

## ¿Hacia dónde va el esquema monetario – cambiario en Argentina?

Gustavo Reyes  
Economista Jefe IERAL Mendoza  
Agosto de 2011

A fines del 2011 analizamos en este mismo informe<sup>1</sup>, cómo los controles cambiarios no solucionaban la inconsistencia entre la política monetaria y la cambiaria y por lo tanto, era esperable que las presiones en el mercado marginal cambiario continuaran como efectivamente sucedió (en este lapso – 22 de diciembre al 14 de agosto - el dólar "blue" creció 37%).

Actualmente, la inconsistencia antes mencionada continúa ya que la tasa de devaluación del dólar oficial, si bien se ha acelerado, sigue estando por debajo de la emisión monetaria (36% anual) y de la tasa de inflación (23% anual-medida por la inflación de provincias<sup>2</sup>). Esta inconsistencia ha llevado a que el sistema monetario – cambiario vigente en Argentina, no sólo vaya en contra de la tendencia que muestra la mayoría de las economías del mundo, sino que tampoco resulte conveniente para las características y desafíos que presenta la economía de Argentina.

El sistema monetario - cambiario en cualquier economía está dado por la elección que hacen las autoridades económicas del denominado "trilema imposible"<sup>3</sup>. Este "trilema" representa el conflicto de objetivos de política económica entre tener una política monetaria autónoma, mantener estable el tipo de cambio y estar integrado financieramente al mundo (ausencia de controles a la movilidad de capitales). Si bien todos estos objetivos son deseables de ser alcanzados<sup>4</sup>, solamente dos de éstos son posibles de ser alcanzados al mismo tiempo y por lo tanto el tercero debe ser abandonado.

---

<sup>1</sup> Para más detalles, ver, "Los controles sacrifican integración financiera al mundo en pos de estabilidad cambiaria e independencia monetaria", Editorial del Informe de Coyuntura del Ieral Anual, Año 20 – Edición Nro. 708, 22 de diciembre de 2011.

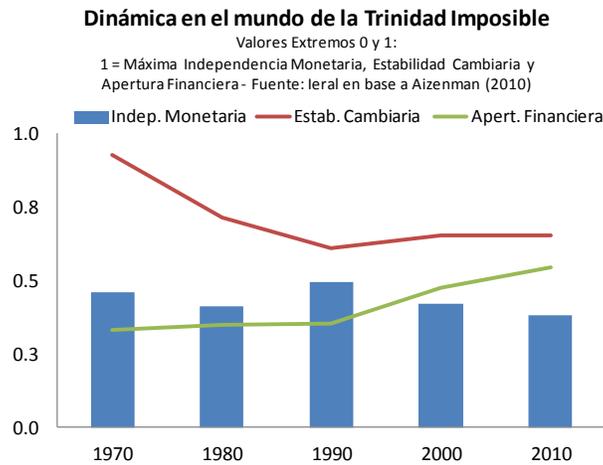
<sup>2</sup> Direcciones de Estadísticas Provinciales de San Luis, La Pampa, Neuquén, Salta, Santa Fé y Buenos Aires City.

<sup>3</sup> Ver, Krugman, P. y Obstfeld, M., (2006) "Economía Internacional", páginas 686/689, 7ma. Edición Addison Wesley, Madrid.

<sup>4</sup> En grandes rasgos, la autonomía monetaria es deseable para poder manejar la tasa de interés y amortiguar shocks externos adversos, la estabilidad cambiaria para anclar los precios de la economía y la integración financiera para potenciar el mercado de capitales y el financiamiento.

(Ver recuadro al final del texto para una simple explicación de la imposibilidad de alcanzar los tres objetivos simultáneamente).

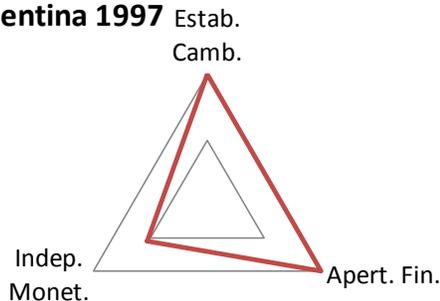
Como puede apreciarse en el gráfico adjunto, la dinámica del promedio de las economías del mundo a lo largo de las últimas décadas muestra que la mayoría de los países ha privilegiado una mayor integración financiera al mundo manteniendo cierto grado de independencia monetaria a costa de resignar en parte la estabilidad del tipo de cambio.



Como se analizara en el informe citado anteriormente, la economía de Argentina entre los años 90's y los 2000's, pasó de un esquema cambiario muy rígido con amplia apertura financiera y una casi total resignación de la autonomía monetaria (convertibilidad) a otro que privilegiaba una mayor independencia monetaria, con algún grado de flexibilidad cambiaria pero resignaba la apertura financiera con el resto del mundo.

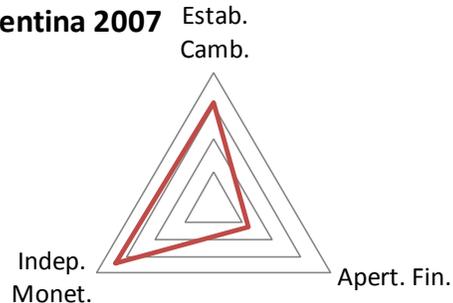
**Trinidad Imposible:**

**Argentina 1997**



**Trinidad Imposible:**

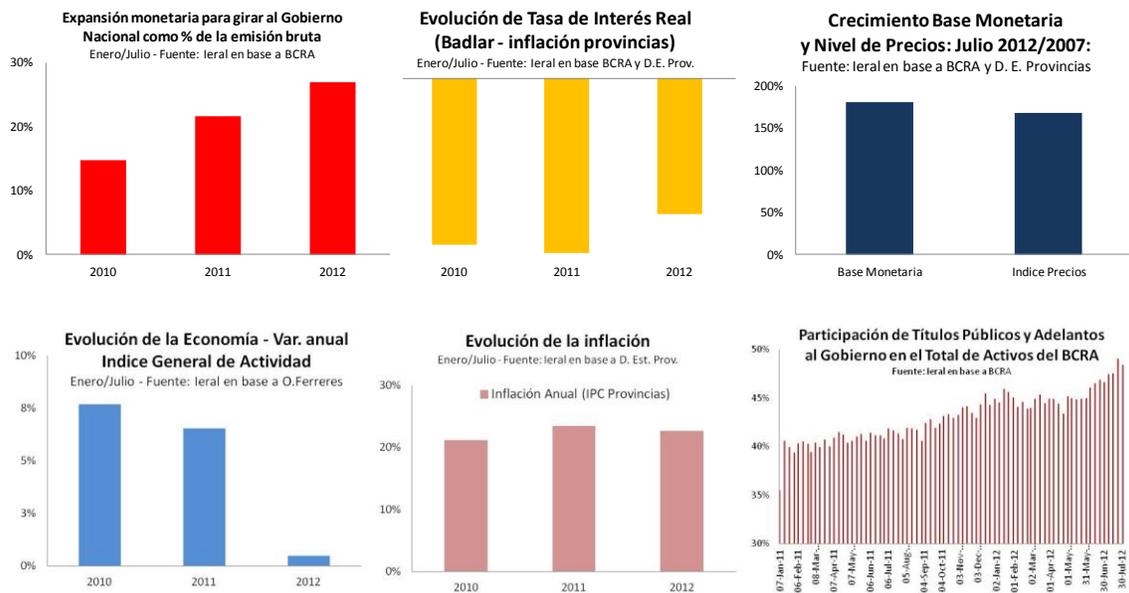
**Argentina 2007**



Fuente: Aizenman, J, Chinn, M. and Ito, H., "The Trilemma Indexes", [http://web.pdx.edu/~ito/trilemma\\_indexes.htm](http://web.pdx.edu/~ito/trilemma_indexes.htm)

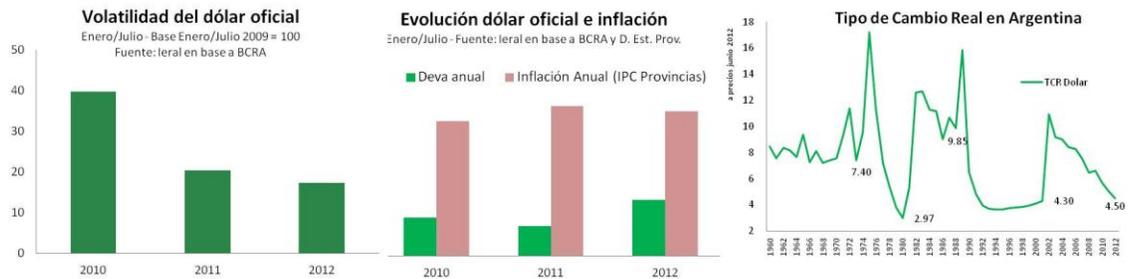
El esquema vigente en la actualidad ha profundizado gran parte de esta tendencia y, a contramano del mundo, en el último año, las autoridades económicas se han inclinado por una menor flexibilidad del tipo de cambio (el mercado cambiario –oficial- funciona más como tipo de cambio fijo que flexible), reduciendo fuertemente la integración financiera al mundo y ampliando la discrecionalidad de la política monetaria (nueva carta orgánica del BCRA).

- La mayor discrecionalidad monetaria es producto de la necesidad del gobierno de financiar los desequilibrios fiscales a través del Banco Central y del objetivo de mantener las tasas de interés en niveles muy bajos en términos reales (baja esterilización). La contrapartida de estas políticas es un debilitamiento de las cuentas del Banco Central (participación creciente de deudas del Gobierno en los activos de la entidad monetaria) y un nivel inflacionario muy alto que no cede a pesar del actual estancamiento de la economía.



- La caída en la volatilidad del tipo de cambio oficial muestra las actuales preferencias del Banco Central por un sistema de tipo de cambio más fijo que flexible que sirva como única ancla del problema inflacionario. Este es el motivo por el cual la autoridad monetaria viene devaluando por debajo del ritmo inflacionario. Si bien esta política ha permitido estabilizar la tasa de inflación (aunque no disminuirla), también ha generando importantes problemas de

rentabilidad en los sectores exportadores, escasez de divisas (al tipo de cambio oficial) y una importante caída del tipo de cambio real.



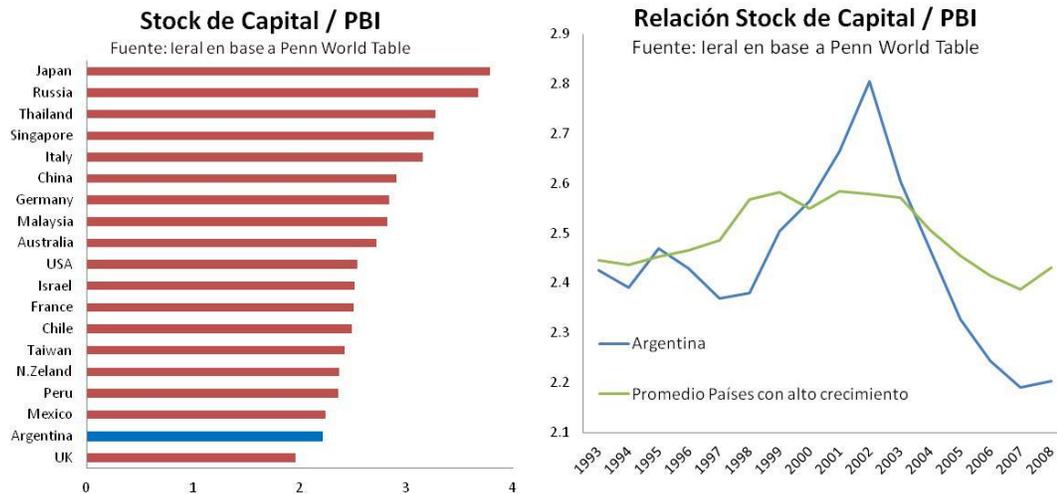
- La combinación de alta emisión monetaria, bajas las tasas de interés y una devaluación muy por debajo del ritmo inflacionario, determina necesariamente una alta demanda de dólares al precio del tipo de cambio oficial. A fines del 2011, las autoridades económicas impulsadas por la pérdida de reservas del Banco Central para defender el precio del tipo de cambio oficial, impusieron férreos y crecientes controles en el mercado cambiario dando lugar a un importante salto en la brecha cambiaria.

De esta forma, ya sea por elección o por necesidad, el actual esquema monetario / cambiario de Argentina se basa en una relativa estabilidad del tipo de cambio oficial, una alta discrecionalidad monetaria (muy dependiente de las cuentas fiscales) y fuertes controles cambiarios. Esta combinación, además ir en contramano a la tendencia mundial, no es el esquema que nuestro país necesita para afrontar los actuales desafíos de inversión, de inflación y de amortiguación de shocks externos ante la elevada inestabilidad del escenario internacional:

- Desafíos de Inversión: uno de los problemas históricos de Argentina para mantener sus ciclos expansivos ha sido el bajo nivel de stock de capital físico en términos del PBI<sup>5</sup>. Un mayor nivel de capital físico implica necesariamente una mejora en la dinámica de las inversiones y éstas solamente pueden financiarse mediante niveles más altos de ahorro interno y/o externo. El ahorro interno actualmente se encuentra perjudicado por el desbalance de las cuentas fiscales y

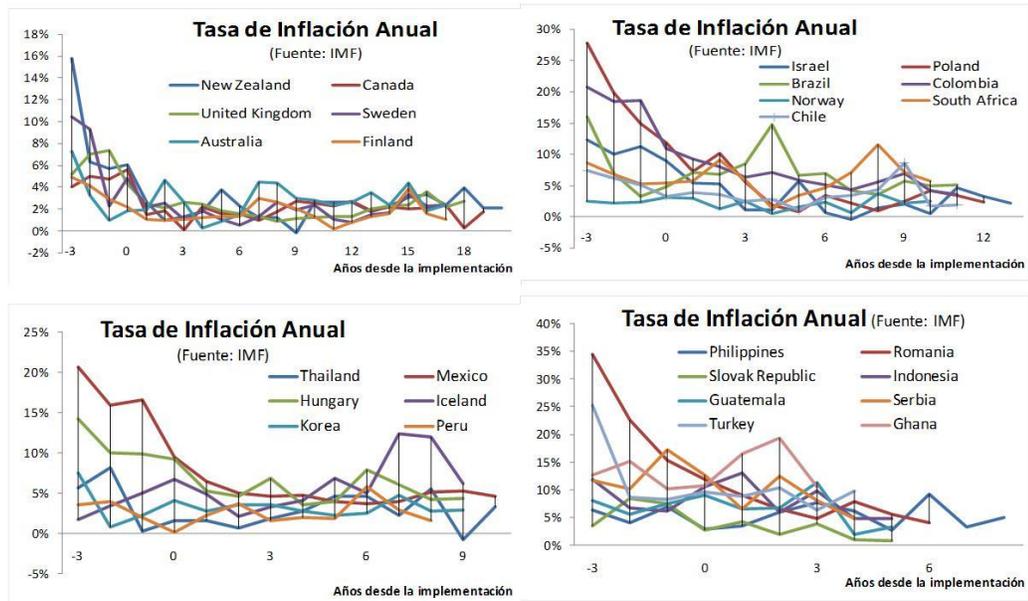
<sup>5</sup> Ver, Kyndland, Finn y Zarazaga, Carlos, (2001), “Argentina’s Growth Performance During the Lost Decade and the 1990’s Throug the Lens of a Neoclassical Growth”, LACEA 2001, Montevideo, Uruguay.

por las bajas tasas de interés en términos reales. El ahorro externo es muy difícil que fluya hacia el país con los actuales controles cambiarios. De esta forma, la combinación de los actuales controles con las bajas tasas de interés y el creciente desbalance en las cuentas fiscales imponen un serio límite al crecimiento de la economía.



- El desafío de la estabilidad de precios: el proceso inflacionario se explica en gran medida por el desequilibrio monetario (entre julio de 2007 y 2012, los precios crecieron un 168% y la emisión de base monetaria un 180%). Una parte importante de esta emisión se debe al creciente problema fiscal del Gobierno y en este sentido, la mayor flexibilidad de emisión monetaria contemplada en la nueva Carta Orgánica del Banco Central claramente no ayuda a reducir este problema. Si bien, como se analizó anteriormente, el promedio de las economías del mundo mantiene un margen de independencia monetaria, la misma no es para financiar los problemas fiscales sino para amortiguar los shocks adversos que enfrenta la economía (contexto externo desfavorable, etc.). En general, esta independencia monetaria es limitada y en muchos casos se implementa a través del esquema de metas flexibles de inflación que permite anclar las expectativas inflacionarias en rangos inflacionarios relativamente bajos y al mismo tiempo ajustar la política monetaria para amortiguar shocks adversos en materia de actividad económica. Más de 30 países en los últimos años han reducido sustancialmente sus problemas

inflacionarios bajo este esquema, muchos de ellos son países muy cercanos a Argentina como Chile, Brasil, Perú, etc. Naturalmente la implementación exitosa de estos regímenes requieren un fuerte compromiso institucional para luchar contra la inflación y una gran independencia del Banco Central respecto del Gobierno Central (ausencia de dominancia fiscal).



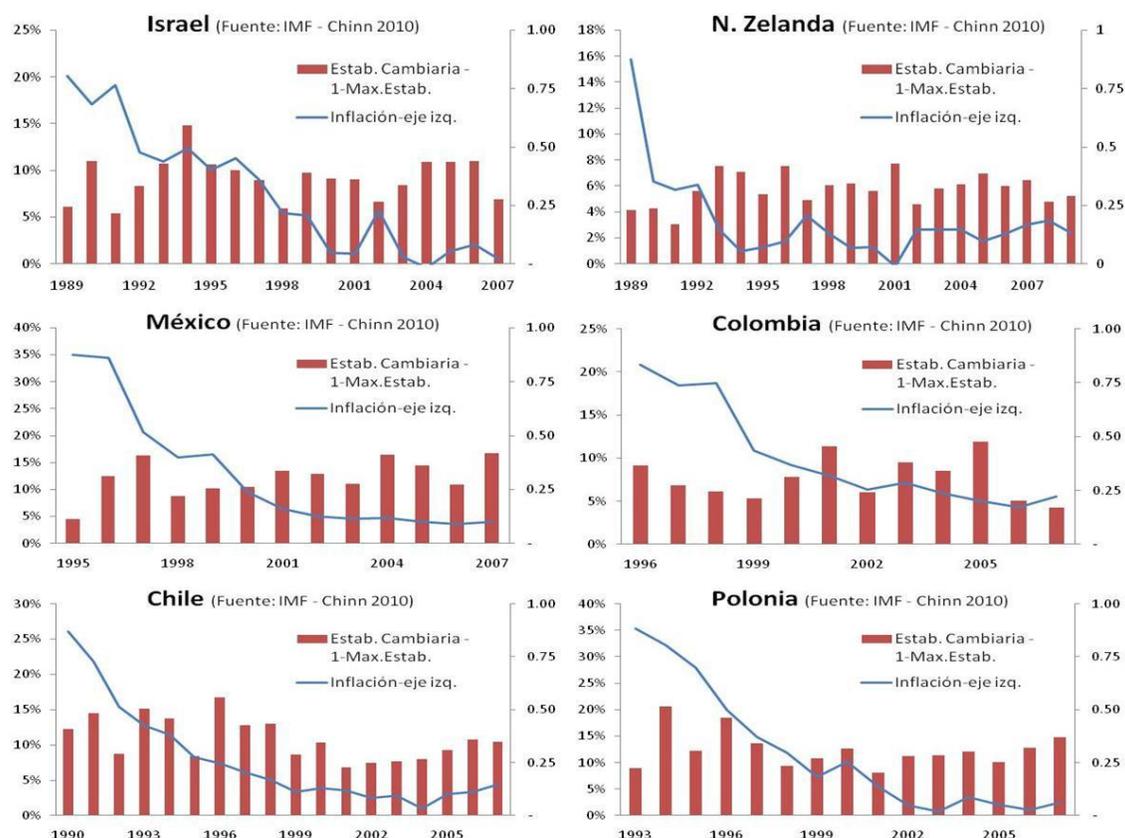
- El desafío de amortiguar shock externos: el actual sistema cambiario de Argentina está mucho más cerca de un tipo de cambio fijo (con devaluaciones periódicas casi fijas – crawling peg - y cada vez menor volatilidad) que el de uno flexible. Hay un amplio consenso<sup>6</sup> tanto a nivel teórico como empírico que los sistemas cambiarios flexibles funcionan mejor que los fijos cuando se producen shocks externos como abruptos cambios en los términos de intercambios, recesiones internacionales, etc. Además de esto, las distintas características de la economía de nuestro país (tamaño de la economía, grado de apertura, inflexibilidad del mercado laboral, desarrollo del sistema financiero, grado de influencia de los precios de commodities internacionales, etc.) determinan que el sistema cambiario

<sup>6</sup> Ver, Krugman, P. y Obstfeld, M., (2006) “Economía Internacional”, capítulos 18 y 19, 7ma. Edición Addison Wesley, Madrid.

ideal para Argentina sea más el de un tipo de cambio flexible que el de uno fijo<sup>7</sup>. A pesar de esto, tradicionalmente las autoridades económicas de nuestro país han adoptado más regímenes de tipo de cambio fijo que flexible, lo cual ha traído enormes problemas porque, entre otras cosas, no permite amortiguar adecuadamente los shocks externos y porque generalmente, los gobiernos se ven tentados a utilizar al tipo de cambio como ancla de los precios sin la debida consistencia entre las políticas fiscales y monetarias. Este problema nuevamente está sucediendo en Argentina con todos los daños de competitividad que ello implica. Si bien estabilizar los precios resulta más sencillo con tipo de cambio fijo que flexible (y de hecho se justifica un régimen cambiario rígido en presencia de violentos procesos inflacionarios), también es cierto que Argentina en los últimos años no ha logrado reducir la inflación a pesar de la presencia de un sistema cambiario más fijo que flexible. Nuevamente el caso de Metas Inflacionarias puede servir de ejemplo ya que el mismo, utilizando las bondades de un sistema con flexibilidad cambiaria, le ha permitido a muchos países estabilizar sus niveles de precios partiendo de niveles inflacionarios muy similares a los que hoy presenta nuestro país.

---

<sup>7</sup> Ver, Reyes, G. (2011), “Sistemas Cambiarios y Monetarios: Análisis para el caso Argentino”, Doc.de Trabajos Nro. 21 – Ieral Fundación Mediterránea, <http://www.ieral.org/novedades.asp?seccion=39&PageNo=2>.



En resumen, el actual sistema monetario – cambiario no sólo va en contra de la tendencia que muestra la mayoría de las economías del mundo, sino tampoco resulta conveniente para las características y desafíos que presenta hoy la economía de Argentina. Por estos motivos, resultaría saludable que las autoridades económicas comiencen a reformular el actual sistema, mientras más rápido lo hagan más pronto comenzarán a llegar las soluciones a los desafíos antes mencionados.

# La Trinidad Imposible del Banco Central



Para lograr los objetivos de:	El Banco Central debe resignar:
Independencia Monetaria + Integración Financiera	<p><b>Estabilidad Cambiaria:</b> la política monetaria activa actúa sobre las tasas de interés, éstas gatillan salidas y entradas de capitales generando alteraciones en los tipos de cambios.</p> <p>Ejemplo: este es el caso que históricamente ha elegido en Estados Unidos utilizando como instrumento monetaria a la tasa de interés de corto plazo con alta integración financiera al mundo pero resignando la estabilidad en su tipo de cambio.</p>
Independencia Monetaria + Estabilidad Cambiaria	<p><b>Integración Financiera:</b> al establecer controles en los movimientos de capitales, en el corto plazo se reducen las presiones cambiarias derivadas de las políticas monetarias.</p> <p>Ejemplo: en la segunda parte de los 80's la mayoría de los países en desarrollo optaban la estabilidad cambiaria y la autonomía de la política monetaria para poder monetizar sus déficit fiscales asumiendo el costo de tener que abandonar la integración financiera al mundo a través de controles cambiarios para evitar que el financiamiento monetario se tradujera en fuertes salidas de capitales.</p>
Estabilidad Cambiaria + Integración Financiera	<p><b>Independencia Monetaria:</b> fijar el tipo de cambio en presencia de integración financiera no le permite al Banco Central utilizar activamente su política monetaria.</p> <p>Ejemplo: este es el caso elegido por Argentina en la Convertibilidad y es actualmente la opción que tomaron los países encuadrados en la Euro Zona.</p>