

FACULTAD
DE CIENCIAS
ECONÓMICAS



Universidad
Nacional
de Córdoba

Universidad Nacional de Córdoba

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
LICENCIATURA EN ECONOMÍA

“Política Macroeconómica en Argentina de Cambiemos:

Un análisis del Tipo de Cambio real”

Autor: Trucco, Amparo María

Director: Mamondi, Víctor Daniel

Fecha de Presentación: 26/05/2023



"Política Macroeconómica en Argentina de Cambiemos: Un análisis del Tipo de Cambio real" by Trucco, Amparo María is licensed under a [Creative Commons Reconocimiento-NoComercial-CompartirIgual 4.0 Internacional License](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/).

Abstract

El propósito de este trabajo es determinar los impactos de las políticas macroeconómicas sobre el tipo de cambio real en Argentina, en el periodo de 2015-2017. Se busca determinar, a priori, desde una perspectiva teórica, si las decisiones de política monetaria, fiscal y arancelaria pudieran haber tenido efectos negativos sobre el tipo de cambio real. Estos efectos negativos, que conducen al atraso cambiario, podrán explicar el fracaso económico en términos de crecimiento?

Palabras clave: Tipo de Cambio, Tipo de Cambio Real, Política Fiscal, Política Monetaria

JEL: E65 , E63

Índice

ÍNDICE	2
1. INTRODUCCIÓN.....	3
2. MARCO TEÓRICO.....	4
2.1 EL TIPO DE CAMBIO REAL	4
2.2 LA COMPETITIVIDAD.....	6
2.3 CRECIMIENTO	6
2.4 EL EFECTO DE LAS POLÍTICAS GUBERNAMENTALES SOBRE EL TIPO DE CAMBIO REAL.....	8
3. ANÁLISIS PRELIMINAR: POLÍTICA MACROECONÓMICA DE CAMBIEMOS	14
3.1 LA HERENCIA	14
3.2 POLÍTICA FISCAL	15
3.3 POLÍTICA MONETARIA.....	17
3.4 POLÍTICA ARANCELARIA – APERTURA COMERCIAL.....	20
3.5 POLÍTICA CAMBIARIA.....	21
3.6 APERTURA FINANCIERA	23
4. POLÍTICAS ECONÓMICAS Y TIPO DE CAMBIO REAL.....	23
5. COMENTARIOS FINALES	26
6. BIBLIOGRAFÍA.....	27

1. Introducción

Se analizan las principales dimensiones que determinan el tipo de cambio real y de equilibrio: los factores y sus implicancias. Se considerará el Tipo de cambio real como un precio relativo clave en una economía. Por un lado, se evidencia desde una investigación teórica que las variables macroeconómicas que influyen sobre el tipo de cambio real son el gasto público, su financiamiento, los impuestos y la estructura tributaria, los movimientos de capitales, la política arancelaria y los diferenciales en los aumentos de productividad entre sectores. Dado el régimen de Tipo de cambio flotante, el Tipo de Cambio real observado tiende a ajustarse a aquel de equilibrio por ajustes en el tipo de cambio Nominal.

Por otro lado, se examina un enfoque donde relaciona el Tipo de Cambio con la competitividad y el crecimiento. Se sigue el modelo utilizado por Williamson (2003) que establece que un tipo de cambio alto, es más competitivo. El crecimiento en este depende de manera positiva del ratio Inversión/PIB y este último del tipo de cambio. Se demuestra que un Tipo de cambio real de equilibrio no es necesariamente aquel que maximiza el crecimiento.

Finalmente, se aplica un análisis preliminar al periodo de gobierno de Diciembre de 2015 a Diciembre de 2019. Se buscará indagar si las políticas macroeconómicas entre 2015 -2019, llevaron al tipo de cambio real a un nivel más bajo del óptimo para el crecimiento y la competitividad, teniendo como consecuencia que no se lograra el desempeño económico estimado.

2. Marco Teórico

2.1 El tipo de cambio real

El Tipo de cambio real es una variable de gran importancia al momento de diseñar y evaluar políticas en una economía. Es a su vez, es un indicador clave a considerar al momento de analizar el desempeño de la coyuntura de un país en un momento determinado. Es idóneo para observar el efecto de las fluctuaciones del tipo de cambio sobre las decisiones de consumo y de asignación de recursos. Esta relación incorpora el impacto de la inflación de cada economía sobre los precios de intercambio.

Citando a De Gregorio (2007), el tipo de cambio real, y . Es decir, es una medida del valor de una moneda, con relación a otra. Representa el poder que tiene el dinero de un país para comprar bienes, con respecto a otro. Refleja el poder adquisitivo de dicho país y también el costo de los bienes y servicios en un país con respecto a otro.

Una depreciación real de la moneda implica entonces, que la moneda nacional disminuye su poder de compra con respecto a la moneda extranjera, se requiere así menos bienes extranjeros para adquirir un bien nacional. De este modo, los bienes y servicios producidos en el país cuya moneda se deprecia, resultan más baratos con respecto a los de la moneda extranjera. Un análisis similar puede aplicarse para el caso contrario, es decir, una apreciación real de la moneda.

Sea E el tipo de cambio nominal, P^* el valor de una canasta de bienes en el país externo y P el valor de la misma a nivel nacional, Definimos así al tipo de cambio real (e):

$$e = E * \frac{IPC^*}{IPC}$$

Otro enfoque de tipo de cambio real, que conduce a conclusiones similares, es definirlo como el precio real de los transables en términos de los no transables. En este caso es el cociente entre el precio de los bienes que se comercializan a nivel internacional (P_T) por el tipo de cambio (E) y los bienes no transables (P_{NT}).

$$e = E * \frac{P_t}{P_{nt}}$$

Este ratio resulta así, un determinante a la hora de establecer los incentivos entre los sectores de producción. A mayor tipo de cambio real, los bienes transables resultan más costosos, lo que incentiva las exportaciones y motiva la sustitución de importaciones (de manera natural), estimulando el sector de bienes transables. Aumentan así, las exportaciones netas.

Adicionalmente, se puede corregir, incorporar los impactos de los aranceles, los impuestos y subsidios. Esto se define como el tipo de cambio real efectivo, agregando sobre el tipo de cambio nominal, el efecto del impuesto o subsidio a la exportación o importación.

Finalmente, distinguiremos entre tipo de cambio real (que será el observado) y tipo de cambio real de equilibrio. El tipo de cambio real de equilibrio es una variable endógena del a economía, que se ve afectada por las reformas estructurales y las políticas económicas (Gay, 1998). Como demostraron diversos economistas, en una economía con tipo de cambio flotante, el tipo de cambio real tiende a igualarse con el tipo de cambio real de equilibrio por medio de variaciones en el tipo de cambio nominal. Por otro lado, cuando la política cambiaria es rígida, la igualación se da con variaciones en el precio de los no transables (Sturzenegger y Sosa, 1996).

2.2 La competitividad

Se tomará a la competitividad como “la capacidad de una economía para penetrar en los mercados internacionales con exportaciones o para sustituir importaciones” – Gay (1998).

En este trabajo, no se evalúa la competitividad como un objetivo *per se*. Como establece Krugman (1994) una obsesión con políticas para aumentar la competitividad es errada y peligrosa. La competitividad de un país no debe ser evaluada desde la misma perspectiva que se evalúa la competitividad en el sector privado. Un país no es una corporación y los países no compiten entre ellos como lo hacen las firmas. Un superávit comercial puede ser signo de debilidad nacional y un déficit comercial puede ser indicativo de fortaleza. Es por esto, que el argumento de “aumentar la competitividad” nunca debe deteriorar la calidad de las políticas macroeconómicas.

Por otro lado, no se indagará en el crecimiento de la competitividad. Se considerarán los efectos de las decisiones de política que generan atraso cambiario, el cual puede haber tenido consecuencias sobre la competitividad y los incentivos a exportar e importar.

2.3 Crecimiento

Podemos asociar al Tipo de cambio real con la competitividad desde la perspectiva que un tipo de cambio real alto - visto como el precio de los bienes en el extranjero convertido a moneda nacional, con respecto a los precios a nivel nacional - supone que los bienes en el extranjero son más costosos que a nivel nacional. Siendo así conveniente adquirirlos en el país doméstico, aumenta la competitividad de dicho país. Al aumentar la competitividad, se estimulan las exportaciones, la producción nacional y consecuentemente el PIB.

Sin embargo, siguiendo a Gay (2019), no se debe tomar una devaluación real de la moneda como un mecanismo genuino para aumentar la competitividad de una economía. Para que una economía sea auténticamente competitiva, un determinante clave es la productividad.

Aludiendo a un enfoque keynesiano, una moneda excesivamente apreciada puede hacer que las exportaciones de un país sean muy costosas en el mercado internacional. Como en cualquier mercado, un aumento en el precio reduce la demanda externa a los bienes y servicios de esta economía. Esto disminuye la producción de exportaciones e incentiva las importaciones perjudicando la producción nacional y el empleo.

Saliendo del enfoque Keynesiano, Williamson (2003) apoyándose en los estudios de Bela Balassa (1982, ch4), establece que la política de tipo de cambio es un elemento clave para el crecimiento y desarrollo de un país. Un tipo de cambio real lo suficientemente competitivo, estimula el empleo y el crecimiento económico, ya que incentiva a los productores locales a vender sus productos en el exterior y a invertir, generando una diversificación de las exportaciones (no solo las tradicionales). Sin embargo esto no significa que, mientras más competitivo sea el Tipo de Cambio real, mayores serán las perspectivas de crecimiento: la relación no es lineal. Se requiere a su vez de ahorro para financiar la inversión, el cual se ve disminuido mientras más positiva es la Cuenta corriente. Williamson desarrolla un modelo de tipo de cambio real de equilibrio, demostrando que el mismo, no es necesariamente aquel que maximizaría el crecimiento. Sucede que el tipo de cambio que garantiza el crecimiento no coincide con aquel que garantiza el equilibrio en la balanza de pagos. Para que coincidan, se debe actuar sobre las políticas macroeconómicas.

Una moneda subvaluada estimula el crecimiento económico, particularmente en países en vías de desarrollo (Rodrik, 2008). El argumento para este fenómeno, según el autor, es que los sectores de bienes transables sufren de manera desproporcional las fallas de gobierno y de

mercado con respecto a los otros bienes en los países en vías de desarrollo. Cuando las monedas se deprecian en términos reales y esto es sostenido, aumenta la rentabilidad relativa de invertir en este sector, lo que acelera el cambio estructural que requiere el crecimiento.

2.4 El efecto de las Políticas Gubernamentales sobre el Tipo de Cambio Real

Varios economistas han encontrado que las acciones llevadas a cabo por los gobernantes tienen efectos importantes sobre el tipo de cambio real, que muchas veces son ignorados u olvidados al momento de tomar estas decisiones.

La política de tipo de cambio real es una variable a considerar en la economía. Los gobernantes cuentan con instrumentos que influyen el tipo de cambio real, ya sea por medio de la política fiscal, monetaria, redistributiva o de manejo de la cuenta capital (Rodrik, 2008). Esta influencia afecta la variable endógena (tipo de cambio real) pero no la modifican de manera directa.

Mundlak et Al. (1990) estudian el impacto de las políticas macroeconómicas sobre los precios relativos en la economía. Los autores demuestran que las políticas macroeconómicas que involucran toda la economía pueden tener efectos negativos tanto en el tipo de cambio real (TCR) como sobre los incentivos a las exportaciones agrícolas. Los autores examinan el mecanismo a través del cual las políticas gubernamentales interfieren en el TCR y por medio de este, los precios a nivel sectorial. Evalúan asimismo, los efectos de la sobrevaluación de la moneda Argentina sobre los precios relativos entre bienes agrícolas y no agrícolas, primero determinando los factores que afectan el TCR y luego relacionando este precio relativo con los precios sectoriales. El grado de apertura de la economía influye sobre la manera en que interactúan estas variables. Con una estructura tarifaria dada y siendo los precios de los bienes transables exógenos y dados, el tipo de cambio real se verá afectado de manera directa e

indirecta, por cualquier factor que tenga efectos sobre los precios domésticos. Estos factores son generados por las políticas macroeconómicas: tamaño relativo del sector público, fluctuaciones en el gasto público, financiamiento al sector público y al déficit. Otras políticas con efectos a largo plazo influyen sobre la oferta y la demanda de bienes tanto domésticos como transables.

2.4.1 Política Comercial: tarifas y aranceles

Acudiendo a Mundlak et al. (1990), el Precio de Bienes transables en un país están determinado por el precio de estos en el exterior, por el tipo de cambio Nominal y por los impuestos o aranceles. Es por esto por lo que establecen que modificando los impuestos y aranceles al comercio internacional se puede eliminar la sobrevaluación del tipo de cambio real (TCR) , siendo el tipo de cambio nominal una variable endógena. El TCR se ve afectado por las restricciones al comercio y las políticas comerciales, ya que estas afectan los mecanismos de ajuste de la economía. Es por lo que resulta de gran interés, considerar la política comercial llevada a cabo durante una gestión política para valorar los estímulos a los sectores transables y no transables.

2.4.2 Grado de apertura comercial

Una economía abierta e integrada al mundo estimula la producción y el crecimiento. Aludiendo al trabajo de Mundlak et Al (1990) donde realizan un análisis contra fáctico para la Economía Argentina entre 1913-1984 que simula la respuesta de los precios sectoriales ante una liberalización del comercio acompañado de políticas macroeconómicas consistentes. Los resultados indican que, si la Economía hubiera estado más integrada al mundo el volumen relativo del comercio hubiera resultado un 70% mayor, y se hubieran registrado mejores incentivos a la producción de bienes agrícolas y no agrícolas. Esto implica un efecto poderoso

sobre la evolución del PIB. Como corolario podemos establecer que un mayor grado de apertura comercial tiene efectos positivos sobre el comercio y el PIB.

Consideraremos al grado de apertura comercial, y las políticas que interfieran sobre este, como relevantes en nuestro análisis. A pesar de esto, no se considera al libre comercio como una condición necesaria y suficiente para el crecimiento o desarrollo de una economía. Como demuestran vastas investigaciones económicas en este plano, el libre comercio es beneficioso para el crecimiento, bajo ciertas condiciones (Feenstra, 2005) . No se entrará en detalles sobre esto.

2.4.3 Política Cambiaria

La política cambiaria está relacionada con el régimen de tipo de cambio que se adopte en la economía. Existe una variedad de herramientas para operar en esta área: regímenes de tipo de cambio flotante, crawling-peg, tipo de cambio fijo, entre otros. Estas decisiones se llevan a cabo con diferentes objetivos: actuar como ancla nominal para el nivel de precios, lograr el equilibrio en la balanza comercial, estabilizar el tipo de cambio, promover el desarrollo, entre otros. Estas acciones del banco central tienen efectos directos sobre el tipo de cambio real, al operar sobre el tipo de cambio nominal. Aumentos en el tipo de cambio nominal, superiores a la tasa de inflación, implican una depreciación real de la moneda. De manera inversa, si la tasa de inflación resulta superior a la tasa de devaluación, un resultado esperable es una depreciación real de la moneda.

2.4.4 Política Monetaria

La política monetaria comprende las decisiones y las acciones que toman las autoridades monetarias que involucran la oferta de dinero y las tasas de interés de una economía. El objetivo principal es lograr la estabilidad de precios y preservar el valor de la moneda. Las elecciones

monetarias tienen consecuencias sobre la performance económica del país, el sistema financiero y tiene influencia sobre el sistema productivo. Son de amplio alcance los estudios en este ámbito, pero esto excede nuestro análisis. Nos focalizaremos en la influencia de la política monetaria sobre el tipo de cambio real.

El banco central, es la máxima autoridad monetaria en un país y es el organismo que elabora y aplica las políticas monetarias a través de los diferentes instrumentos bajo su alcance. La Base Monetaria forma parte de los pasivos monetarios del balance de la autoridad monetaria y, al ser monitoreada por ésta, es la principal vía de control de la oferta monetaria.

Existe un amplio abanico de estrategias de Política monetaria¹ y la elección de estas depende de los objetivos que se busque alcanzar y de las ideologías de la autoridad. Por un lado, están los regímenes que utilizan al tipo de cambio como ancla nominal, son llamados “hard peg” y pueden ser un régimen de tipo de cambio fijo (con un respaldo de reservas establecido) o una dolarización. Bajo este tipo de regímenes, es de crucial importancia un manejo prudente de la expansión monetaria y de la política fiscal. Bajo un régimen de tipo de cambio fijo, se pueden generar importantes atrasos cambiarios y en consecuencia deterioros del tipo de cambio real.

Por otro lado, estrategias más flexibles son las de “Monetary targeting” y “Inflation Targeting”. La primera, consiste en anunciación de metas monetarias acompañadas de controles estrictos de los agregados monetarios. La segunda, implica un anuncio de metas de inflación con un compromiso institucional para cumplir dichos objetivos. La tasa de interés juega un rol crucial. En ambos casos, de ser exitosos, una disminución de la tasa de inflación

¹ Mishkin y Savastano, 2001.

puede resultar en un aumento del tipo de cambio real, si no se dan variaciones en el tipo de cambio nominal y los precios del resto del mundo, permanecen constantes.

Por otra parte, el aumento en la tasa de interés nacional genera una apreciación del tipo de cambio (De Gregorio, 2007). Cuando aumenta la tasa de interés doméstica y hay libre movilidad de capitales, aumenta la oferta de moneda extranjera lleva el tipo de cambio nominal a la baja y esta se aprecia (p.164).

Cómo indica Cavallo (1989), los incrementos en la oferta monetaria, no acompañados por un aumento proporcional del tipo de cambio nominal, resultan en una caída en el tipo de cambio real. Adicionalmente, aumentos de la oferta monetaria por encima de la devaluación producen una mayor caída del tipo de cambio real en economías cerradas financieramente. La apertura financiera atenúa el efecto (Mundlak et Al, 1989).

2.4.5 Política fiscal

La política fiscal consiste en la intervención de los dirigentes en la economía, utilizando modificaciones en el gasto público, en los impuestos o subsidios. Es de gran relevancia y hay vasta literatura donde los economistas estudian impactos que estas decisiones tienen sobre el crecimiento, el ciclo, el empleo, la inflación, equidad distributiva, entre otros. En este trabajo haremos énfasis en la influencia de las modificaciones en el superávit o déficit público sobre el tipo de cambio real y de equilibrio.

El consumo del sector público tiene un efecto negativo sobre el tipo de cambio real. La razón de esto es que el gasto público tiene una mayor proporción de bienes no transables. De acuerdo con Cavallo (1989), el precio de los bienes no comercializables (P_{NT}) se determina dentro de la economía, de acuerdo con la oferta y la demanda interna. El aumento en el

consumo público, que según el autor está compuesto mayormente por bienes no comercializables, aumenta la demanda y consecuentemente el precio de los no transables.

Asimismo, la influencia del gobierno sobre el TCR es mayor cuando se opera bajo déficit fiscal debido a los efectos macroeconómicos de los medios de financiamiento del déficit (Mundlak et al, 1989). Ya sea endeudándose en el exterior o financiándose con emisión monetaria, el tipo de cambio real se ve negativamente afectado, sea una economía abierta o cerrada. Un aumento del gasto público que supera los ingresos implica la necesidad de financiación, ya sea por medio de deuda o emisión, lo que se traduce en una caída del tipo de cambio nominal o un aumento de los precios domésticos. En ambos casos, el resultado es una disminución del tipo de cambio real. En ese sentido, el efecto del déficit fiscal financiado con deuda es mayor sobre el TCR cuando la economía está abierta.

2.4.6 Liberalización de la Cuenta Capital

Los resultados obtenidos por Cavallo y Domenech (1988) indican que a mayor apertura financiera, produce una mayor caída del tipo de cambio real por el aumento en oferta de ahorro externo que produce la liberalización de los flujos de capitales. Este efecto es aún mayor cuanto mayor sea el déficit fiscal financiado con deuda.

La importancia relativa de los efectos del endeudamiento y la creación monetaria dependerá de las características estructurales de la economía. En economías financieramente abiertas, el efecto del endeudamiento sobre el TCR es mayor que el de la expansión monetaria, mientras que si la economía es cerrada, la expansión monetaria que no se acompaña con devaluación proporcional, afecta a la demanda de bs domésticos

3. Análisis preliminar: Política Macroeconómica de Cambiemos

El 22 de Noviembre de 2015, en elecciones de segunda vuelta, con el 51,34% de los votos la fórmula Mauricio Macri y Gabriela Michetti, ponen fin a 12 años de populismo. El poder quedaba en manos del partido Propuesta Republicana (PRO) quienes serían la oposición al partido populista que gobernaba desde 2003.

El futuro económico del país se llenó de expectativas. Se prometían cambios en las políticas macroeconómicas que traerían crecimiento, caída en la pobreza (hasta pobreza cero!), lluvia de inversiones. Los resultados a fines de 2019 distaban en una gran magnitud de los proyectados y la economía argentina continuaba estancada desde 2011.

En esta sección se buscará describir las principales políticas macroeconómicas implementadas por la gestión de Cambiemos a partir del 2015. Habiendo indagado en el marco teórico sobre las principales políticas macroeconómicas y sus efectos, se abordará desde una perspectiva teórica si estas pueden haber influenciado la competitividad por el Tipo de Cambio real.

3.1 La herencia

El gobierno de Mauricio Macri, asume en Diciembre de 2015. La situación económica y la estructura de la economía, luego de 12 años de políticas heterodoxas, era compleja. Antes de comenzar, es importante destacar la manipulación de estadísticas oficiales para el periodo de 2007 a 2015. (Cavallo A, 2013).

La inflación interanual estimada, acudiendo a estadísticas alternativas a las oficiales, para 2015 fue del 27,93%². Existía, a su vez, un fuerte control en el mercado de divisas. Las restricciones en el mercado cambiario fueron crecientes desde octubre de 2011, resultando en una creciente importancia del mercado informal para la divisa extranjera y un tipo de cambio paralelo. El acceso al crédito externo era imposible debido al default. La presión impositiva era del 26% del PIB. El déficit de cuenta corriente en 2015 era del 2,7% del PIB y el déficit primario de 2,54% del producto (Lacunza, 2019). Existía dominancia fiscal, la monetización del déficit jugaba un rol importante. Las tarifas de los servicios públicos presentaban importantes atrasos.

Las políticas económicas comenzada la gestión de Cambiemos tuvieron como prioridad la normalización de la actividad económica, lo que incluyó medidas como la eliminación del CEPO, el arreglo con los holdouts, apertura al comercio exterior, la eliminación de las retenciones a la exportación de productos agrícolas e industriales y la revisión de los subsidios a las tarifas de los servicios públicos (electricidad, gas y transporte público). Analizaremos en que medida dichas reformas pudieron impactar negativamente sobre el tipo de cambio real.

3.2 Política Fiscal

La política fiscal de la gestión de 2015 a 2019 tuvo como objetivo restaurar el equilibrio fiscal. Luego de operar con resultado primario negativo desde 2011, se estableció como un objetivo primordial la reducción del déficit primario. La realidad, es que a pesar de los esfuerzos fiscales, no se logró dicho objetivo. El principal motivo, es que no solo se realizó un ajuste fiscal, sino también, una reducción en los impuestos. Siguiendo al balance de gestión del

² FUENTE: www.inflacionverdadera.com/Argentina_inflation.csv

Ministro de Hacienda Hernán Lacunza (2019), la presión impositiva se redujo en un monto equivalente al 3% del PBI. El resultado fiscal primario como porcentaje del PIB, se deterioró los primeros tres años de gestión (Figura I).

La financiación del tesoro se apoyó en endeudamiento externo. Se podría establecer, en un principio, que ese endeudamiento externo y entrada de capitales generaron que el tipo de cambio nominal resulte apreciado, y por esto, atraso cambiario para el Tipo de cambio real. En consecuencia, a pesar de que se eliminó la distorsión de la emisión monetaria, la falta de disciplina fiscal (o un mayor ajuste), resultó en efectos negativos sobre el tipo de cambio real.

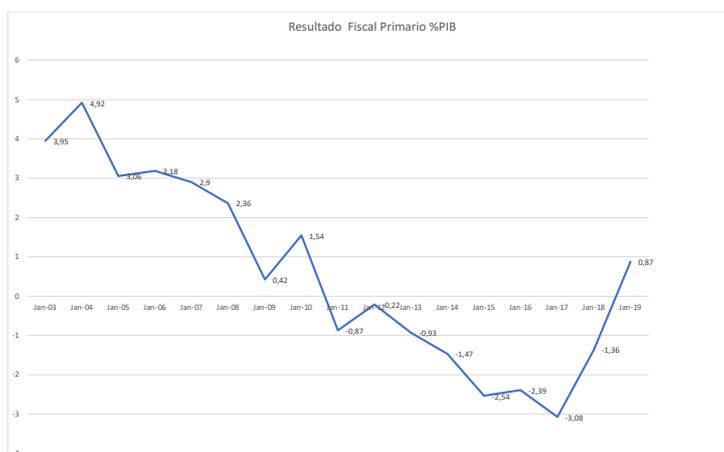


Figura I- Resultado Fiscal Primario como porcentaje del PIB. Fuente: Elaboración propia en base a MECON.

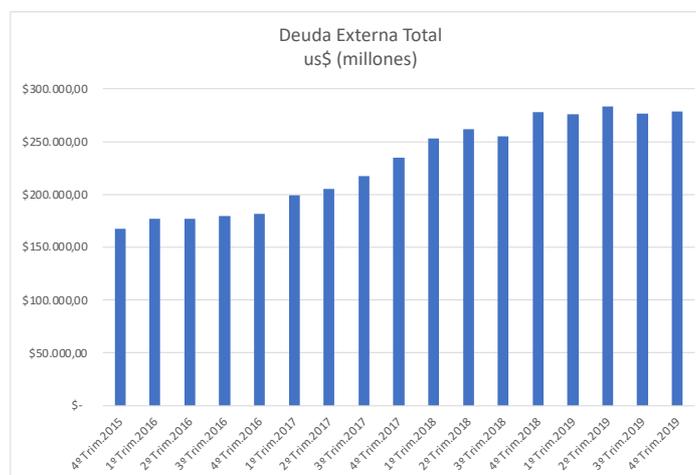


Figura II - Fuente: Elaboración propia en base a MECON

3.3 Política Monetaria

El cambio más importante fue el intento de independizar el banco central y que la política monetaria recobre autonomía. Se plantearon como meta eliminar el impuesto inflacionario y como consecuencia reducir la tasa de inflación.

A comienzos de la gestión, había alta inflación, generada por la monetización del déficit fiscal. A comienzos de 2016, se implementó, una política monetaria contractiva, utilizando la tasa interés como principal instrumento - siguiendo los informes de Política Monetaria publicados por el Banco Central (BCRA)

Para observar la evolución de los principales factores de creación y absorción de la base monetaria se analizan las series estadísticas brindadas por el banco central que registran las variaciones diarias en dichos factores. Estas consideran dentro de los principales factores a: la compra neta de divisas al sector privado y otros, la compra neta de divisas al tesoro nacional, la variación en redescuentos y adelantos, la compra y venta de títulos emitidos por el BCRA, entre otros (Figura IV).

Se puede advertir que en la gestión anterior a Cambiemos (C. Fernández, 2007 – 2015), la mayor parte de la variación en la base monetaria es explicada por operaciones con el Tesoro Nacional del tipo “Adelantos Transitorios” y “Transferencias de utilidades”. En este período se observa la fuerte participación de este tipo de operaciones que asisten al fisco, siendo estas la principal vía de financiamiento del Tesoro a través del BCRA.

Con el cambio de gobierno en 2016, el cambio se basó en la limitación de las operaciones sin contraprestación entre la autoridad monetaria y el Tesoro.

Entre 2016 y 2017 la financiación del Tesoro disminuyó no solo en términos reales, sino también en términos nominales. En el año 2017 la tasa de inflación fue menor a la del 2016 y esto se puede explicar por el comportamiento de la base monetaria y también de los agregados monetarios, principalmente M1, en donde se demuestra que el aumento en la base monetaria en 2017 fue menor, tanto en términos nominales como reales, al aumento de la base monetaria en el año 2016.

Se implementó en primer lugar, un régimen metas de inflación, estas variables tienen una relación positiva con el volumen de operaciones con letras, notas y pases del Central ya que, a los fines de absorber dinero de la economía, se intensifica el uso de estos instrumentos. Esto se puede ver en la evolución de la tasa de interés de Política monetaria (Lebacs a 35 días). El Banco Central fue aumentando la tasa de interés de referencia con el fin de disminuir las expectativas de crecimiento de la inflación de acuerdo con la meta propuesta por la entidad monetaria.

Sin embargo, la mayor vía de financiación del sector público fue el endeudamiento externo (Figura II). A su vez, como puede apreciarse en las cuentas, es por medio de las compras netas de divisas al tesoro nacional especialmente los dos primeros años de gestión. A su vez, en este mismo período se observa el impacto “contrarrestante” sobre la base monetaria de la emisión de LEBAC y NOBAC, Letras y Notas emitidas por el BCRA con el fin de esterilizar los efectos del mecanismo descrito. A su vez, se puede percibir que en 2018 el desarme de LEBAC tuvo un impacto positivo sobre la Base Monetaria. Se puede también observar una fuerte reducción en las compras netas de divisas al Tesoro Nacional, y que la nueva herramienta empleada para absorber la base monetaria es la emisión de LELIQ, siendo estas el mayor factor explicativo de la contracción en la Base monetaria (Figura III).

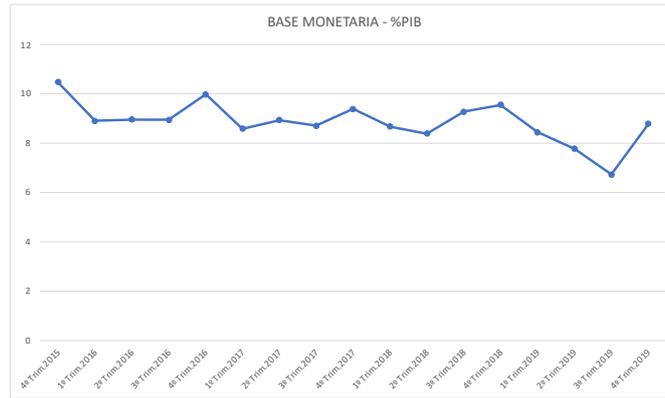


Figura III - BM como porcentaje del PIB. Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Año	Factores de Explicación de la Base Monetaria												
	Total	Compras Netas de Divisas		Otras Operaciones con el Tesoro Nacional			Pasos, LELIQ, NOTALIQ y Redescuentos				LEBAC y NOBAC	Rescate de Cuasimonedas	Otros
		Al Sector Privado y Otros	Al Tesoro Nacional	Adelantos Transitorios	Transferencia de Utilidades	Resto	Pases	LELIQ y NOTALIQ	Redescuentos y Adelantos	Intereses, Primas y Remun. Ctes.			
2003	17.239,99	16.566,08	(7.500,90)	6.668,52	864,19	(1.016,11)	(111,37)	-	(634,74)	(770,57)	(5.039,47)	7.054,01	1.160,35
2004	6.086,34	23.167,77	(14.633,42)	5.940,33	1.000,00	140,63	(5.509,05)	-	(1.472,08)	(225,93)	(3.879,62)	155,14	1.402,60
2005	2.233,09	30.162,97	(5.021,30)	2.688,90	-	(4.956,35)	(1.893,26)	-	(9.234,43)	(140,43)	(10.030,95)	-	657,93
2006	25.355,82	43.494,93	(6.252,65)	2.331,80	1.150,00	(3.006,84)	5.831,60	-	(8.286,31)	9,01	(9.748,18)	-	(167,54)
2007	18.912,35	32.320,84	(5.731,00)	2.999,92	1.150,00	(3.724,05)	(1.670,81)	-	(2.919,25)	207,54	(4.977,18)	-	1.256,35
2008	10.470,37	(2.670,28)	(14.815,25)	5.250,00	4.400,00	(3.481,17)	(5.601,92)	-	(666,98)	730,18	19.193,44	-	8.132,35
2009	12.901,14	12.027,82	(15.038,88)	10.000,00	4.400,00	1.453,56	800,45	-	(1.166,13)	1.156,95	(2.412,54)	-	1.679,91
2010	38.057,82	46.285,37	(1.200,00)	9.600,00	20.255,21	(9.177,62)	(6.472,79)	-	55,66	1.111,09	(20.267,79)	-	(2.131,32)
2011	62.513,87	13.315,24	(3.745,96)	20.950,00	8.695,96	6.674,77	1.221,65	-	1.791,04	809,58	14.976,90	-	(2.175,32)
2012	84.429,66	41.086,05	(13.850,08)	60.600,00	7.722,20	(6.976,62)	(2.276,69)	-	1.579,53	1.411,76	(3.320,49)	-	(1.545,99)
2013	69.845,01	(32.637,17)	16.251,12	54.870,00	32.180,71	(8.912,12)	10.025,42	-	1.080,70	611,47	(4.541,10)	-	916,00
2014	85.367,95	46.401,08	35.459,32	68.850,00	78.418,40	(19.192,57)	(26.808,89)	-	(527,96)	540,08	(94.638,64)	-	(3.132,88)
2015	161.325,04	(76.942,90)	7.480,20	80.400,00	78.124,10	17.139,99	5.777,21	-	(1.292,43)	1.873,44	(8.734,38)	-	57.499,81
2016	197.774,73	48.833,07	160.286,40	50.380,00	109.616,90	(8.763,91)	(48.755,32)	-	(1.508,00)	5.882,47	(132.257,38)	-	14.060,49
2017	179.448,75	(5.452,28)	271.708,00	90.000,00	60.000,00	(7.201,26)	(25.043,20)	-	(940,30)	22.802,14	(225.363,69)	-	(1.060,66)
2018	407.864,00	(410.752,96)	(20.705,07)	30.500,00	-	(8.511,11)	83.020,05	(709.470,09)	(445,66)	131.957,25	1.296.075,91	-	16.195,69
2019	486.404,00	(199.602,70)	(82.374,11)	350.000,00	204.244,80	(40.917,29)	(414.092,41)	(37.874,10)	(33,25)	692.712,71	-	-	14.340,34

Figura IV - Factores de variación en BM. Fuente: BCRA

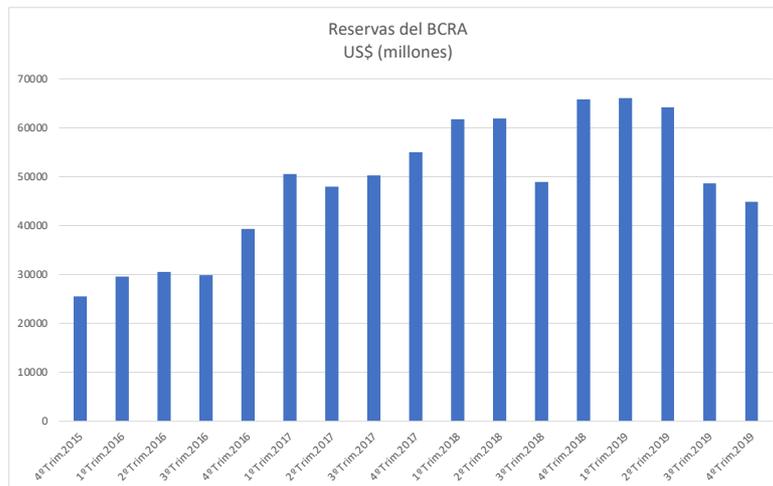


Figura V - Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

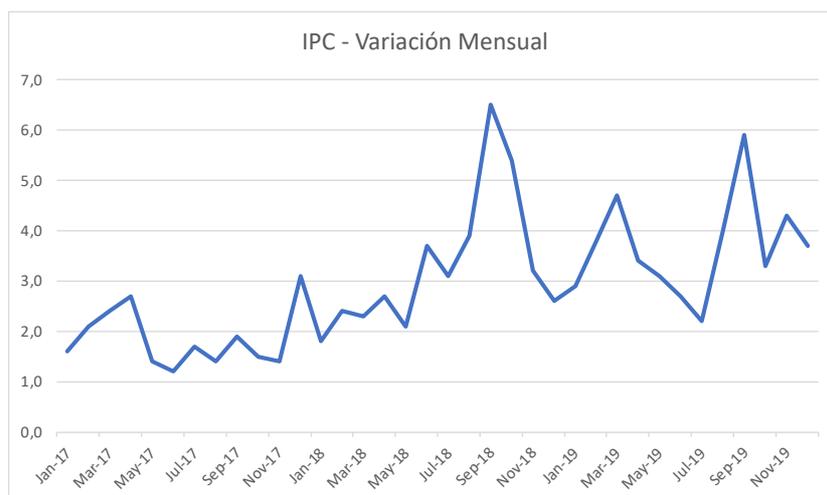


Figura VI - Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

3.4 Política Arancelaria – Apertura Comercial

La presidencia de Mauricio Macri se caracterizó por los esfuerzos de integrar a Argentina al resto del mundo. Se firmaron acuerdos de comercio bilateral, se eliminaron las retenciones al agro (que luego de la crisis de 2018 se reintrodujeron), se buscó incorporar a Argentina a la OCDE . (Lacunza, 2019).

El saldo de cuenta corriente permaneció negativo a lo largo de todo el periodo, a pesar del aumento en los volúmenes de exportación. Sin embargo, si bien las exportaciones aumentaron con respecto a 2014 y 2015, el incremento no fue significativo para recuperar saldos de exportación de años previos.

El único año que experimento una balanza comercial positiva fue 2019, luego de la fuerte devaluación y recuperación del TCRM (Figura VII). Esto apoya la hipótesis de que el TCR resultó apreciado para lograr incentivar el comercio internacional.

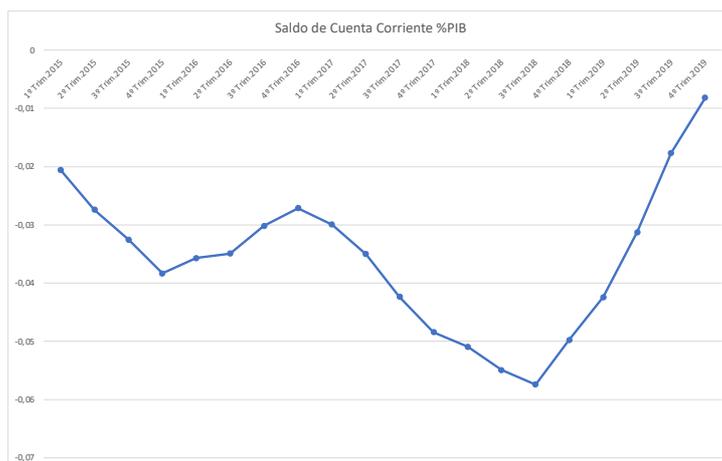


Figura VII - Fuente: Elaboración propia en base a MECON

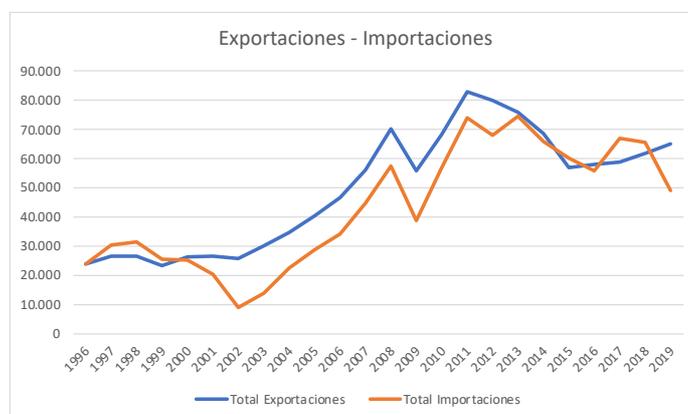


Figura VIII - Exportaciones e Importaciones en Millones de dólares
Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

3.5 Política Cambiaria

La primera medida que se tomó en este ámbito fue la liberalización del tipo de cambio. Como se mencionó previamente, existían importantes distorsiones en el mercado cambiario que tenían como consecuencia la existencia de un mercado paralelo. Se buscó unificar el mercado de cambios y eliminar las restricciones a la compra de moneda extranjera. Esto produjo una importante devaluación inicial (el dólar pasó de valer \$9,80 a valer \$14). Podríamos enmarcar en nuestro análisis, que este aumento en el tipo de cambio nominal resultaría beneficioso para el tipo de cambio real y consecuentemente, la competitividad. La pregunta es, que sucedió?

Como se observa en la Figura VII, luego de la devaluación inicial, entre comienzos de 2016 y Diciembre de 2017 el tipo de cambio osciló alrededor de los \$16. Como resultado, dado que la tasa de devaluación no acompañaba la tasa de inflación, se produjo nuevamente una apreciación del peso. La principal razón fueron la disponibilidad de moneda extranjera producto al financiamiento externo y las altas tasas de interés de las Letras del BCRA que estimulaban la entrada de capitales especulativos. Este tipo de cambio “bajo” no generaba suficientes estímulos al sector de bienes transables, que podría haber sido motor para el reactivamiento económico.

En 2018, luego de una baja de tasas de la autoridad monetaria, se produjo una crisis de “Sudden-stop”. El BCRA enfrentó una corrida cambiaria que resultó en fuerte devaluación (Figura VII), acompañado de una importante pérdida de reservas en el BCRA (Figura VI). Es recién entonces cuando el Tipo de cambio Real Multilateral se recupera. El desenlace de la corrida cambiaria de 2018, fue el apoyo en el Fondo Monetario Internacional, en donde se aprobó un préstamo de 44.000 millones, que unos meses después se amplió a 56.000 millones. Este préstamo vino acompañado de un ambicioso plan de estabilización, que se fue implementando en lo restante de la gestión.

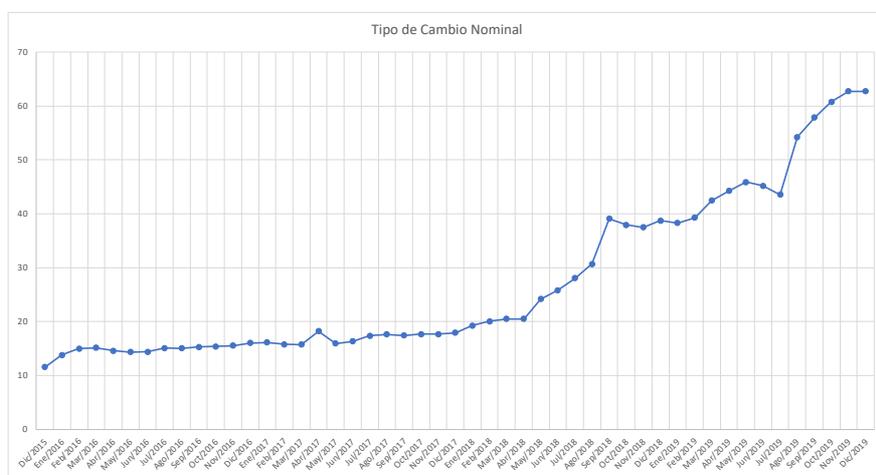


Figura IX - Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

3.6 Apertura Financiera

Uno de los logros más importantes de la gestión, fue la resolución el problema con los holdouts. Esto permitió el acceso al crédito en los mercados financieros internacionales. El resultado directo fue el endeudamiento para financiar el déficit fiscal.

En otras palabras, se reemplazó el impuesto inflacionario, por deuda pública externa. Podemos presumir, que esta entrada de capitales generaba efectos indeseados: al entrar dólares a la economía, se apreciaba la moneda, bajaba el Tipo de cambio nominal (y el tipo de cambio real), lo desincentivaba a las empresas a destinar recursos hacia el sector de bienes transables.

Al mismo tiempo, la entrada de capitales se vio también estimulada por las elevadas tasas de política monetaria que mantuvo el BCRA con el fin de controlar la inflación, acompañado de la liberalización de la cuenta capital. Como se mencionó anteriormente, la combinación de libre movilidad de capitales y elevadas tasas de interés domésticas, aumentaron la oferta de moneda extranjera, llevando el tipo de cambio nominal (y real) a la baja.

4. Políticas Económicas y Tipo de Cambio Real

El tipo de cambio real se deterioró por diversas razones. Por un lado, la falta de disciplina fiscal (a pesar de los esfuerzos), resultó en necesidad de endeudamiento y monetización del déficit. Por otro lado, las altas tasas de interés de Política monetaria que estimularon la entrada de capitales “golondrina”, dada la apertura financiera. El resultado final fue el estancamiento económico y el fracaso del “Cambio”.

En la figura X se evidencia, que si bien en 2015 tras la liberalización del mercado cambiario y la consecuente devaluación hubo un intento de mejorar el Tipo de Cambio real, la mejora no se sostuvo en el tiempo. El tipo de cambio real multilateral resultó, en 2016, en un

mínimo para la última década. Es recién luego de 2018, con la crisis de “Sudden-stop”, cuando el Tipo de cambio Real Multilateral se recupera.

En primer lugar, la falta de disciplina fiscal. La misma condujo a la necesidad de financiamiento, primero con endeudamiento y luego acudiendo a transferencias del BCRA, e impidió la disminución de la inflación, afectando negativamente el TCR, como la teoría predice.

Asimismo, si bien la Política Monetaria estaba intencionada a reducir la emisión monetaria, y con ella la inflación, el fracaso de esta, resultó en altas tasas de inflación. Las elevadas tasas de inflación mensual que superaban ampliamente la tasa de devaluación fueron también una causante del bajo tipo de cambio real. A pesar de que no hubo un régimen de tipo de cambio fijo que haya generado importantes atrasos cambiarios, y en consecuencia deterioros del tipo de cambio real, el detrimento de este fue porque la tasa de devaluación no se movió como la tasa de inflación.

Como indican Cavallo y Domenech (1988) la mayor apertura financiera, produjo un aumento en la oferta de capitales extranjeros, presionando el tipo de cambio nominal (y real) a la baja. Este efecto se vio exacerbado dado que el déficit fiscal era financiado con deuda.

Al mismo tiempo, las elevadas tasas de interés utilizadas como instrumento para reducir las expectativas inflacionarias en conjunto con la apertura de la cuenta capital, como establece la teoría de De Gregorio (2007), aumentaron la oferta de moneda extranjera. Esto llevó el tipo de cambio nominal a la baja y por consiguiente el deterioro del Tipo de cambio real. Las políticas implementadas resultaban en la disponibilidad de moneda extranjera producto al financiamiento externo y las altas tasas de interés que estimulaban la entrada de capitales

especulativos. Este tipo de cambio real “bajo” no generaba suficientes estímulos al sector de bienes transables, que podría haber sido motor para el reactivamiento económico.

En conclusión, las políticas macroeconómicas llevaron al tipo de cambio real a niveles indeseables e incompatibles con los objetivos de crecimiento y rebrote económico. Se reemplazó el impuesto inflacionario, por deuda pública externa. La entrada de capitales que traía dólares a la economía, apreciaba la moneda.



Figura X- Elaboración propia en base a BCRA

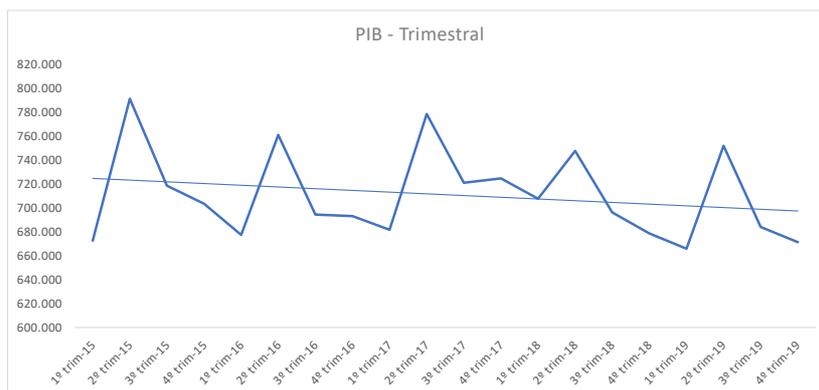


Figura XI- Elaboración propia en base a INDEC

5. Comentarios Finales

La importancia de considerar con cautela los efectos que las políticas macroeconómicas pueden tener sobre el tipo de cambio real es fundamental para el crecimiento económico sostenible. Existe consenso entre académicos y organismos internacionales sobre la importancia de tener a este precio relativo bajo la lupa.

Este trabajo ofrece una investigación teórica de los principales efectos directos e indirectos que tienen las decisiones de política sobre el tipo de cambio real. Por el lado de la política fiscal, el gasto público, el déficit y su financiamiento pueden afectar negativamente sobre el tipo de cambio real. De igual manera, las políticas arancelarias y de apertura financiera pueden ocasionar importantes atrasos cambiarios e impactar negativamente sobre la competitividad y el crecimiento.

Con respecto a las medidas implementadas en la administración de Mauricio Macri (2015-2019), podemos concluir en base a la evidencia presentada, que estas llevaron al tipo de cambio real a un nivel más bajo del óptimo para el crecimiento y la competitividad, teniendo como consecuencia que no se lograra el desempeño económico estimado.

Si esta fue o no la principal causa del fracaso, en términos de crecimiento y recuperación económica, quedará pendiente para un próximo trabajo. Sin embargo, se puede establecer, a priori, una importante relación negativa entre las políticas macroeconómicas que se tomaron con benevolencia, y el tipo de cambio real.

6. Bibliografía

Agénor, Pierre-Richard (2004), *The Economics of Adjustment and Growth*, Harvard University Press.

Cavallo, A., & Bertolotto, M. Filling the Gap in Argentina's Inflation Data.

Cavallo, A. (2013). Online and official price indexes: Measuring Argentina's inflation. *Journal of Monetary Economics*, 60(2), 152-165.

Cavallo, D., & Domenech, R. (1988). Las políticas macroeconómicas y el tipo de cambio real. Argentina, 1913-1984. *Desarrollo Económico*, 375-400.

Cavallo, Domenech y Mundlak (1989), *La Argentina Que Pudo Ser: Los Costos de la represión económica*, Manantial, capítulo 2.

De Gregorio José (2007), *Macroeconomía, Teoría y Políticas*, Pearson-Prentice Hall, capítulo 8.

Feenstra, R. C. (2015). *Advanced international trade: theory and evidence*. Princeton university press.

Gala, P. (2007). Real exchange rate levels and economic development: theoretical analysis and econometric evidence. *Cambridge Journal of economics*, 32(2), 273-288.

Gay, Alejandro (1998), *La Competitividad Internacional de la Economía Argentina (1990-1996)*, *Económica XLIV*, pp.457-485.

Gay Alejandro (2019), *Política Económica. Analizando el enigma de la Argentina*, FCE, capítulo 5.

- Krugman, P. (1994). Competitiveness: a dangerous obsession. *Foreign Aff.*, 73, 28.
- Lacunza, Hernán, “Balance de Gestión 2015-2019”, Ministerio de Hacienda, Diciembre 2019.
- Maril, S. (2019). Holdouts: el olvidado logro de la presidencia de Mauricio Macri. Recuperado 27 de octubre de 2022, de Infobae website:
<https://www.infobae.com/economia/2019/10/27/holdouts-el-olvidado-logro-de-la-presidencia-de-mauricio-macri/>
- Mishkin, F. y Savastano, M. (2001), Monetary policy strategies for Latin America , *Journal of Development Economics* 66, pp.415-444.
- Mundlak, Y., Cavallo, D., & Domenech, R. (1989). Agriculture and economic growth in Argentina, 1913-84 (Vol. 76). *Intl Food Policy Res Inst.*
- Mundlak, Y., Cavallo, D., & Domenech, R. (1990). Effects of macroeconomic policies on sectoral prices. *The World Bank Economic Review*, 4(1), 55-79.
- Rodrik, D. (2008). The real exchange rate and economic growth. *Brookings papers on economic activity*, 2008(2), 365-412.
- Sturzenegger, Adolfo y Sosa Norberto, “Convertibilidad y competitividad”, ‘Primeras jornadas de Economía Monetaria e Internacional’, UNLP, Mayo 1996.
- Williamson, J. (2003). Exchange rate policy and development. Senior Fellow, Institute for International Economics