veces más bajas, ubicándose en torno a los 100 millones mensuales. Como mencionamos, tal decisión supone un cambio de reglas de juego que puede condicionar las decisiones de inversión de las empresas, en un escenario regional donde se verifica una desaceleración de los flujos de inversión externa directa que ingresan en la región.

La fijación de regulaciones para evitar la fuga doméstica será un mecanismo necesario para recuperar el manejo de la política monetaria y cambiaría y administrar la escasez de divisas, priorizando su uso productivo y el cumplimiento de los compromisos con el exterior.

Desde nuestro punto de vista, la fijación de regulaciones para evitar la fuga doméstica será un mecanismo necesario para recuperar el manejo de la política monetaria y cambiaría y administrar la escasez de divisas, priorizando su uso productivo y el cumplimiento de los compromisos con el exterior.

Este no debería ser un punto controvertido en la negociación con el FMI. Desde el inicio del actual gobierno, la evidencia fue incontrovertible: los dólares prestados a la Argentina se utilizaron para financiar la fuga de capitales doméstica. Si el FMI aplicara su Convenio Constitutivo sin las anteojeras ideológicas que lo caracterizan, debería haberle planteado al Gobierno la necesidad de establecer controles de cambio. Tal recomendación habría sido consistente con lo que reza el Art. VI de dicho convenio. En ese artículo se prohíbe la aplicación de los recursos prestados por el FMI para solventar la fuga y se habilita la implementación de controles en la cuenta capital para evitar ese problema.

Por el contrario, la decisión del Gobierno de limitar el giro de utilidades por parte de las empresas extranjeras vulnera el compromiso asumido en el Art VIII, Secc. 2 (a) del mismo Convenio Constitutivo. Ese artículo indica que no están permitidas las restricciones sobre las operaciones cambiarias relativas a la cuenta corriente. Parece razonable pensar que la flexibilización de esa restricción forme parte de los puntos a consensuar en el marco de una nueva agenda de negociación con dicho organismo internacional.

Condiciones para la reindustrialización

Frente a la dimensión asumida por las fuentes estructurales de la restricción externa, la administración de la escasez de dólares se impondrá como una necesidad en la próxima etapa. Las condiciones adversas que caracterizan al comercio mundial no permiten proyectar para el corto plazo un comportamiento muy dinámico de las exportaciones, particularmente de las industriales. En este contexto, el despliegue de una política inteligente de sustitución de importaciones, enmarcada por una estrategia industrial y tecnológica, constituye una prioridad para garantizar un sendero sostenible de crecimiento del PIB y del empleo. Desde nuestro punto de vista, esta premisa debería estar presente en todos los programas y políticas públicas dirigidas a promover la inversión, pública y privada, tanto interna como del exterior.

En lo que se refiere al rol de la inversión externa directa, el último informe de la CEPAL que describe las tendencias predominantes a escala global y particularmente en América Latina y el Caribe vuelve a recordar que la presencia de montos elevados de IED no garantizan *per se* un aporte a la diversificación productiva de la región ni al crecimiento de largo plazo. Lo relevante es el destino de esos recursos de capital. En ese sentido, afirma que: *“En un contexto internacional de reducción de los flujos de IED y de fuerte competencia por las inversiones, las políticas no deben orientarse a recuperar el monto de flujos de IED, sino que deben dirigirse cada vez más a atraer el tipo de IED que contribuya a formar capital de conocimiento y avanzar en el cambio hacia patrones de producción, energía y consumo sostenibles. La creciente incorporación de un enfoque de desarrollo sostenible en las decisiones estratégicas de las principales transnacionales del mundo constituye una oportunidad para diseñar políticas que acompañen este cambio de paradigma”.*

Un abordaje de esta naturaleza es imprescindible a la

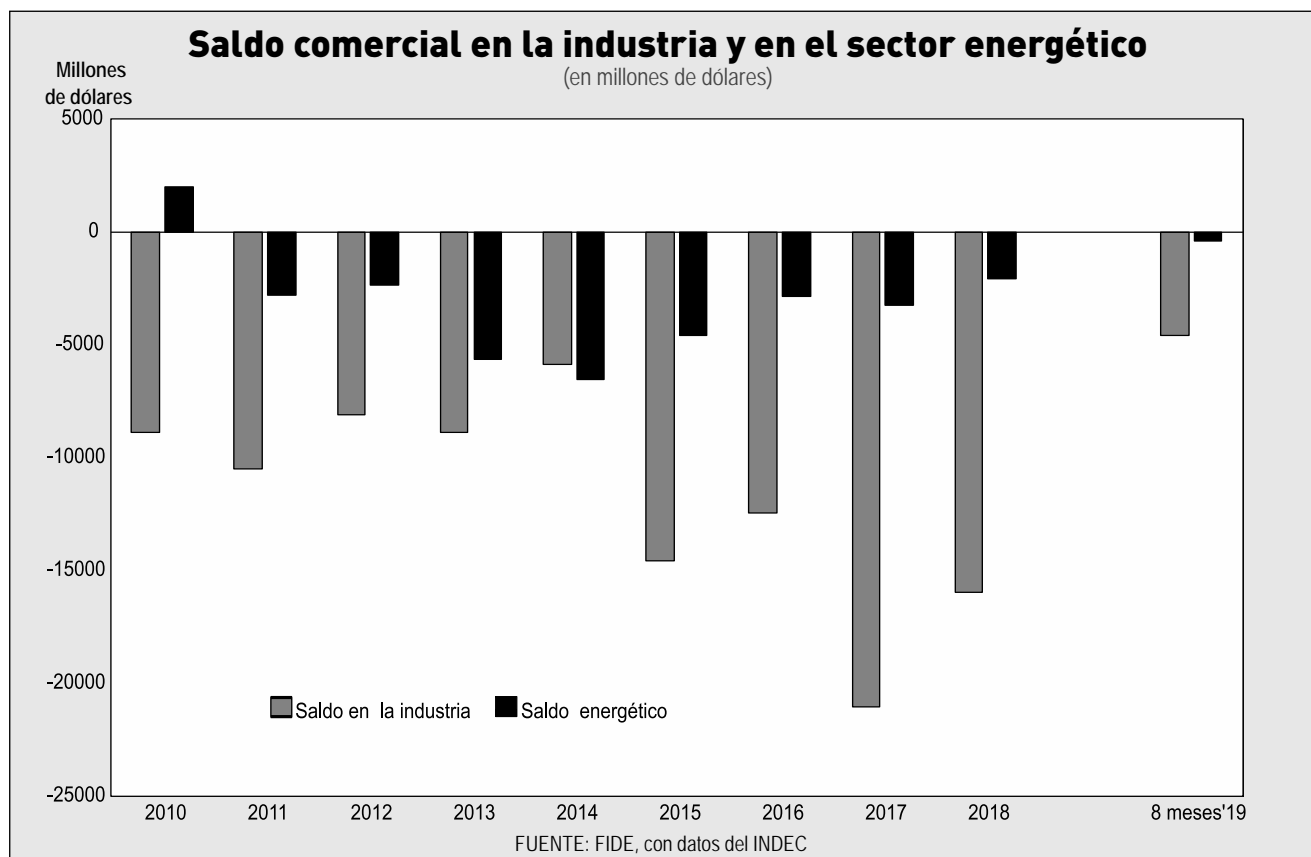
hora de pensar las inversiones prioritarias en sectores que, como el hidrocarburífero, revisten carácter estratégico no solo por su aporte a la generación de divisas, sino también por su capacidad para inducir efectos multiplicadores sobre el resto de la capacidad productiva nacional.

La importancia de la explotación de petróleo y gas no convencional no se agota en su aporte a la generación de divisas. Restringirlo a eso no haría más que acentuar la primarización de nuestra economía. El desafío es transformar esos proyectos de inversión en vectores dinámicos que impulsen la industrialización y el desarrollo tecnológico interno.

En ese marco, la continuidad de una estrategia consistente de desarrollo del sector de petróleo y gas no convencional constituye una prioridad. Con la improvisación e inconsistencia que han caracterizado la gestión oficial, decisiones tales como congelar el precio de los combustibles y petróleo crudo o restringir la remisión de utilidades han provocado cierta incertidumbre respecto a la continuidad de la fase expansiva que venía exhibiendo el sector.

Si el Gobierno mantiene la misma estrategia hasta diciembre, esta cuestión se sumará a los tantos problemas que heredará la próxima gestión. El objetivo de garantizar reglas de juego convenientes y estables para la inversión hidrocarburífera deberá armonizarse con otros desafíos de la política macroeconómica y de la estrategia industrial y tecnológica. En tal sentido, el impulso a un marco normativo que garantice las condiciones para captar los flujos de capital que se necesitan para acelerar los plazos hacia el autobastecimiento y generar saldos exportables ha sido identificado como una prioridad del candidato del Frente de Todos.

Desde la perspectiva del desarrollo económico, a nadie escapa que la importancia de la explotación de petróleo y gas no convencional no se agota en su aporte a la generación de divisas (a liquidarse en el mercado interno). Un recorrido de esa naturaleza no haría más que acentuar la primarización de nuestra economía. El desafío es transformar esos proyectos de inversión en vectores dinámicos que impulsen la industrialización y el desarrollo tecnológico interno. Existe en nuestro país una enorme potencialidad para avanzar no sólo en la incorporación de valor agregado aguas abajo, sino también para proveer de bienes de capital, insumos y servicios tecnológicos. Para ello es imprescindible que se logre articular el diseño de la estrategia energética con la política industrial y tecnológica.



ANÁLISIS DE LA COYUNTURA II

El rol de la política monetaria

El desafío de recrear las condiciones del crédito

Desde fines de 2015 la política monetaria, cambiaria y financiera quedó cautiva de la decisión estratégica del oficialismo de desregular plenamente el mercado de cambios y la cuenta capital. La fantasía de que por esa vía se resolvería rápidamente el problema heredado de insuficiencia de dólares se esfumó rápidamente. Entre otras cosas, porque la fuga de capitales doméstica no se detuvo, y fue creciendo rápidamente, sino también porque la apertura comercial impulsada acentuó el déficit de la cuenta corriente.

Los fallidos experimentos monetaristas realizados por el BCRA con el objetivo de bajar la inflación devinieron, en el marco de liberalización cambiaria vigente, en el uso de la tasa de interés como principal mecanismo para minimizar la salida neta de capitales financieros de corto plazo, internos e internacionales. La política de licitación de letras del BCRA fue abandonando paulatinamente su rol de regulación de los flujos de liquidez interna para transformarse en una burbuja financiera con un gran incentivo a las operaciones de *carry trade*, en una primera etapa, y más recientemente en un mecanismo para evitar una mayor dolarización de carteras. Más allá de las elucubraciones tecnocráticas que continúan emitiendo los funcionarios del BCRA –como por ejemplo la reciente justificación de la decisión de dar de baja el objetivo de expansión cero de la base monetaria–, lo

cierto es que, para la conducción económica, tranquilizar el dólar se ha transformado en la principal herramienta antiinflacionaria. Y el control de cambios parcial es funcional a ese objetivo.

A lo largo del último año, precisamente desde que el BCRA modificó sus instrumentos de regulación de liquidez desde las LEBAC hacia las LELIQ, venimos planteando que tal decisión supuso incorporar a los depósitos a plazo fijo en una nueva burbuja financiera, cuyos efectos distorsivos eran peores a los generados por la “bomba de las LEBAC”. Planteábamos que el peligro latente en este esquema no pasaba por eventuales efectos expansivos de la base monetaria si los bancos optaban por no renovar esas letras (cosa que no ocurrió entonces ni ahora, dados los exorbitantes rendimientos que les generan esas colocaciones), sino por la posibilidad de que los depósitos a plazo fijo en pesos –que mayoritariamente son los que fondean las LELIQ– comenzaran a dolarizarse.

Los fallidos experimentos monetaristas realizados por el BCRA con el objetivo de bajar la inflación devinieron, en el marco de liberalización cambiaria vigente, en el uso de la tasa de interés como principal mecanismo para minimizar la salida neta de capitales financieros de corto plazo, internos e internacionales.

Sostuvimos también que no había razones para pensar en la necesidad de corralitos o corralones, ni tampoco sucedáneos del Plan BONEX como planteaban algunos economistas del establishment. Tales pronósticos

alarmistas tienen como común denominador un aval implícito a la desregulación plena del mercado de cambios y de la cuenta capital, por lo cual, frente a la eventualidad de que los dólares no alcancen para cubrir la dolarización de activos en pesos y los vencimientos de deuda en dólares, la opción que decanta es la de inmovilizar parte de los mismos.

Al contexto de virtual imposibilidad de acceder al crédito se le suma ahora la limitación de la capacidad de las empresas para disponer de los recursos que tenían colocados en letras del Tesoro de corto plazo como parte de su capital de trabajo.

En los hechos, la reciente reprogramación forzada de las letras de corto plazo en pesos se inscribió en esa

lógica. Sin embargo, con el mercado de cambios todavía desregulado plenamente tal decisión no logró frenar la sangría de reservas, al tiempo que complicó aún más el panorama de financiamiento de la economía real. Al contexto de virtual imposibilidad de acceder al crédito se le suma ahora la limitación de la capacidad de las empresas para disponer de los recursos que tenían colocados en letras del Tesoro de corto plazo como parte de su capital de trabajo.

A partir de las últimas medidas de control de cambios, la fuga de capitales doméstica se desaceleró. Pero, como mencionamos, los límites para una potencial dolarización de depósitos en pesos son todavía muy anchos. El ritmo que asuma ese proceso será un factor determinante de la evolución del stock de letras del BCRA en manos del sistema financiero. Dicho en otros términos, si los ahorristas reclaman sus pesos para pasarlos a dólar, los bancos tendrán menos liquidez para continuar con su redituable operatoria de ganar

Indicadores de solidez del Sistema Financiero

(en porcentaje)

	Dic.'01	Dic.'02	Dic.15	Jun.'19
Liquidez				
(Activos líquidos+Tenencia de Lebac, Nobac y Leliq)/Depósitos totales	20,0	27,0	46,7	60,5
Riesgo de crédito del sector privado				
Crédito/Activo neteado	47,0	20,8	45,0	39,2
Irregularidad de la cartera	14,0	38,6	1,7	4,5
Previsiones/Cartera irregular	69,0	72,0	148,0	98,0
Riesgo de moneda				
(Activo en ME-Pasivo en ME+Compras netas a término de ME sin entrega de subyacente)/PN	91,0	51,0	21,9	10,2
Préstamos en ME al sector privado/Préstamos total al s.privado	72,0	13,0	4,2	31,1
Depósitos en ME del s.privado/Depósitos totales del s.privado	74,0	3,5	10,7	37,0
Pasivos				
Depósitos totales/Pasivos	62,0	46,5	83,6	83,1
ON, OS y líneas de crédito del exterior/Pasivos	8,1	16,7	3,3	5,4
Solvencia				
Integración de capital/Activos ponderados por riesgo de crédito	23,6	-	-	-
Integración de capital/Activos ponderados por riesgo (*)	-	-	12,4	14,4
ROE(acumulado)	-0,2	-59,2	32,4	40,9
Activos/PN	7,5	7,2	8,0	8,8

(*) A partir de 2013 cambio de metodología.

FUENTE: FIDE, con datos del BCRA.

plata sin realizar intermediación financiera. Pero a nadie puede escapar que una situación de esa naturaleza tiene impactos muy negativos, no solo sobre la restricción externa, sino también sobre el sistema financiero. En efecto, la acentuación del proceso de desmonetización de la economía condiciona el despliegue de políticas monetarias y financieras orientadas a recrear las condiciones del crédito a la economía real.

La normalización de las condiciones del crédito aparece como un objetivo prioritario de un programa monetario consistente con la urgencia de movilizar tanto la fuerza de trabajo como las capacidades productivas hoy ociosas. Para darle coherencia al programa de estabilización de la economía sería conveniente que la recreación del canal del crédito productivo se plantee en el marco del acuerdo de precios y salarios que deberá encarar el próximo gobierno. En tal sentido, la reducción de los niveles de tasas de interés, un recorte fuerte en los spreads y la orientación del crédito en función de las prioridades de corto y mediano plazo constituyen mecanismos que en mucho pueden contribuir a viabilizar el objetivo de recomponer demanda interna sin que se generen nuevas presiones alcistas sobre los precios.

Si bien las condiciones críticas que se verifican en varios terrenos de la economía reviven situaciones asimilables a las observadas durante el estallido de la Convertibilidad, en el caso particular del sistema financiero las diferencias son muchas y fundamentales. En primer lugar, cabe advertir que una de las principales distorsiones que generó impactos muy disruptivos sobre el sistema financiero después de la implosión de la Convertibilidad fue la presencia de un severo descalce de monedas entre depósitos y créditos. A partir de esa experiencia, el BCRA introdujo regulaciones macro prudenciales muy estrictas para evitar la repetición del problema. Ese marco normativo fue marginalmente flexibilizado en los últimos años. Para poner de manifiesto las diferencias entre aquella crisis y la que hoy vive la Argentina, basta recordar que, mientras en el año 2001 el 72% de los préstamos y el 74% de los depósitos estaban en dólares, a junio de este año esa proporción ascendía a 31% y 37% respectivamente. Es importante notar, sin embargo, que estos niveles aumentaron significativamente en relación a los vigentes a fines de 2015, cuando apenas ascendían al 4% y al 11% respectivamente.

También se observa que, a nivel agregado, el sistema financiero está solvente y, si bien se han venido incrementando en el último año, los niveles de irregularidad de la cartera continúan siendo bajos. Párrafo

aparte merece la cuestión de la elevada rentabilidad que exhibe el sector: a junio el ROE ascendía al 41%. Esas ganancias han estado vinculadas decrecientemente a su rol de intermediación y crecientemente a los rendimientos exorbitantes que generan las colocaciones de los bancos en el BCRA. La liquidez queda atrapada en el BCRA, genera una rentabilidad extraordinaria en el sistema financiero, seca la plaza de crédito productivo (fruto de súper tasas de interés) y constituye un riesgo enorme para la economía por el canal entre los plazos fijos en pesos y la demanda por atesoramiento de dólares de las personas humanas. Esta lógica es la que debería modificarse rápidamente.

La reducción de las tasas de interés de política del BCRA puede generar impactos positivos en otros frentes. En primer lugar, contribuye a la reducción del stock de las LELIQ, ya que disminuye su tasa de crecimiento nominal y permite la re-intermediación del crédito bancario hacia la producción. También debería disminuir el costo del financiamiento del sector público en pesos con el sector privado y, al bajar el costo cuasi fiscal del BCRA, mejorar las ganancias que pueden ser transferidas al Tesoro Nacional.

La normalización de las condiciones del crédito aparece como un objetivo prioritario de un programa monetario consistente con la urgencia de movilizar tanto la fuerza de trabajo como las capacidades productivas hoy ociosas. Para darle coherencia al programa de estabilización de la economía sería conveniente que la recreación del canal del crédito productivo se plantee en el marco del acuerdo de precios y salarios que deberá encarar el próximo gobierno.

La remonetización de la economía *pari passu* con la recuperación de los niveles de actividad requerirá a nuestro juicio la redefinición del programa monetario. El fracaso rotundo de las políticas restrictivas implementadas desde 2016 a la fecha –tanto en términos de agregados como de tasa de interés– para lograr estabilizar nuestra moneda debería contribuir a la negociación de una estrategia alternativa con el FMI. En ese sentido, recuperar la capacidad de financiamiento del BCRA al Tesoro –como directa o indirectamente ocurre en la mayoría de los países del mundo– será sin duda un ítem importante para apuntalar la negociación.

Sistema cambiario dual y regulaciones financieras durante crisis externas

El final del actual gobierno deja una situación económica y social muy compleja. Deuda pública externa difícil de pagar en los términos establecidos, una recesión profunda, desocupación, pobreza e indigencia casi record, deterioro institucional agudo, la vigilancia del FMI y la mala experiencia de un esquema monetario y cambiario que resultó explosivo. Deja también severos interrogantes sobre los márgenes de política económica disponibles a futuro, dadas las varias restricciones (muchas veces cruzadas) que cualquier solución va a enfrentar. Aquí nos referiremos particularmente al régimen cambiario y la apertura financiera.

Si bien la política económica de Cambiemos puede ser caracterizada por varias decisiones que serán recordadas y analizadas por mucho tiempo, pocas la definen tanto como la obsesión por implementar una apertura externa y una desregulación financiera y cambiaria total, complementadas con un régimen cambiario de flotación "libre". Todo a ser logrado en tiempo record.

En ese esquema macroeconómico ideal, la desregulación cambiaria y de la cuenta capital era vista como uno de los pilares de la estabilidad nominal y financiera para garantizar el crecimiento de largo plazo. La idea era que la libre entrada y salida de capitales, sin regulaciones cambiarias, con flotación del tipo de cambio y tasas de interés reales positivas, eran la condición necesaria, tanto para financiar la transición gradual hacia el equilibrio fiscal

Jorge Carrera

Prof. Finanzas Internacionales. Investigador CONICET

como para recibir una lluvia de inversiones extranjeras que elevaran el crecimiento potencial de la economía. En esta visión integral, la apertura financiera y flexibilidad cambiaria eran requisitos también necesarios para el éxito del ambicioso programa de metas de inflación propuesto por el BCRA, permitiendo al Tesoro financiarse con deuda y no con emisión del banco central. Por ende, una de las muestras más notorias de que se iniciaba en Argentina una nueva era fue justamente desmontar en pocos meses las regulaciones del gobierno precedente.

Colaboró con esta obsesión liberalizadora de los sectores teóricamente más extremos del gobierno la fatiga que padecía el sistema vigente en los últimos años de la administración anterior. Esto evidenciaba que una regulación del mercado cambiario demasiado centrada en las cantidades presenta fuertes dificultades si no es consistente con un tipo de cambio real adecuado. El otro elemento que posibilitó un desarme tan rápido fue aprovechar la positiva herencia dejada por el gobierno de Cristina Fernández, que consistía en un nivel de deuda con tenedores privados muy bajo y una tortuosa disputa judicial con los buitres que, para la nueva gestión, sólo merecía la plena aceptación –lo más rápido posible– de todas las condiciones solicitadas. También se lanzó un blanqueo que tuvo una altísima respuesta favorable.

De la desregulación a la re-regulación cambiaria en tres años

La veloz y total apertura financiera y cambiaria estaba destinada no solo a usufructuar el amplio espacio heredado para el endeudamiento público externo, sino también a fomentar el endeudamiento de provincias y municipios y, en una escala importante, el de las empresas privadas. La excusa era que el mercado financiero local era muy pequeño, por lo cual financiar ahí la deuda

pública produciría un *crowding out* del crédito privado. Además, en general, los analistas preveían un período de apreciación cambiaria prolongado, reforzado por el gran ingreso de deuda.

La deuda externa tomada en dólares para solventar gastos en pesos llevaba al BCRA a emitir pesos para hacer el cambio (de lo contrario, se apreciaría mucho más el tipo de cambio), que luego esterilizaba emitiendo LEBAC. A su vez, el deseo de implementar en forma muy veloz unas metas de inflación muy exigentes obligaba a sobreactuar el nivel de la tasa de interés real positiva. Esto generó en los primeros años una dinámica de incremento de las reservas (activo con rendimiento muy bajo) que tuvo su contrapartida en el aumento del stock de LEBAC, las cuales tenían una tasa alta que generaba intereses crecientes que se capitalizaban.

Adicionalmente, una tasa tan alta atrajo un gran flujo de capitales especulativos que realizaban *carry trade*, obligando a emitir más LEBAC a cambio de “alquilar” esas reservas adicionales. Esa bola de LEBAC crecía a tasas efectivas altísimas, tanto en pesos como en dólares (dada la estabilidad cambiaria). Era claro que en algún momento los especuladores buscarían efectivizar la ganancia en dólares, anticipando alguna disrupción, y saldrían del esquema. A modo de ejemplo, hágase el ejercicio de pensar una colocación de 100 millones de dólares en enero de 2016 en LEBAC en peso,s que se pasa a dólares en mayo de 2018.

Pocas decisiones definen tanto a la política del actual gobierno como la obsesión por implementar una apertura externa y una desregulación financiera y cambiaria total, complementadas con un régimen cambiario de flotación “libre”. Todo a ser logrado en tiempo record.

A mediados de 2018, con un stock de LEBAC explosivo y endeudamiento externo muy acelerado, en un contexto de una inflación persistente y crecimiento modesto, los capitales externos y los locales aceleraron su salida y el mercado internacional se cerró para la deuda argentina, lo que generó una crisis cambiaria.

Luego de varios cambios de estrategia cambiaria y financiera, se produjo una fuerte devaluación y se recurrió al FMI, que otorgó un crédito extraordinario

de 50.000 millones de dólares e implementó un primer plan, que fracasó de inmediato. Fundamentalmente, por la incapacidad de anclar las expectativas y permitir el retorno a los mercados. En consecuencia, se pasó a un segundo plan, más rústico, basado en una variación cero de la Base Monetaria y un compromiso de llegar a un déficit fiscal cercano a cero en forma aún más rápida. El organismo aumentó el monto a 57.000 millones y adelantó desembolsos. A diferencia de lo ocurrido en otras intervenciones recientes del Fondo en el mundo, en ninguno de estos planes se establecieron restricciones a los movimientos de capitales o cambiarias.

Vale preguntarse por qué el FMI, sobre todo en el segundo plan, no pidió la implementación de controles y, por el contrario, permitió el uso de los fondos para controlar el valor del dólar y que simultáneamente ocurra una fuerte salida de capitales.

En 2019 la economía no se recuperó y la inflación fue más alta de lo previsto. El FMI concedió permisos para modificar la política cambiaria de flotación y usar los desembolsos para financiar la salida de fondos. Vale preguntarse por qué el FMI, sobre todo en el segundo plan, no pidió la implementación de controles y, por el contrario, permitió el uso de los fondos para controlar el valor del dólar y que simultáneamente ocurriera una fuerte salida de capitales¹. ¿Se habrá decidido no implementarlo porque podía perjudicar la performance electoral del Gobierno?

Finalmente, a posteriori de las PASO se desencadena nuevamente la crisis cambiaria, con una fuerte devaluación del peso. En medio de la corrida, Nicolás Dujovne abandona el Ministerio de Hacienda y se nombra en su lugar a Hernán Lacunza. Entre las primeras medidas se decide defaultear la deuda de más corto plazo en dólares (LETES) y en Pesos (LECAP y otras). La justificación de esta novedad para Argentina –el default de un instrumento en pesos– residió en que, de lo contrario, esos fondos irían a alimentar la corrida cambiaria. Sin embargo, solo dos días hábiles después se instalaron restricciones cambiarias muy duras y se subió la tasa, y semanas más tarde se cambió el límite de la Base Monetaria. De modo que parece innecesario haber defaulteado las letras en pesos. Máxime, cuando un bono en pesos como el BoPoMo tampoco se iba a reperfilarse. El default de las letras de deuda de corto

plazo desarticuló todo el sector de Fondos Comunes de Inversión que las empresas y personas usaban como una protección contra la pérdida de valor de la liquidez transaccional. Esto produjo una ruptura de la cadena de pagos que acentuaría la recesión.

Como una parábola notable, el mismo Gobierno que desarmó en tiempo record las regulaciones cambiarias y financieras y “resolvió” el contencioso con los buitres en forma exprés, terminó implementado una abrupta, improvisada y caótica regulación cambiaria y financiera, en algunos aspectos mucho más dura que la del gobierno anterior.

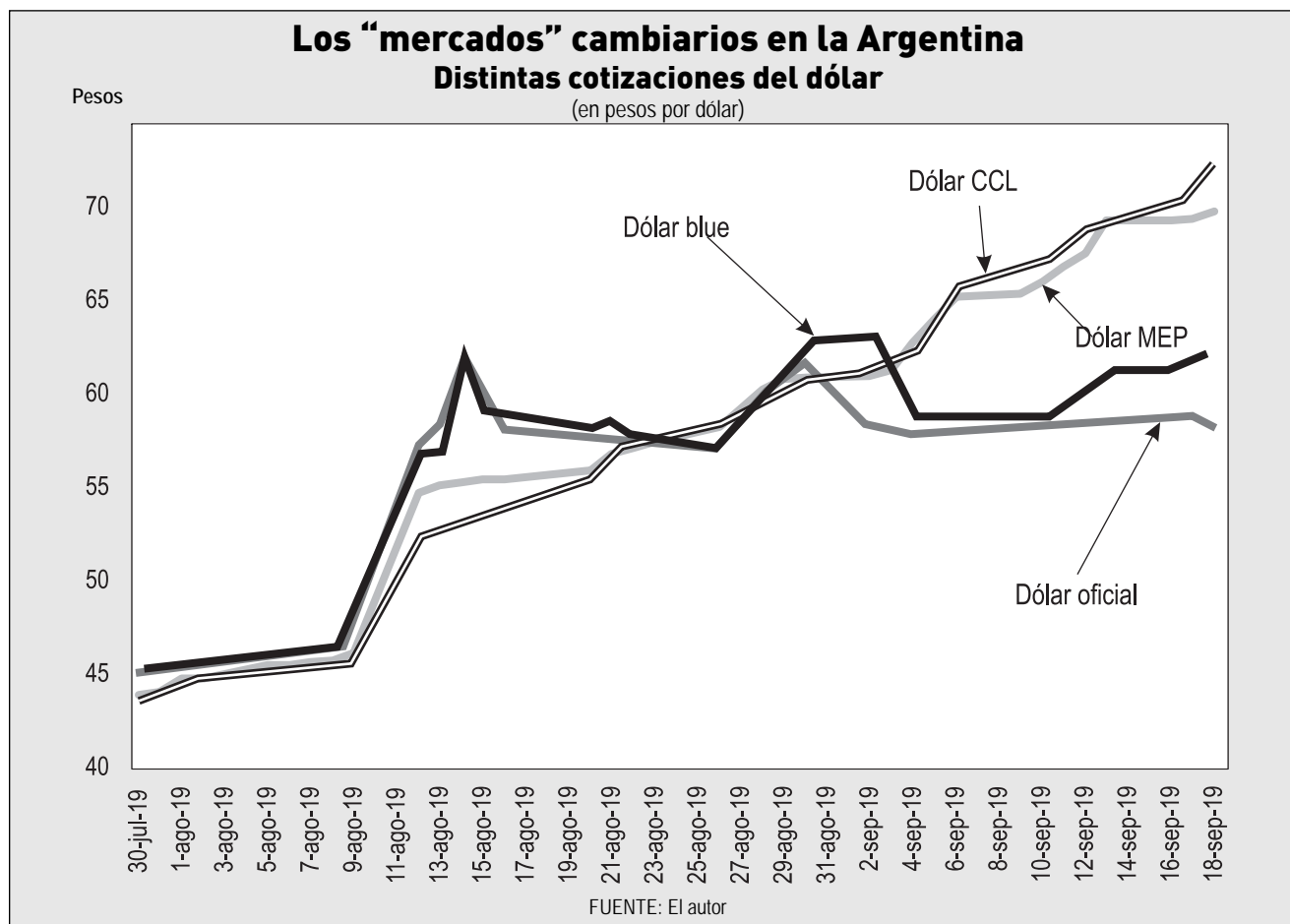
El sistema cambiario en el cierre del gobierno Macri

El actual sistema cambiario de Argentina presenta, luego de las múltiples regulaciones del BCRA y la Comisión Nacional de Valores posteriores a las PASO, una configuración inestable y con límites muy difusos entre las operaciones cambiarias y financieras, e incluso incierta en la legalidad de las mismas. Además, se percibe un contexto de transitoriedad y también la precariedad o inexistencia de los controles.

Si bien nominalmente se mantiene el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC), varias operaciones no se cursan por el mismo y existen distintos tipos de cambio, además del surgido de este mercado, que son mirados con mayor atención por los agentes económicos. Estos son, además del dólar mayorista y minorista, el dólar MEP, el dólar Contado con Liquidación (CCL) que varía según el instrumento cotizante en el exterior y el dólar blue (nuevo nombre del histórico mercado negro o paralelo). Todos tiene un spread de tipo financiero o impositivo respecto al tipo de cambio registrado por el BCRA en el MULC. Pero, además, el dólar que es efectivamente percibido como relevante para ciertos sectores económicos por sus actividades de exportación o importación tiene también una diferenciación relevante respecto al MULC a causa de las retenciones, reintegros y aranceles.

El gráfico de esta página muestra los valores en los distintos “mercados” cambiarios existentes. Se percibe cómo, a partir de las regulaciones impuestas en agosto, se ensancha la brecha entre el oficial y el dólar CCL y MEP y en menor medida respecto a mercado del dólar blue.

Toda la implementación normativa tuvo muchas correcciones, y correcciones de las correcciones. Por



ejemplo, se hizo una excepción para permitir pagos de deuda del Gobierno nacional pero no a los de estados subnacionales y empresas privadas, que deben afrontar los mayores costos para sus pagos.

Nominalmente se mantiene el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC), sin embargo, varias operaciones no se cursan por el mismo y existen distintos tipos de cambio, además del surgido de este mercado, que son mirados con mayor atención por los agentes económicos.

Si bien las restricciones cambiarias fueron presentadas como un “cepo light” en comparación con las restricciones anteriores, con el correr de las semanas fueron mostrando que en muchos aspectos eran más restrictivas. De hecho, recientemente una empresa importante como IRSA se vio imposibilitada de enviar los pagos de su deuda normalmente, a pesar de haber accedido al MULC para comprar los dólares. Por ello, debió usar un camino complejo y costoso, que es pagar usando bonos en dólares para remitir los fondos².

Este punto es muy problemático, porque el Gobierno alentó a las empresas a tomar deuda en el exterior, la cual creció de 53.000 millones de dólares en 2015 a 86.000 millones en 2019 (+24% en divisas y +6 p.p. del PIB). Esto implica que muchos vencimientos a corto plazo de las empresas, ahora, suman una devaluación más allá de lo calculado y el costo adicional de tener que pasar por el CCL. Toda esta incertidumbre sobre cómo y cuánto deberán pagar deteriora los balances y los resultados de las firmas, limitando aún más las inversiones.

En lo que sería un fuerte cuestionamiento a la unicidad del mercado cambiario actual, varios actores del mercado financiero han pedido el 23 de septiembre a la EMTA (*Emerging Markets Traders Association*) usar el CCL en lugar del dólar mayorista como referencia para el cálculo de los NDF (*Non Delivery Forwards*) que habían pactado, a causa de las regulaciones impuestas.

También se establecieron restricciones a la compra de dólares para operaciones inmobiliarias referidas a la compra de la primera casa, con un límite de 100.000 dólares. Más recientemente se impuso la obligación de pesificar las ventas de servicios al exterior, incluso por parte de las personas humanas.

Se hicieron grandes esfuerzos para evitar que pequeños ahorristas pudieran especular con lo que popularmente se llama el “rulo”, maximizando los riesgos de precio, sobre todo, de quienes tenían menos de 10.000 dólares.

En resumen, en menos de un mes la normativa sufrió gran cantidad de modificaciones, sumado a que no estuvo pensada la implementación de los mecanismos de control en los distintos entes, lo que demuestra la gran improvisación de todo el proceso. Sin embargo, cuidando una última esperanza electoral, la intención fue mantener la compra de personas humanas en 10.000 dólares, así como la transferencia plena al exterior de los fondos en dólares.

En otras palabras, tenemos un sistema cambiario que, de forma desordenada y poco clara, se asemeja a un sistema de tipos de cambio múltiples, pero difusos y con límites indefinidos en cada mercado. Entonces, vale la pena preguntarse si, en vez de este esquema tan impreciso, poco transparente e ineficiente, no sería más adecuado establecer un sistema de tipos de cambio múltiples más claro, concreto y definido.

Sistemas de tipos de cambio múltiples

Establecer un sistema de tipos de cambio múltiples no es una situación original en la historia económica moderna de la Argentina (BCRA varios años; Braun, 1973; Dornbusch, 1985, 1986; O’Connell, 1986; Kiguel, 1995; Rapoport, 2000; Libman, 2018). Nuestra historia reciente desde la creación del BCRA cuenta con más de veinte experiencias con mercados formales diferenciados. Así, la experiencia histórica argentina muestra que los regímenes duales han sido transversales a gobiernos de distinto perfil ideológico, tanto en programas económicos de corte ortodoxos como en otros más heterodoxos³.

Si bien las restricciones cambiarias fueron presentadas como un “cepo light” en comparación con las restricciones anteriores, con el correr de las semanas fueron mostrando que en muchos aspectos eran más restrictivas.

La literatura económica también tiene una larga tradición en discutir intensamente los sistemas cambiarios múltiples⁴. Una cita tradicional al respecto es Kaldor (1964), que postula la inexistencia de un tipo de

cambio de equilibrio único entre los costos nacionales de producción y los precios externos. Propone un esquema dual en el cual coexista un tipo de cambio fijo para la exportación de commodities e importaciones esenciales y otro flexible y más alto para los demás bienes importados suntuarios y para las exportaciones manufactureras. En nuestro país uno de los autores que más sólidamente abogó por este tipo de sistema fue Marcelo Diamand (1972).

La idea de que el sistema cambiario no repose en un único mercado parece sensata para muchas economías con alta heterogeneidad en términos de niveles de productividad.

Estas dos referencias nos muestran indirectamente cuáles son los desafíos que enfrenta en la actualidad el pensar un sistema cambiario dual o múltiple. Las dos opciones están centradas principalmente en el uso del sistema cambiario como un instrumento para el desarrollo industrial en un contexto de una estructura económica heterogénea. Pero hoy las preocupaciones respecto a los sistemas cambiarios y su funcionamiento incluyen también la dinámica inflacionaria y distributiva y la estabilidad financiera. Esto se relaciona, por un lado, con el hecho de que las economías son hoy mucho más integradas comercialmente (y, sobre todo, financieramente) con el resto del mundo que décadas atrás. Y, por otro lado, que economías como la argentina han sufrido un persistente proceso de sustitución de monedas, donde el dólar ha pasado a ser actor importante en las decisiones y transacciones locales.

Otro de los elementos que se extrae de la referencia de Kaldor es que, a existencia de un sistema de cambios múltiples, por ejemplo, un sistema dual conlleva también determinar un régimen de funcionamiento para cada mercado. Flotación libre, flotación administrada, *crawling peg* o fijación son las variantes básicas que se podrían combinar en los distintos mercados del sistema.

Esquema de funcionamiento de un sistema cambiario dual

La idea de que el sistema cambiario no repose en un único mercado parece sensata para muchas economías con alta heterogeneidad en términos de niveles de productividad. Pero habiendo aceptado esto, se requiere contar con algún esquema que permita determinar un número razonable de mercados diferenciados.

La selección del número adecuado de mercados debería ponderar el dilema entre diferentes objetivos y/o sectores específicos que requieren su propio espacio y los problemas prácticos de implementar un número creciente de mercados. Es por ello que, en principio, suponer dos mercados sirve para ilustrar los costos y beneficios del sistema. Asimismo, es el esquema que cuenta con más experiencia histórica asociada.

Para implementar un sistema cambiario dual en una economía financieramente abierta y altamente dolarizada se piensa en uno de los mercados cambiarios dedicado a las transacciones comerciales y el otro a las financieras y al resto de las transacciones cambiarias (remisión utilidades, turismo, transferencias, FAEN, etc.). Se supone que el mercado comercial tendría una cotización cambiaria menor que el financiero y también un régimen de funcionamiento distinto.

Para implementar un sistema cambiario dual en una economía financieramente abierta y altamente dolarizada se piensa en uno de los mercados cambiarios dedicado a las transacciones comerciales y el otro a las financieras y al resto de las transacciones cambiarias.

Si existe un interés por alguna política comercial que diferencie entre bienes y servicios como era la que propugnaban Kaldor (1964), Diamand (1972) y Ferrer (1964), entonces se necesitarían más mercados comerciales o, como alternativa más simple para no



Próximo Desayuno de Trabajo FIDE:
Miércoles 30 de octubre
Información e inscripciones en info@fide.com.ar

romper la dualidad de mercados, permitir que las transacciones comerciales de algunos sectores se liquiden en el mercado financiero. Por ejemplo, las exportaciones industriales o de servicios tecnológicos, así como las importaciones de bienes suntuarios o no relevantes para las cadenas de valor y el turismo, se podrían cursar en el mercado financiero, o sea con un tipo de cambio más alto.

Respecto al uso de tipos de cambio diferenciados como estrategia de desarrollo cuando hay dos sectores con productividades muy diferenciadas, si se opta por un mercado dual (comercial y financiero), entonces se deberá implementar para los sectores que liquidan en el comercial un esquema de “desacople selectivo” (Abeles y Panigo, 2015) basado en derechos de exportación diferenciados para productos primarios. De esta forma, se evita que, al favorecer al sector menos competitivo, con un tipo de cambio alto ello se traslade completamente a los alimentos.

Vale tener en cuenta que una estrategia de crecimiento basada en un tipo de cambio competitivo debe incorporar la cuestión sobre cuál es la incidencia de las cadenas globales de valor en los sectores productivos de la Argentina. A diferencia del pasado, donde el valor agregado local era bastante relevante en el producto industrial y más aún en la cadena agropecuaria, en la actualidad el porcentaje de contenido nacional ha caído, por lo cual un aumento del tipo de cambio real mejora la competitividad de la parte local, pero encarece los insumos que están dolarizados, morigerando el efecto final. Solo un período largo de tipo de cambio alto y estable podría incentivar a las cadenas globales a utilizar más contenido local en la propia cadena.

Vale tener en cuenta que una estrategia de crecimiento basada en un tipo de cambio competitivo debe incorporar la cuestión sobre cuál es la incidencia de las cadenas globales de valor en los sectores productivos de la Argentina.

En algunos períodos históricos se usó en la Argentina la “mezcla” de tipos de cambio por la cual los tipos de cambio sectoriales se obtenían mezclando en distintas proporciones el mercado cambiario comercial y financiero.

Sin embargo, también existe evidencia de que, cuanto

más diferenciaciones haya (cuanto más pequeños sean los mercados específicos), más aumenta la posibilidad de éxito de lobbies sectoriales, manipulaciones de mercado y captura de los reguladores. Por lo tanto, si se entiende que es necesaria la dualidad cambiaria, el mejor camino sería mantener la misma lo más simple, transparente y auditable posible.

En resumen, un sistema cambiario dual debería combinar tres tipos distintos de objetivos que, además, están interrelacionados.

Un sistema dual no es el mecanismo que permite prescindir completamente de las regulaciones cambiarias o de la cuenta capital referidas al acceso al mercado financiero o de las políticas comerciales referidas a aranceles, preferencias, retenciones y reintegros.

Por un lado, el objetivo de desarrollo económico en economías heterogéneas, que implica diferenciar el tipo de cambio de algunos sectores y productos de exportación e importación.

En segundo lugar, existe un objetivo antiinflacionario asociado a disminuir la influencia de la volatilidad cambiaria en los precios domésticos, a los fines de evitar el deterioro de la distribución del ingreso y la exacerbación del conflicto distributivo.

En tercer lugar, el sistema cambiario debería minimizar los desequilibrios cambiarios en el mercado financiero que afectan la oferta y demanda de activos financieros en moneda extranjera y en pesos, la tasa de interés de política, los depósitos y el crédito en dólares y pesos, entre otros efectos.

Dados estos objetivos y la intención de mantener un número acotado de mercados, es necesario remarcar que un sistema dual no es el mecanismo que permite prescindir completamente de las regulaciones cambiarias o de la cuenta capital referidas al acceso al mercado financiero o de las políticas comerciales referidas a aranceles, preferencias, retenciones y reintegros.

Régimen de funcionamiento y estabilidad dinámica

Además de la existencia de dos mercados claramente

delimitados, el sistema requiere definir qué tipo de régimen de funcionamiento tiene cada uno y cómo se implementa la política cambiaria del BCRA. Partiendo de la hipótesis de que las grandes opciones de régimen son la flotación libre, la flotación administrada, el *crawling peg* y la fijación, teóricamente las combinaciones podrían ser múltiples, aunque cada mix puede dar lugar a distintas tensiones entre los dos mercados dadas por el volumen, la volatilidad y cómo se lean y convivan en la economía las señales que envía cada mercado.

Por ejemplo, podría existir un régimen de tipo de cambio (TC) fijo en el comercial y otro de TC flotante completamente libre en el financiero. Cuando se piensa en un régimen de TC fijo significa que el BCRA interviene, si es necesario, en el mercado comercial para mantener el TC dentro de una banda muy estrecha (2%-4%), mientras que en el flotante el BCRA u otros agentes estatales se abstendrían de intervenir, salvo en eventos muy extraordinarios, dejando que el mercado equilibre oferta y demanda.

El tipo de cambio real que requiere una economía hiperendeudada como la Argentina debe combinar un nivel razonable con estabilidad; solo esto podrá hacer crecer el superávit por aumento de las exportaciones, lo cual parece un ancla macro imprescindible.

Si bien un TC fijo en el comercial sería positivo para desinflacionar –siempre y cuando los precios de los bienes transables se regulen con el comercial–, la experiencia histórica enseña que brechas muy grandes donde el TC flexible es mayor que el TC fijo generan dudas sobre la sostenibilidad de la fijación y terminan en ajustes abruptos que, de hecho, en Argentina es la forma más disruptiva del ajuste cambiario (Libman, 2018).

Las grandes devaluaciones en Argentina son contractivas, mejoran la balanza comercial básicamente por caída de la importación y exacerbaban la intensidad del *pass-through*. Incluso el potencial *overshooting* del TC nominal luego de una gran devaluación, que debería ofrecer la posibilidad de reducir la tasa de interés, pierde parte de esa virtud por la incertidumbre que genera sobre cuándo será la próxima devaluación. El tipo de cambio real que requiere una economía hiperendeudada como la Argentina debe combinar un nivel razonable con estabilidad; solo esto podrá hacer crecer el superávit por aumento de las exportaciones,

lo cual parece un ancla macro imprescindible.

Una alternativa para evitar el riesgo de devaluaciones abruptas es que exista una flotación administrada en el comercial y una flotación libre en el financiero.

Pero, si además se desea minimizar la disparidad entre regímenes, podría implementarse un régimen de flotación administrada con baja volatilidad en el comercial y otro también de flotación administrada, pero con mayor volatilidad en el financiero. Suponiendo que se logre mantener el mercado comercial superavitario, en este caso el BCRA podría intervenir para administrar la flotación del mercado financiero.

Una alternativa para evitar el riesgo de devaluaciones abruptas es que exista una flotación administrada en el comercial y una flotación libre en el financiero.

Este esquema parece más razonable en la salida de una crisis, dadas las características de la economía argentina.

La flotación administrada en ambos mercados puede parecer un esquema similar al actualmente vigente, donde hay un MULC que es “único”, en el cual el BCRA interviene spot y tiene un esquema de regulaciones e impuestos⁵. Sin embargo, las diferencias no son menores.

En momentos de crisis como el actual, el BCRA interviene el MULC excluyentemente por motivos financieros y además maximiza el uso de la tasa, pero todo el ruido cambiario-financiero se traslada también a la actividad comercial y productiva (se dilatan liquidaciones, compras, hay aumentos precautorios de precios por incertidumbre cambiaria y se reduce el crédito productivo). Esto es una fuerte externalidad negativa del sistema único.

En un sistema dual, contar con un mercado financiero formal permitiría dar más certidumbre al esquema de liquidaciones de egresos e ingresos, que hoy es muy confuso. Todos los demandantes y oferentes no comerciales, residentes o no residentes, irían a este mercado dejando de usar los bonos como instrumento imperfecto y así reduciendo el exceso de ruido en el mercado de deuda generado por las necesidades de los privados de entrar o sacar fondos que hoy no pueden canalizar a causa de las regulaciones. Esta es una segunda externalidad negativa del sistema actual,

que es meter ruido en el mercado de bonos.

Si el mercado del TC comercial genera un superávit estable, el BCRA reconstruye un stock razonable de reservas y el resto de la macro acompaña consistentemente, es probable que la mera posibilidad de que el BCRA sea visto con municiones para intervenir genere una “especulación estabilizadora” que limite la propia necesidad de intervenir. Como ocurrió en la Convertibilidad a partir de la reconstrucción de las reservas.

Tamaño de la brecha. Superávits e intervención

Claramente la dimensión y la dinámica de la brecha entre los mercados comercial y financiero es un capítulo muy importante en la literatura de los mercados duales. Con una brecha muy grande, los agentes económicos endógenamente ralentizan los ingresos en el mercado bajo y se incentiva la creación de mecanismos para su fuga. Puntualmente, una brecha muy amplia genera maniobras de sobrefacturación de importaciones y subfacturación de exportaciones o declarar las mismas como realizadas de países limítrofes.

Según Libman (2018), la evidencia empírica en

un panel de países de Latinoamérica muestra que el mercado negro (el más desregulado) adelanta el comportamiento del mercado oficial. Cuando han existido grandes brechas persistentes se derivan con alta probabilidad devaluaciones en el oficial. En este sentido, la brecha misma pasa a ser un elemento de inestabilidad macroeconómica.

En un sistema dual, contar con un mercado financiero formal permitiría dar más certidumbre al esquema de liquidaciones de egresos e ingresos, que hoy es muy confuso.

Asimilando esos resultados, se podría establecer que una brecha creciente entre comercial y financiero generaría incertidumbre sobre la sostenibilidad del TC del comercial. Por eso en muchas oportunidades los Bancos Centrales intervienen en ambos mercados. La intervención en el comercial busca claramente evitar el exceso de volatilidad que se traslade a los precios. Pero la intervención en el financiero sólo debería estar basada en situaciones de volatilidad que no están acordes con los fundamentales de la economía.

Visite nuestra página web



Indicadores de coyuntura - Publicaciones - Material de consulta

www.fide.com.ar

Por lo tanto, dado el contexto que quedará a la salida de este gobierno con reservas netas muy bajas, pagos de deuda altísimos y los mayores requerimientos de importación de bienes de capital e insumos que cualquier reactivación generaría, se necesitará no solo un régimen cambiario apropiado, sino sobre todo un nivel del TC real apropiado que ayude a reconstruir las reservas.

Dado el contexto que quedará a la salida de este gobierno con reservas netas muy bajas, pagos de deuda altísimos y los mayores requerimientos de importación de bienes de capital e insumos que cualquier reactivación generaría, se necesitará no solo un régimen cambiario apropiado, sino sobre todo un nivel del TC real apropiado que ayude a reconstruir las reservas.

Como muestran varias experiencias históricas, es probable que el mercado del TC financiero no pueda ser completamente desregulado en un contexto de crisis de balanza de pagos, por lo cual seguirá existiendo un mercado paralelo. Vale notar que, teniendo la economía argentina una parte importante de informalidad (que se acentúa en las crisis macroeconómicas), existe un espacio “natural” para mercados paralelos, aún en presencia de plena desregulación cambiaria, ya que un sector amplio de la población y empresas no puede determinar que los fondos usados hayan sido producto de operatorias tributariamente o legalmente no punibles. Es decir, por razones impositivas o de controles anti lavado, es difícil que desaparezca el mercado paralelo. El punto es que la referencia de las transacciones financieras se genere en el mercado financiero legal.

El sistema cambiario como parte de un esquema integral para salir de la crisis

En esta nota se presentaron algunos elementos para pensar preliminarmente un sistema cambiario que supere el caos normativo y operativo que terminará quedando al final del gobierno Macri.

El futuro gobierno deberá evaluar la conveniencia de mantener un esquema cambiario formalmente único como el actual, apuntalado y limitado por un esquema de regulaciones financieras, cambiarias y tributarias, o formalizar más de un mercado cambiario. También, se

debe tener en cuenta que, en general, el FMI ha sido reticente al uso de sistemas cambiarios múltiples, por lo cual, si se evaluara que el sistema es útil para esta etapa de la Argentina, su discusión podría ser un punto más en una eventual negociación con el organismo.

Dadas las complejas circunstancias del sector externo argentino (déficit, dolarización, fuga, alto *pass through*, etc.), no parece que soluciones extremas como un régimen cambiario totalmente flexible o uno completamente rígido (convertibilidad o dolarización) y a la vez abierto en sus regulaciones financieras y cambiarias sean posibles mientras dure la crisis. Y en casos como la dolarización o la convertibilidad, tampoco cuando se salga de la misma.

La experiencia Macri, combinando flexibilidad cambiaria y apertura financiera, y la experiencia de la convertibilidad conjugando fijación cambiaria más apertura nos dejaron, en ambos casos, una sobredosis de deuda externa y fuga de capitales.

En el debate sobre el funcionamiento del sistema cambiario dual se propone normalmente un régimen fijo en el comercial y otro flotante libre en el financiero. Los objetivos son: 1) aislar a la estructura de precios del exceso de volatilidad que domina en el mercado financiero; 2) ordenar los flujos financieros y el mercado de bonos a través de un mercado cambiario claro y transparente que minimice los inconvenientes, los “rulos” y arbitrajes de todo tipo que convierten la captura de rentas cambiarias en el principal objetivo de la actividad financiera, en lugar de servir al financiamiento de la economía.

El futuro gobierno deberá evaluar la conveniencia de mantener un esquema cambiario formalmente único como el actual, apuntalado y limitado por un esquema de regulaciones financieras, cambiarias y tributarias, o formalizar más de un mercado cambiario.

Aquí hemos debatido que posiblemente en la transición un esquema dual con flotación administrada en ambos mercados puede ser más apropiado. Obviamente, la administración de la flotación es diferente en cada uno: muy activa en el comercial en una banda estrecha y más esporádica en el financiero. Se discutió que la clave deviene entonces en cómo administra el BCRA la brecha y qué instrumentos tiene o construye para ello. El

principal recurso es un mercado comercial superavitario y un razonable stock de reservas.

Las regulaciones cambiarias y los esquemas duales pueden dar más espacio a la política económica para administrar los shocks económicos y los desequilibrios que se deseen corregir, pero es muy difícil alcanzar ese objetivo si no se logra una estructura de precios adecuados y un contexto de consistencia macroeconómica.

Por lo que hemos dicho, la futura política económica podrá plantear, de acuerdo a sus prioridades, distintas combinaciones de mercados o sistemas cambiarios (único o dual), distintos regímenes de intervención en cada uno de los mercados y distintas regulaciones cambiarias e impositivas, pero siempre bajo un paraguas que tenga presente mantener un tipo de cambio real competitivo y políticas específicas para lograr un resultado de cuenta corriente suficiente que no genere incertidumbre o anticipe una crisis y ayude a reconstruir el stock de las reservas. Sólo así podremos garantizar un sendero de desarrollo sostenible que no sea fagocitado por la restricción externa y pueda enfrentar los shocks externos.

Notas

- 1 En contradicción con el propio Acuerdo Constitutivo del organismo.
- 2 La deuda de esta empresa era una obligación negociable emitida bajo ley argentina. Los inconvenientes para que los tenedores externos reciban su pago generó un daño adicional en la reputación para emitir bajo jurisdicción nacional.
- 3 De hecho, se usaron desde varias veces desde el Plan Pinedo en los años '30 y, más recientemente, en el gobierno justicialista en los '70, en la primera etapa de Martínez de Hoz, en el Plan de 1987 posterior al Austral y en el Plan Primavera del gobierno radical, en el Plan Bunge y Born y en el plan de Cavallo antes de la Convertibilidad con Menem. También hay una larga lista de experiencias de mercados unificados, transversales a la orientación política de los gobiernos que, en la mayoría de los casos, tenían fuertes controles y por lo tanto existía un mercado paralelo (ver BCRA varios años; Braun, 1973; Dornbusch, 1986; O'Connell, 1986; Kiguel 1995; Rapoport, 2000).
- 4 La experiencia internacional muestra muchos casos de crisis de balanza de pagos o crisis financieras que recurren al control de capitales y cambiarios. Entre las más recientes están Islandia, Ucrania, Grecia, entre otros.
- 5 También puede intervenir en el mercado de futuro

Referencias

- BCRA, Memoria Anual, Ejemplares: 1940, 1941, 1942, 1943, 1944, 1945, 1946, 1947. 1948 y 1949, Biblioteca Prebisch.
- Braun, Oscar (1973) Desarrollo del Capital Monopolista en Argentina, Braun, O. (compilador).
- Diamand, Marcelo (1972) "La Estructura Productiva Desequilibrada Argentina y el Tipo de Cambio", Desarrollo Económico, Vol. 12 No 45, pp: 25-47.
- Diamand, Marcelo (1973) "Doctrinas Económicas, Desarrollo e Independencia", reimpresso por H. Garetto Editor (2010), Rafaela, Santa Fe.
- Dornbusch Rudiger (1985) Special Exchange Rates for Capital Account Transactions. THE WORLD BANK ECONOMIC REVIEW, VOL. 1, NO. 1: 3-33
- Dornbusch, Rudiger (1986) "Multiple Exchange Rates for Commercial Transactions", en S. Edwards y L. Ahamed (eds.) Adjustment and Exchange Rates in Developing Countries, Chicago University Press.
- FIDE (2019), Coyuntura y Desarrollo n. 388. Buenos Aires.
- Ferrer, Aldo (1963) Devaluación, "Redistribución de Ingresos y el Proceso de Desarticulación Industrial", Desarrollo Económico, Vo. 4, No. 2, pp. 5-18.
- Heymann, Daniel (1991) "From Sharp Disinflation to Hyperinflation Twice: The Argentine Experience", 1985-1989", en M. Bruno, M. Fischer, E. Helpman y N. Liviatan (comp) Lessons of Economic Stabilization and its Aftermath, The MIT Press.
- Kaldor, N. (1964) "Dual Exchange Rates and Economic Development", Economic Bulletin for Latin America, Vol. 9, No. 2, pp.215-223.
- Libman, E. (2018) La Relación entre el Tipo de Cambio Oficial y el Tipo de Cambio Negro", Cuadernos de Economía, 2018, Vol. 41 no. 115, pp. 43-55.
- O'Connell, Arturo (1986) "La Argentina en la Depresión: Los Problemas de una Economía Abierta", Desarrollo Económico, Vol. 64, No.
- Rapoport, Mario (2000) Historia Económica, Política y Social de la Argentina 1880-2000, Ediciones Macchi, Buenos Aires.

Sebastián Etchemendy

Investigador del CONICET

“Todas las democracias que tienen una negociación salarial sectorial o de actividad centralizada y efectiva que impacta directamente en la macro-economía como Argentina (es decir donde las cúpulas sindicales y empresarias negocian convenios a nivel país para una gran cantidad de trabajadores de comercio, bancarios, construcción etc.) cuentan, a la vez, con instancias de coordinación salarial supra o inter-sectorial. Es decir, la negociación salarial no se deja librada al arbitrio de cada sector económico, sino que se coordina vía diversos mecanismos institucionales.”

Mientras la inflación se acelera y el Congreso discute leyes para paliar la emergencia alimentaria que sufre una porción creciente de la población, la oposición explica que, de ser gobierno, intentará articular una instancia donde se puedan discutir consensos básicos para la estabilización de la economía, fundamentalmente, en torno a la dinámica de los precios y los salarios.

En este contexto, FIDE entrevistó al Dr. Sebastián Etchemendy, investigador del CONICET y profesor de Economía Política Comparada en la Universidad Torcuato Di Tella. Etchemendy se graduó como Licenciado en Ciencia Política en la Universidad de Buenos Aires y luego se doctoró en el Departamento de Ciencia Política de la Universidad de Berkeley, California. Su campo de estudio y acción está

relacionado con la economía política comparada, en los determinantes y consecuencias políticas de los procesos de liberalización e internacionalización económica, con especial atención al estudio de los actores empresariales y sindicales. Etchemendy tiene una gran cantidad de publicaciones y ha obtenido distintas becas y distinciones internacionales. A este perfil académico se le suma la experiencia de haber sido asesor y luego subsecretario de Planificación de Políticas Laborales en el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social de la Argentina entre 2010 y 2015. Aprovechamos esta coyuntura extrema en la que nos encontramos para conversar con él en torno a las experiencias internacionales de acuerdos sociales y arreglos institucionales para la discusión de pautas para precios y salarios. Aquí va el resultado.



FIDE: El Frente de Todos se refiere a un acuerdo de precios y salarios (o Acuerdo Social) como mecanismo para reducir la inflación y, al mismo tiempo, reparar una parte del deterioro que hoy se observa en la situación del trabajo. En la práctica, ¿qué significa una instancia de este tipo?

Sebastián Etchemendy (SE): Cuando uno mira las experiencias comparadas en esta materia, lo primero que hay que distinguir son las nociones de Pacto o Acuerdo Social y los mecanismos más generales de coordinación salarial inter-sectorial que existen en la gran mayoría de los países que tienen negociación colectiva de actividad centralizada y sindicatos relativamente fuertes —hablo de los países del norte de Europa continental, Escandinavia, y en América Latina, hoy, solo Uruguay, además de Argentina—. Los pactos o acuerdos sociales son instancias formales de concertación sobre niveles de salarios y precios, que a) suelen incluir la participación activa no solo de los actores socio-económicos de cúpula (o sea sindicatos y empresarios), sino de partidos y líderes políticos, en especial aquéllos en el Gobierno, y b) generalmente suspenden en forma temporal la negociación salarial en niveles inferiores, a la vez que incluyen otras medidas de política pública más allá de la política

de ingresos, como políticas sociales, impositiva y especialmente tipo de cambio y/o tarifas.

Los pactos o acuerdos sociales son instancias formales de concertación sobre niveles de salarios y precios, que a) suelen incluir la participación activa no solo de los actores socio-económicos de cúpula (o sea sindicatos y empresarios), sino de partidos y líderes políticos, en especial aquéllos en el Gobierno, y b) por lo general suspenden temporalmente la negociación salarial en niveles inferiores, a la vez que incluyen otras medidas de política pública más allá de la política de ingresos, como políticas sociales, impositiva y especialmente tipo de cambio y/o tarifas.

Por otro lado, tenemos que pensar que todas las democracias que tienen una negociación salarial sectorial o de actividad centralizada y efectiva que impacta directamente en la macro-economía como Argentina (es decir donde las cúpulas sindicales y empresarias negocian convenios a nivel país para una

gran cantidad de trabajadores de comercio, bancarios, construcción etc.) cuentan, a la vez, con instancias de coordinación salarial supra o inter-sectorial. Es decir, la negociación salarial no se deja librada al arbitrio de cada sector económico, sino que se coordina vía diversos mecanismos institucionales (por ejemplo, consejos superiores de coordinación salarial o negociación “modelada”, donde un sector o grupo de sectores determinados marca la pauta alrededor de la que giran otros, con monitoreo en grados diversos del Estado). El objetivo general de estos mecanismos es administrar las expectativas nominales de salario en conjunto con el manejo de la política monetaria (en los países fuera del euro), o bajo los parámetros del BCE en los países del euro, preservando o aumentando si se puede el salario real, y así contribuir a contener la inflación. En estos casos, los mecanismos de coordinación salarial incluyen mucho menos frecuentemente en su rutina de funcionamiento la concertación sobre precios o políticas, más allá de la de ingresos. Desde ya, varios de estos países en determinados momentos superponen pactos sociales a esos mecanismos de coordinación salarial inter-sectorial con los que cuentan.

Después del fracaso del gobierno de Macri, Argentina tiene que avanzar por un camino que incluya dos facetas de política de ingresos. Por un lado, un acuerdo social que armonice mínimamente expectativas de precios y salarios, y la vez incluya respuestas a los sectores en emergencia más golpeados, y otros rubros como tarifas o tipo de cambio. Esto es imprescindible para comenzar a salir de esta crisis aguda. Pero si no establecemos, a partir de ahí, mecanismos más rutinarios que conecten la política económica y monetaria con la política de ingresos, vamos a tener problemas para estabilizar la negociación colectiva en el marco de un modelo que apunte a una inflación racional y manejable, y que sea, a la vez, inclusivo.

FIDE: ¿Existen ejemplos a nivel internacional que sean interesantes para el caso argentino?

SE: Yo creo que, especialmente en esta coyuntura y

después del fracaso del gobierno de Macri, Argentina tiene que avanzar por un camino que incluya las dos facetas de política de ingresos que menciono en la pregunta anterior. Por un lado, un acuerdo social que armonice mínimamente expectativas de precios y salarios, y la vez incluya respuestas a los sectores en emergencia más golpeados, y otros rubros de política económica con impacto en el nivel de ingreso, como tarifas o tipo de cambio. Esto es imprescindible, desde un punto de vista a la vez político y económico, para comenzar a salir de esta crisis aguda que nos deja el PRO.

América Latina no tiene muchos ejemplos de pactos sociales; tenemos que pensar que la fortaleza sindical es condición necesaria, y eso en la región no abunda.

Pero si no establecemos, a partir de ahí, mecanismos más rutinarios, estables e institucionalizados de coordinación que conecten en forma más o menos virtuosa la política económica en general, y la monetaria en particular, con la política de ingresos, vamos a tener problemas para estabilizar la negociación colectiva en el marco de un modelo que apunte a una inflación racional y manejable, y que sea, a la vez, inclusivo. En la gestión de Néstor, Cristina y Tomada se intentó informalmente esa coordinación, pero en esa etapa el principal objetivo fue otro: restaurar toda la institucionalidad laboral derogada o congelada por el neoliberalismo de los años '90. Ahora, y teniendo en cuenta que (a diferencia del menemismo y la Alianza) el macrismo felizmente no pudo pasar una reforma laboral formal, tenemos que ir a un modelo de política de ingresos más articulado con la política económica. América Latina no tiene muchos ejemplos de pactos sociales; tenemos que pensar que la fortaleza sindical es condición necesaria, y eso en la región no abunda. Destaco dos casos: el Pacto de Solidaridad en México y el Pacto Social bajo el último gobierno de Perón, con resultados mixtos. Europa brinda, por supuesto, más ejemplos, el famoso Pacto de la Moncloa en España (mas mentado que entendido) o el de Wassenaar en Holanda. Según los contextos, los pactos sociales pueden ser más “expansivos”, es decir que contemplan incremento en el gasto social

y crecimiento más propios de esquemas keynesianos —quizás el más famoso de estos es el Acuerdo Tripartito de Saltsjöbaden de 1937, que creó las bases del Estado de bienestar sueco— o más “defensivos”. En los últimos, los sindicatos ofrecen paz social y no perder salario real, a cambio de ciertas prerrogativas. La entrada al euro a fines de los ‘90 y principios de los 2000 paradójicamente vio un resurgir del pactismo, ya que muchos países necesitaron adecuar sistemas laborales, fiscales y de seguridad social a las exigencias de la moneda única, y en esas sociedades eso solo se puede hacer con un consenso sindical mínimo. En cuanto a los ejemplos de coordinación salarial, hay mucho de interés para analizar y ver aspectos que puedan servir para el caso argentino, desde la Comisión Paritaria austríaca, donde Estado y cúpulas empresariales y sindicales monitorean la negociación salarial de actividad, o la “negociación modelada” (*patterned bargaining*) de Alemania o Suecia, donde el Estado básicamente monitorea en diversos grados la “extensión” de los parámetros negociados desde los sectores más fuertes a los más débiles; hasta el Consejo Superior Tripartito uruguayo, donde el Gobierno presenta en cada ronda las pautas salariales a los actores de cúpula, que después son “bajadas” a la negociación de actividad entre los actores sociales. Todo ello más allá de que, en los casos europeos, por supuesto, el euro (y la desnacionalización de las políticas monetaria y cambiaria) ha restringido mucho el espacio de negociación a los sindicatos.

Sostener que la liberalización económica y la integración monetaria han transformado toda la negociación salarial en los países desarrollados en negociación de empresa es simplemente un mito neoliberal.

Sin embargo, sostener que la liberalización económica y la integración monetaria han transformado toda la negociación salarial en los países desarrollados en negociación de empresa es simplemente un mito neoliberal. Eso solo ocurre en los países más liberales, EEUU, el Reino Unido, Australia y, por supuesto, en la mayor parte de América Latina (excepto Argentina, Uruguay y Brasil), donde, si existe la negociación colectiva, se

lleva a cabo en el 99% de los casos por empresa.

FIDE: ¿Cuáles son las principales características en cada uno de esos ejemplos? ¿Y sus principales diferencias?

SE: El Pacto Social de 1973-'74, bajo el último gobierno de Perón, fue inicialmente exitoso. Estipuló al comienzo un 20% de aumento salarial y luego congelamiento de ingreso y precios, junto a medias de control de cambios y para potenciar exportaciones; después, salarios y tarifas aumentaban escalonadamente. La inflación del 62% en 1972 bajó al 25% en 1973, sin limitar el crecimiento. Pero claro, la muerte de Perón, la polarización política y social y la crisis del petróleo lo devoraron en 1975.

El Pacto Social de 1973-'74 fue inicialmente exitoso. Estipuló al comienzo un 20% de aumento salarial y luego congelamiento de ingreso y precios, junto a medias de control de cambios y para potenciar exportaciones; después, salarios y tarifas aumentaban escalonadamente. La inflación del 62% en 1972 bajó al 25% en 1973, sin limitar el crecimiento. Pero claro, la muerte de Perón, la polarización política y social y la crisis del petróleo lo devoraron en 1975.

Los pactos de solidaridad en México 1987-'92 fueron más restrictivos en el marco de la reforma neoliberal, e incluyeron pauta salarial cada seis meses, aumento de tarifas, devaluación y ajuste monetario. Obviamente, no se entienden sin el contexto semi-democrático del Partido Revolucionario Institucional (PRI) y su control sobre los sindicatos. Los pactos de la Moncloa en España incluyeron aumento salarial general inicial y devaluación, pero están sobrevalorados en su contenido económico-sindical: el principal sindicato, Comisiones Obreras (CCOO), lo abandonó enseguida. Fue mucho más un pacto político de transición, armado por ex franquistas, el Partido Socialista Obrero Español y el Partido Comunista Español para legitimar a este último y al nuevo régimen. El problema es que los pactos sociales son, por naturaleza, de corto plazo, motorizados decisivamente por actores políticos más que socioeconómicos: esa suerte de “suspensión de la

política” y la puja distributiva no puede durar mucho, especialmente en sociedades democráticas. Sirven más para una estabilización inicial que para un manejo sostenido de un crecimiento con inflación razonable. Los modelos de coordinación salarial, en cambio, apuntan a un manejo de las expectativas de inflación más estable. Por supuesto, en la posguerra europea, si pensamos en Suecia o en el austro-keynesianismo de los '70, los acuerdos tripartitos incluían moderación (pero crecimiento real) del salario y gasto social masivo. En los años 2000 la coordinación salarial agregada la usan más que nada para lograr competitividad y moderación nominal en contextos más restrictivos, de allí parte del “éxito” de los países el Europa del norte (Holanda, Austria, Alemania) frente a los del sur. Mucho más acá, Uruguay con el Frente Amplio construyó casi de la nada un modelo interesante: el Estado propone intervalos salariales según se trate de sectores de alta mediano o bajo desempeño, que se negocian en un Consejo de cúpula confederal, y luego ello sirve de parámetro para las negociaciones a nivel sector.

FIDE: ¿Cuáles son los elementos que, en principio, estarían relacionados con el éxito de estas instancias en términos del control de la inflación?

SE: Tanto el Pacto Social del peronismo 1973-’74 como los de Solidaridad en México y Moncloa fueron inicialmente exitosos para bajar la inflación. En todos los casos la inflación bajó entre un tercio y la mitad en el año subsiguiente al pacto. Evidentemente la suma de poder político que respalda y organiza, el acuerdo de los actores sociales en las anclas nominales, en algunos casos devaluaciones que contienen el “pass-through” (el traslado a precios), y tarifas escalonadas brindan buenas perspectivas iniciales.

Un primer axioma de sociología política es que el capitalista prefiere la unilateralidad, tanto en el mercado de trabajo como en el manejo de su empresa. Los pactos o la “negociación política”, y no individual, de salarios siempre son, a lo sumo, su segunda mejor opción, dado un contexto de presión política.

El tema es cómo se sigue. En Argentina 1973-’74 terminó en fracaso y el Rodrigazo; en México y España, en baja inflación, pero con políticas monetarias más unilaterales no coordinadas, restrictivas y con



exclusión sindical (entre otros elementos). Nosotros, por razones empíricas (por la potencia de nuestro actor sindical) y por las normativas vigentes, tenemos que intentar otro camino que tenga como espejo la Europa del norte, con países de sindicatos más fuertes. El caso uruguayo es destacable en que, a partir del fin del ciclo de crecimiento basado en las commodities post 2012, bajó la inflación en un marco de coordinación salarial centralizada con los sindicatos, a base de contención nominal, menor aumento (pero aun crecimiento) del salario real y una política monetaria de metas de inflación razonable. Pero, claro, no partían en ese entonces de nuestra situación actual de estanflación aguda.

Tanto los pactos sociales formales que antes llamé más expansivos, es decir en contextos keynesianos y de construcción de Estado de Bienestar, como los modelos más centralizados de coordinación salarial, lograron las sociedades capitalistas más igualitarias que haya conocido el mundo, en Europa continental y los países nórdicos.

FIDE: ¿Qué hay del impacto sobre la distribución del ingreso? ¿Las experiencias han sido exitosas en este terreno?

SE: Un primer axioma de sociología política acá es que el capitalista prefiere la unilateralidad, tanto en el mercado de trabajo como en el manejo de su empresa. Los pactos o la “negociación política”, y no individual, de salarios siempre son, a lo sumo, su segunda mejor opción, dado un contexto de presión política. Dicho esto, tanto los pactos sociales formales que antes llamé más expansivos, es decir en contextos keynesianos y de construcción de Estado de Bienestar, como los modelos más centralizados de coordinación salarial, lograron las sociedades capitalistas más igualitarias que haya conocido el mundo, en Europa continental y los países nórdicos. Los pactos sociales y la coordinación salarial europea han mutado, de más está decirlo, en época de internacionalización económica e integración monetaria. Son más restrictivos para los sindicatos. Para algunos siguen siendo preferibles al unilateralismo de derecha, para

otros legitiman la ola neoliberal; eso está abierto al debate. Sin embargo, aún en contextos restrictivos, me cuesta pensar que un pacto social bien armado pueda empeorar la situación distributiva y no servir para poner los pilares de un nuevo crecimiento inclusivo.

La Argentina tiene que construir su propio modelo, que tome en cuenta a la vez sus particularidades. El país tiene una buena base para los acuerdos sociales y modelos centralizados de coordinación salarial: sindicato único a nivel de empresa y sector en el ámbito privado, y relativa unidad a nivel confederal. El sector empresario replica, aunque en menor medida, este formato, especialmente a nivel de actividad. Los países en donde hay más divisiones entre los actores económicos, tanto a nivel sectorial como de cúpulas, tienen más problemas para lograr este tipo de arreglos.

FIDE: La composición y la estructura de las instituciones representativas de las y los trabajadores y de la patronal en la Argentina, ¿son favorables o compatibles con una instancia de negociación de este tipo?

SE: Es clave mirar otras experiencias comparadas en materia de políticas de ingreso, pero la Argentina tiene que construir su propio modelo, que tome en cuenta a la vez sus particularidades.

El país tiene una buena base para los acuerdos sociales y modelos centralizados de coordinación salarial: sindicato único a nivel de empresa y sector en el ámbito privado, y relativa unidad a nivel confederal —solo dos asociaciones de tercer grado, CGT y CTA (más allá de divisiones), una hegemónica en el ámbito privado y la otra con mayor presencia en el sector público—. El sector empresario replica, aunque en menor medida, este formato, especialmente a nivel de actividad. Los países en donde hay más divisiones entre los actores económicos, tanto a nivel sectorial como de cúpulas, tienen más problemas para lograr este tipo de arreglos.

El problema en Argentina es la escasa verticalidad de las asociaciones de cúpula, es decir la poca capacidad para “bajar” lo mucho o poco eventualmente acordado

a los sectores de actividad. Si vos ves la CGT, tiene muchísima menos autoridad que la Confederación de Trabajadores de México (CTM), las confederaciones únicas austriacas o suecas para controlar o “liderar” a sus sindicatos miembros. Algo parecido pasa en el actor empresario: el poder está en los sectores, no en las cúpulas, que son a la vez las más necesarias para implementar pactos sociales o modelos de coordinación salarial. Por eso pienso que Argentina tiene que ir a un modelo mixto, que incluya tanto a las asociaciones de tercer y cuarto grado (CGT, CTA, UIA, Cámara de Comercio, Asociaciones PyME, etc.) como las cámaras sectoriales y sindicatos de actividad más importantes en las instancias decisivas de los acuerdos sociales y salariales generales.

El problema en Argentina es la escasa verticalidad de las asociaciones de cúpula, es decir la poca capacidad para “bajar” lo mucho o poco eventualmente acordado a los sectores de actividad. Algo parecido pasa en el actor empresario: el poder está en los sectores, no en las cúpulas, que son a la vez las más necesarias para implementar pactos sociales o modelos de coordinación salarial. Por eso la Argentina tiene que ir a un modelo mixto, que incluya tanto a las asociaciones de tercer y cuarto grado como las cámaras sectoriales y sindicatos de actividad más importantes en las instancias decisivas de los acuerdos sociales y salariales generales.

FIDE: ¿Existen instituciones ya en marcha en la Argentina que podrían constituir una base para un acuerdo más general?

SE: Tanto el Consejo de Salario Mínimo (CSM) como la Comisión Nacional de Trabajo Agrario que funcionaron durante el kirchnerismo constituyen antecedentes muy valiosos y plataformas clave para el diálogo social. Pero un pacto social y la estabilización de un eventual modelo que coordine salarios como contribución a anclar expectativas nominales y facilite el manejo de la inflación, tiene que ir más allá. Recordemos que el CSM, que se convoca al final de la ronda de paritarias, en los hechos discute un salario base que, si bien constituye un piso imprescindible, no paga casi

ningún empresario formal. Los salarios que inciden en la macroeconomía se deciden en las paritarias sectoriales. Por lo tanto, si queremos coordinar las expectativas salariales efectivas, hay que buscar una nueva institucionalidad que combine las asociaciones de cúpula con los sectores más importantes como base de los acuerdos, y desde allí ampliar la búsqueda de consensos económicos.

Tanto el Consejo de Salario Mínimo (CSM) como la Comisión Nacional de Trabajo Agrario que funcionaron durante el kirchnerismo constituyen antecedentes muy valiosos y plataformas clave para el diálogo social. Pero un pacto social y la estabilización de un eventual modelo que coordine salarios como contribución a anclar expectativas nominales y facilite el manejo de la inflación, tiene que ir más allá.

FIDE: ¿Qué desafíos y dificultades plantea la gran heterogeneidad del mercado de trabajo argentino respecto a este tipo de arreglos institucionales?

SE: Esta es, naturalmente, una diferencia fundamental con los modelos de pacto social y coordinación salarial europeos. Aquí los sectores formales representados en la negociación constituyen alrededor de dos tercios del total de los asalariados, y menor proporción aún de los trabajadores en general. Por lo tanto, un acuerdo social puede incluir representantes de los movimientos sociales y la sociedad civil y eventuales políticas destinadas a los sectores informales o cooperativos. De todos modos, si el objetivo es bajar la inflación, yo distinguiría el germen del esquema. La base de un acuerdo social o modelo coordinado de políticas de ingresos, para que sea efectiva, la tienen que constituir los actores económicos que intervienen en la puja distributiva. No hay que resolver o canalizar todo en la política de ingresos. Para institucionalizar el debate sobre cuestiones de políticas sociales o públicas más amplias, con diversos actores de la sociedad civil, se puede pensar, por ejemplo, en un Consejo Económico y Social como el que impulsó Lula en Brasil, o el de España, ambos separados de la discusión de política de ingresos. A un acuerdo social puntual hay que pedirle lo central y a la vez indispensable, ya que, como dije, es muy difícil de instrumentar.

Impulsando la industria nacional

59 cámaras sectoriales y regionales.
24.000 empresas en actividad.
300.000 puestos de trabajo directos.
Y un compromiso con el federalismo,
la producción nacional y la integración
entre gremios y empresarios.



ADIMRA

ASOCIACIÓN DE INDUSTRIALES METALÚRGICOS
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

www.adimra.org.ar

FIDE: ¿Qué hay de la estructura productiva y sus heterogeneidades? ¿De qué forma pueden considerarse y/o afectan estas instancias?

SE: Hay que tener en cuenta algo básico: no tenemos porqué movernos entre los polos de pactos sociales uniformes que anulen en la práctica la (necesariamente diversa) negociación colectiva sectorial, y la fragmentación extrema de la negociación salarial. Hay muchas diagonales en esto. Por ejemplo, se puede pensar en acuerdos sociales o consejos de coordinación salarial que establezcan parámetros o bandas salariales para determinados tipos de sectores, de mayor o menor productividad. El modelo de “negociación modelada” alemán o sueco, donde un sector o grupo de sectores afines pone una pauta, implica en los hechos un parámetro general que, después, la negociación sectorial puede modificar. El modelo holandés de los acuerdos de Wassenaar, o el modelo uruguayo del Frente Amplio post 2005, incluyen parámetros alternativos negociados a nivel de cúpula que no anulan la negociación de las particularidades sectoriales.

Aquí los sectores formales representados en la negociación constituyen alrededor de dos tercios del total de los asalariados, y menor proporción aún de los trabajadores en general. Por lo tanto, un acuerdo social puede incluir representantes de los movimientos sociales y la sociedad civil y políticas destinadas a los sectores informales o cooperativos.

Pero, y esto es lo importante, el hecho de que la negociación “se contenga” en parámetros negociados “arriba” ancla, de algún modo, las expectativas de aumentos nominales en el terreno.

FIDE: ¿Qué rol le cabe al Estado en esta institucionalidad? ¿Y como empleador?

SE: La literatura en Ciencia Política establece dos prerequisites claros que favorecen la existencia de pactos sociales de índole salarial o modelos de coordinación salarial: un Estado fuerte y activo que organiza el espacio de concertación y la existencia de gobiernos de izquierda, socialdemócratas o populares. El Estado es clave para inducir a los actores sociales a

cooperar y establecer los criterios básicos de política pública, especialmente de salarios, tarifas/precios regulados y tipo de cambio. En este aspecto, su rol como empleador y gran árbitro del salario estatal y docente es clave en un país como Argentina. Por otro lado, está probado que el hecho de que un partido popular controle el gobierno favorece la cooperación sindical: recordemos que mientras el empresario puede decidir todo el tiempo si coopera o no coopera (si invierte o no, si fuga divisas o no), el sindicato, una vez que cede en restringir sus dos dimensiones esenciales (aumentos nominales y conflicto laboral) queda librado al resultado general del esquema para proteger su interés.

El Estado es clave para inducir a los actores sociales a cooperar y establecer los criterios básicos de política pública, especialmente de salarios, tarifas/precios regulados y tipo de cambio. Su rol como empleador y gran árbitro del salario estatal y docente es clave en un país como Argentina. Por otro lado, está probado que el hecho de que un partido popular controle el gobierno favorece la cooperación sindical: recordemos que mientras el empresario puede decidir todo el tiempo si coopera o no coopera (si invierte o no, si fuga divisas o no), el sindicato, una vez que cede en restringir sus dos dimensiones esenciales (aumentos nominales y conflicto laboral) queda librado al resultado general del esquema para proteger su interés. Por lo tanto, necesita un gobierno “confiable”

Por lo tanto, necesita un gobierno “confiable”, que al menos le asegure que va monitorear (y eventualmente contrarrestar) la no cooperación empresaria y lo compense, por ejemplo, con pagos organizativos o de salario indirecto. Pero cuando Macri anunciaba un diálogo social hace unos años, aun antes de este descalabro fenomenal, sabíamos que eso no iba a ocurrir: los acuerdos sociales en torno a salarios y precios, y los modelos de coordinación salarial, no los organiza la derecha; los organizan los partidos populares en el Estado: socialdemócratas en el norte de Europa, el PRI, el peronismo, el Frente Amplio, etc.

Estimación del Balance Cambiario

Primer semestre de cada año

(en millones de dólares)

Conceptos	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Cuenta Corriente cambiaria	6.560	7.632	-3.601	-558	-4.062	-10.269	-8.720	-10.193	-1.488
Balance transferencias por bienes	11.428	12.289	5.676	6.683	5.273	6.344	4.512	4.053	10.556
Cobros por exportaciones de bienes	52.973	55.461	53.193	48.495	41.337	39.742	40.256	35.603	33.570
Pagos por importaciones de bienes	41.545	43.172	47.517	41.812	36.064	33.397	35.745	31.549	23.014
Servicios	-525	-2.199	-5.905	-3.433	-5.339	-6.312	-7.108	-7.862	-4.215
Ingresos	7.721	6.988	5.794	5.505	4.980	5.924	6.574	5.252	5.155
Egresos	8.246	9.187	11.699	8.938	10.320	12.236	13.682	13.114	9.370
Ingreso primario	-4.872	-2.810	-3.538	-3.936	-4.029	-10.518	-6.388	-6.568	-7.917
Intereses	-2.291	-2.749	-2.730	-2.750	-3.863	-8.602	-4.933	-5.615	-7.054
Ingresos	449	591	518	585	699	1.127	1.555	2.094	2.293
Egresos	2.741	3.340	3.248	3.336	4.562	9.729	6.488	7.708	9.347
Pagos de intereses al Fondo Monetario Internacional	11	3	2	3	1	1	8	64	917
Pagos de intereses a otros Org. Int. y otros bilaterales	278	296	335	318	607	1.014	691	722	1.019
Otros pagos de intereses	1.038	1.394	1.288	1.134	1.130	1.321	1.692	1.563	1.611
Otros pagos del Gobierno Nacional	1.414	1.647	1.623	1.881	2.824	7.393	4.097	5.359	5.800
Utilidades y Dividendos y otras rentas	-2.581	-60	-809	-1.186	-166	-1.916	-1.455	-954	-863
Ingresos	83	48	13	33	9	21	82	52	178
Egresos	2.664	108	822	1.219	175	1.938	1.537	1.005	1.040
Ingreso secundario	530	352	166	128	32	217	265	184	87
Ingresos	1.115	1.127	680	468	389	663	510	525	534
Egresos	586	775	514	339	356	446	245	342	447
Cuenta capital y financiera cambiaria	-6.659	-8.417	-1.325	-1.483	6.812	15.618	16.153	3.585	-19.555
Cuenta de capital cambiaria	69	44	33	50	55	110	116	139	120
Cuenta financiera cambiaria	-6.728	-8.461	-1.357	-1.533	6.757	15.508	16.037	3.446	-19.675
Inversión directa de no residentes	1.989	2.564	1.581	1.236	960	1.642	1.725	1.242	1.989
Ingresos	2.245	2.736	1.688	1.298	973	1.660	1.863	1.411	2.082
Egresos	255	172	107	63	14	18	138	169	93
Inversión de portafolio de no residentes	-84	-74	-11	-20	-40	1.237	5.413	-3.114	-4.525
Ingresos	12	17	14	15	4	1.291	8.725	9.076	8.967
Egresos	96	90	25	34	44	54	3.312	12.190	13.492
Préstam. financ., títulos de deuda y líneas de cré.(1)	4.036	-1.731	-2.326	202	1.066	9.550	7.772	109	-2.756
Ingresos	10.022	6.576	3.170	5.248	7.073	17.484	19.113	18.314	18.850
Egresos	5.986	8.306	5.496	5.047	6.007	7.934	11.341	18.205	21.605
Operaciones con el Fondo Monetario Internacional	49	0	0	0	0	0	0	14.956	16.226
Ingresos	49	0	0	0	0	0	0	14.956	16.226
Egresos	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Préstamos de otros Org. Int. y otros bilaterales	1.967	-1.907	-3.453	-1.993	5.465	1.096	-1.346	946	-1.184
Ingresos	4.828	24.625	17.558	2.269	9.849	13.467	1.967	12.608	20.437
Egresos	2.861	26.531	21.011	4.262	4.384	12.372	3.313	11.661	21.621
Formac. de act. ext. del sector priv. no financiero	-14.994	-3.563	329	-2.057	-4.411	-8.993	-13.316	-22.817	-19.741
Ingresos	7.831	2.896	409	1.196	1.863	7.216	16.801	18.247	38.199
Egresos	22.825	6.460	81	3.253	6.274	16.209	30.117	41.063	57.940
Operaciones de canje por transfer. con el exterior	0	-1	-2	-1	0	-5.292	-8.713	-653	3.891
Form. de activos ext. del sector financ. (PGC)	-398	72	400	242	-72	613	1.707	194	405
Form. de activos externos del sector público	3.097	603	1.066	417	-122	-74	3.648	5.178	1.771
Compra-venta de títulos valores	-297	-324	0	682	-226	-823	-3.155	-3.707	-8.076
Otras operaciones del sector público (neto)	-306	-1.695	852	-47	1.331	15.942	18.858	11.614	-8.744
Otros movimientos netos	-1.738	-2.406	208	-193	2.806	610	3.444	-502	1.069
Concepto no informado por el cliente (neto)	-	-	-	-	-	-	1.092	4.338	4.732
Variación de Reservas Internac. por transacciones	-3.146	-1.387	-5.992	-2.040	2.784	5.260	8.519	-1.858	-11.378
Variación contable de Reservas Internac. del BCRA	-2.200	-1.224	-6.612	-1.980	2.198	5.586	9.567	-2.397	-11.705
Ajuste por tipo de pase y valuación	946	164	-620	60	-586	326	1.048	-540	-327

FUENTE: FIDE, con datos del BCRA.



Ayudarte a vivir tu casa es
BANKING HOME

