FUTUROS MEJORES

UN FUTURO MEJOR PARA LA MACRO ARGENTINA

IMAGINAR EL FUTURO
DEFINE NUESTRO PRESENTE

Futuros Mejores es un espacio de discusión compuesto por jóvenes profesionales de distintas áreas que tienen la vocación de imaginar y alcanzar un futuro mejor para la Argentina.

Con una mirada heterodoxa y siempre en diálogo con la realidad global y la diversidad de visiones, el espacio propone construir un programa de políticas pendientes en cada eje estratégico para nuestro país.

En este informe colaboraron:

Haroldo Montagu
Ex Viceministro de economía. Economista jefe de la consultora Vectorial.

Mara Pedrazzoli
Macroeconomista y periodista económica. Integrante de Paridad en la Macro.

Leandro Mora Alfonsín
Ex Director Nacional de Política Industrial. Economista especializado en Desarrollo Productivo.

Lucía Cirmi
Economista y Magister en Estudios del Desarrollo.

Resumen Ejecutivo

1. **Lo único que no es normal en Argentina es nuestra dolarización y su consecuente inflación.** Mientras la Argentina sí es un país “normal” -similar a otros de la región- en la mayoría de sus indicadores económicos y sociales, no lo es en dos fenómenos espejados: la inflación y el dólar, el dólar y la inflación.

2. **En Argentina, la inflación es provocada por las variaciones del tipo de cambio.** Las causas que explican la dinámica de precios en otros países difieren sensiblemente de las que operan en el contexto argentino. Se evidenció en diciembre de 2023 con la devaluación del peso y durante toda la gestión de Milei.

3. **Una macro ordenada para Argentina.** Se repite de un lado y del otro que hay que tener una “macro ordenada”, pero no se sabe muy bien qué hay detrás de eso. La receta ortodoxa se conoce, la heterodoxa no tanto. Para nosotros, una macro ordenada en Argentina es acumular reservas de manera genuina y tener precios estables. El equilibrio fiscal y monetario son herramientas que ayudan a ese objetivo, pero no son objetivos en sí mismos.

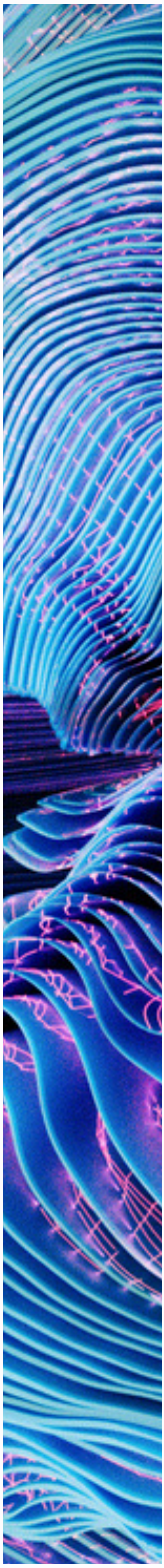
4. **El déficit genera inflación, pero no como te lo cuenta Milei.** El exceso de pesos en circulación no genera inflación de forma directa, sino por su impacto sobre el mercado de cambios. Los pesos que "sobran" no hacen subir los precios, sino que se usan para comprar dólares y presionan sobre la paridad, generando así más inflación.

5. **¿Qué hace Milei?** Mientras proclama que la inflación ha descendido por el ajuste fiscal y monetario, los precios se ajustan a la cotización del dólar y, por eso, desde inicios de su gestión hay una búsqueda desesperada por financiamiento externo para acumular reservas y así sostener un tipo de cambio apreciado. Desde el inicio de su mandato, el peso argentino ha sido la moneda que más se apreció en el mundo. Pero esta apreciación no se sostiene en una economía sólida, sino en un esquema transitorio de endeudamiento y apoyo del FMI. **De los 24.000 millones de dólares acumulados en los primeros 19 meses de gestión, sólo 5.600 millones son "genuinos".**

6. **¿Qué hace el resto del mundo?** Globalmente, aun cuando se proclama que los bancos centrales "la miran de afuera", la evidencia empírica muestra que los gobiernos intervienen activamente en el mercado cambiario para limitar las fluctuaciones excesivas y acomodar el tipo de cambio acorde a mejorar la competitividad de su economía. La "flotación administrada" es la norma, no la excepción.

7. **Nuestra propuesta para un futuro mejor para la macro argentina es:**

    - **Política cambiaria.** Volatilidad administrada, con bandas explícitas pero flexibilidad ante shocks externos, intentando que el tipo de cambio refleje los fundamentos de la estructura productiva, favoreciendo a los sectores intensivos en mano de obra y exportadores del país. Aplicar medidas macroprudenciales que resguarden al país de reversiones abruptas de flujos de capitales.

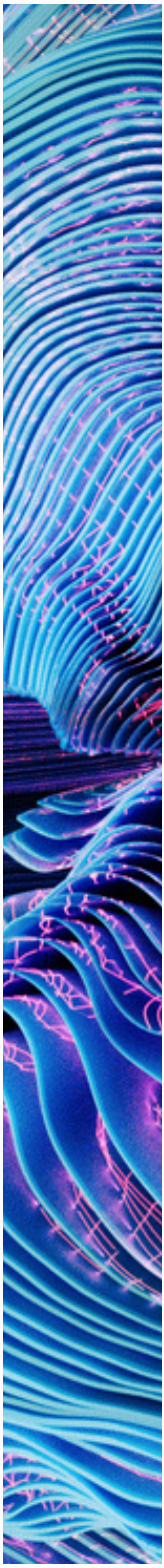


- **Acumulación genuina de divisas.** Esto sólo se logra con más exportaciones, y puntualmente, con más exportadores en rubros estratégicos (véase "Un futuro mejor para la industria"). La cantidad de exportadores está estancada en 7.000 empresas desde hace mucho y para que ese número crezca no alcanza con la política tradicional de promoción a las exportaciones. Para poder ser competitivos se necesita inversión estatal en infraestructura -hoy recortada- y hubs logísticos, sistemas nacionales de calidad que certifiquen sus productos y alineación de esquemas impositivos.

- **Equilibrio fiscal intertemporal.** Es tan peligroso mantener déficits fiscales crónicos sin más posibilidad de financiarlos con emisión monetaria, como inútil mantener superávits fiscales año tras año intentando controlar de esa única forma la inflación. El sendero fiscal debería buscar el balance de las cuentas públicas justificando un déficit en coyunturas críticas e intentando recomponer el equilibrio en tiempos de bonanza.

- **Tasa de interés positiva.** En Argentina una tasa de interés positiva en términos reales tiene el potencial de promover el ahorro en pesos sin desincentivar la inversión productiva, que reacciona más a la demanda interna. Por el contrario, una tasa de interés negativa no logró aumentar la tasa de inversión productiva y alentó la dolarización de los ahorros.

Una "macro ordenada para Argentina" a largo plazo, apunta a fomentar inversiones que diversifiquen la estructura productiva y promuevan el crecimiento y el desarrollo social. En el mediano plazo, procura mejorar el perfil de deuda pública y garantizar tasas de interés sostenibles. A corto plazo, busca responder a crisis, como las de balanza de pagos, estabilizando la economía frente a shocks externos o endógenos.



5 INTRODUCCIÓN

6 ARGENTINA Y SU TALÓN DE AQUILES: LA ALTA INFLACIÓN

9 TENER O NO TENER DÉFICIT IMPORTA Y TAMBIÉN AFECTA A LA INFLACIÓN, PERO NO COMO TE LO CUENTA MILEI.

11 RÉGIMEN CAMBIARIO: ¿QUÉ HACE EL MUNDO Y QUÉ HIZO ARGENTINA?

14 ¿CUÁL ES EL RUMBO ECONÓMICO QUE PROPONE EL ACTUAL GOBIERNO?

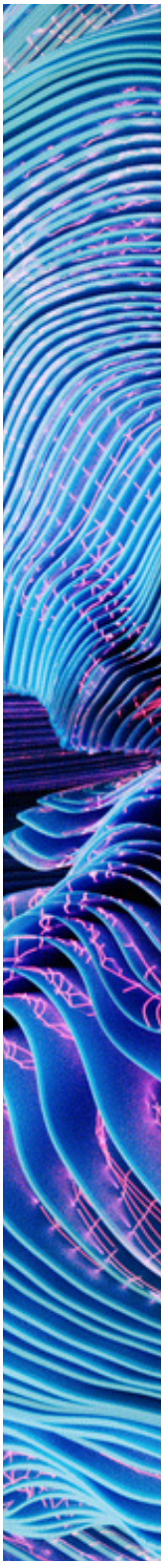
18 HACIA UN FUTURO MEJOR: ESTABILIDAD DE PRECIOS, PRODUCCIÓN Y EQUIDAD

INTRODUCCIÓN

¿Es Argentina un país terrible? No. Ocupa el puesto 48 en el Índice de Desarrollo Humano a nivel global (y uno de los más altos de la región), lo que muestra que, más allá de discursos tremendistas, Argentina hace (e hizo) muchas cosas bien. ¿Es un país "normal"? En varios aspectos sí, y sus indicadores económicos y sociales se asemejan a los de sus pares en la región. Sin embargo, arrastra un talón de Aquiles que es la persistencia de niveles inflacionarios por encima del promedio mundial. El círculo vicioso que hay en el país entre dólar e inflación no es normal. Vamos al dólar porque hay inflación y hay inflación porque vamos continuamente al dólar. La inflación erosiona cualquier política pública, por buena o eficiente que sea, y termina debilitando incluso aquello que se hace bien. Estrechamente relacionada, tampoco es normal la inestabilidad cambiaria que surge de las crisis vinculadas a la escasez de dólares. Con estas condiciones en mente, en este informe nos proponemos imaginar un futuro mejor para la macroeconomía argentina.

El modelo liberal, ya practicado en el menemismo, de inflación cero a costa de ajuste recesión y dólar apreciado ordena la macro pero desarma el empleo local y la posibilidad de distribuir mejor el ingreso, a la vez que necesita si o si de endeudamiento externo constante para sostenerlo. El modelo de tipo de cambio alto, restricciones a la demanda sobre el dólar y protección para la industria, genera empleo -o al menos no lo destruye- pero provoca una dinámica inflacionaria y de arbitraje sobre los distintos precios del dólar que termina erosionando el día a día de la producción, sin terminar de lograr hasta ahora la tan mentada diversificación productiva.

¿Cómo es posible conseguir el equilibrio macroeconómico? ¿Cuáles fueron las respuestas de política económica que pudo instrumentar Argentina a lo largo del tiempo y qué dificultades tuvieron? ¿Qué alarmas enciende el modelo económico de Javier Milei en torno a estos problemas? ¿Cómo construir estabilidad macroeconómica sin hacerlo a costa de la gente? Estas son algunas preguntas que surgen al indagar sobre "la macro" argentina y este informe pretende reanudar una conversación cargada muchas veces de dogmatismos, entre las posiciones ortodoxas y heterodoxas más extremas. Proponemos un programa alternativo y actualizado para lo que necesita nuestro país, sin desatender la vinculación de la política macro con otros objetivos de la política pública (algo que suele ocurrir en las filas más ortodoxas) pero sin desentendernos de su importancia y especialmente de la necesidad de proponer caminos sostenibles (algo vacante en filas ortodoxas y heterodoxas).



ARGENTINA Y SU TALÓN DE AQUILES:
LA ALTA INFLACIÓN

En Argentina el problema inflacionario es de larga data y si miramos al resto del mundo, aún la Argentina de Milei presenta uno de los peores indicadores de variación de precios. Inclusive alcanzar las metas de inflación de los países latinoamericanos —habitualmente ubicadas entre el 3 % y el 5 % anual— supone para el país un desafío de largo aliento. Sin embargo, las causas que explican la dinámica de precios de otros países difieren sensiblemente de las que operan en el contexto argentino.

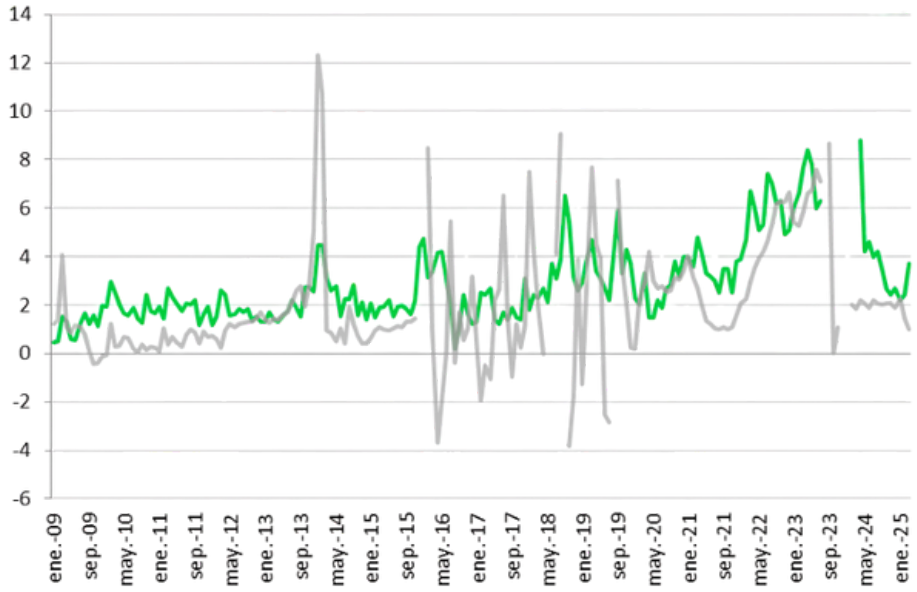
La inflación en Argentina ha mantenido históricamente un **vínculo muy estrecho** con el tipo de cambio. Este fenómeno se denomina pass-through cambiario: cada vez que el peso se devalúa, los precios domésticos se ajustan al alza, por dos vías principales.

Primero, la **competitividad exportadora**: al subir el dólar (una devaluación del peso), los productores de bienes primarios y manufacturas agropecuarias —como granos, aceites y carnes y otros denominados "bienes salarios"— suben los precios internos para igualar las ganancias que obtendrán en los mercados internacionales. Esta dinámica provoca un salto inicial en los precios de los alimentos y *commodities* agrícolas en el mercado local. En segundo lugar, el **encarecimiento de insumos importados**: muchas industrias —desde la automotriz hasta la farmacéutica, la textil y la siderurgia— dependen de piezas, insumos y tecnologías traídas desde el exterior.
Cuando el tipo de cambio sube, también lo hacen sus costos de producción importados, lo que se refleja en precios finales más altos para los bienes industriales y los servicios ya que no es posible sustituir esos insumos por producción local.

Si bien el **pass-through** existe en otras economías de la región, en Argentina alcanza niveles particularmente elevados debido al peso de las commodities agrícolas en nuestra canasta exportadora y de consumo. El alza en los precios de esos bienes de primera necesidad desata también un efecto de segunda vuelta: las familias exigen mayores salarios para compensar el aumento del costo de vida provocado por la devaluación, y esa presión sobre los ingresos dispara nuevamente los precios a través de la clásica **"puja distributiva"**.

Para ilustrar la diferencia con la dinámica de precios en otros países de la región, basta comparar con Chile, donde el cobre es el principal producto de exportación: cuando sube su precio fruto de un dólar más alto, su impacto se concentrará sobre los costos de producción industriales pero no tiene efecto sobre el costo de los alimentos ni directamente sobre los salarios. Además, otros países de la región que exportan alimentos y podrían tener dinámicas similares, no cuentan ni con la historia inflacionaria que acelera el ejercicio de pass trough ni con sindicatos fuertes para pelear una compensación posterior -característica que hace a la Argentina además contar con más "clase media" que en el resto de la región.

Gráfico 1. Inflación y tipo de cambio nominal, % var. mensual



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y BCRA

Siendo el pass through el principal propulsor de la inflación, existen otros factores relevantes que la propagan. Por un lado, la **protección arancelaria y de barreras** no arancelarias que es compleja porque si bien habilitan el desarrollo de industrias de interés para el país, también reducen la competencia al limitar las importaciones y eso permite a ciertos sectores —como el textil, alimentos elaborados y algunos insumos difundidos— ajustar precios con márgenes elevados. En igual dirección, también existe el poder de mercado, dado que un puñado de grandes empresas concentra la oferta en sectores clave —desde insumos hasta bienes finales— y penaliza al consumidor con remarcaciones excesivas. Esta no es una singularidad del caso argentino pero complica las negociaciones de precios y salarios, que sí son más habituales en este país como parte de una estrategia anti-inflacionaria menos regresiva.

Por otro lado, inciden sobre la dinámica de precios las actualizaciones de las **tarifas de servicios públicos**. Para contener la inflación, los gobiernos suelen "pisar" las tarifas de la energía, el gas y el agua por períodos más o menos prolongados, pero luego cuando esas tarifas se corrigen, se producen saltos inflacionarios que desatan un círculo vicioso con efectos de segunda vuelta.

Por último, pero no menos importante, está la **inercia inflacionaria**, que supone el arrastre hacia adelante de la inflación pasada y es característica de regímenes de alta inflación como los que vive Argentina. Cuando la inflación está fuertemente arraigada en el sistema, los actores sociales forman sus expectativas sobre la inflación futura basándose en la inflación pasada: si los precios subieron, esperarán que continúen subiendo hacia adelante, de modo que remarcarán de forma preventiva, provocando un alza de precios como una profecía auto-cumplida. Muchos contratos de la economía local (salarios, alquileres, combustibles, servicios públicos) empezaron a incorporar actualizaciones automáticas por inflación y esto presiona aún más la dinámica de precios.

TENER O NO TENER DÉFICIT IMPORTA

Y TAMBIÉN AFECTA A LA INFLACIÓN, PERO NO COMO TE LO CUENTA MILEI.

En el debate económico argentino, la relación entre emisión monetaria como causante de la inflación ha sido motivo de diversas interpretaciones y actualmente el gobierno la declama en su discurso pero sus políticas económicas parecieran inspirarse en otros fundamentos.

Para la visión ortodoxa, la emisión es la causa principal del alza de precios, en línea con la teoría cuantitativa del dinero, que vincula el crecimiento sostenido de la base monetaria con aumentos proporcionales en el nivel general de precios. En otras palabras, si la oferta de pesos (que hace el Banco Central) es mayor a la demanda (personas y empresas), habrá inflación, tal como lo indican los manuales de economía de escuela secundaria. Si a esto le agregamos que el banco central emite para financiar el déficit del sector público (arraigado en un supuesto despilfarro o mala administración del gobierno), el culpable de la inflación estaría muy claro.

Sin embargo, lo peor que le pudo pasar al pensamiento ortodoxo es que las políticas que de allí derivan fueron efectivamente aplicadas en muchas ocasiones y, por supuesto, no tuvieron el efecto que se pretendía obtener (muchas veces, exactamente el contrario).

Las corrientes económicas heterodoxas proponen otra explicación al vínculo entre emisión e inflación. Llegado el momento de financiar el déficit del sector público con emisión —y esto ocurre en un contexto de fragilidad externa estructural—, el exceso de pesos en circulación no genera inflación de forma directa sino por su impacto sobre el mercado de cambios. Ante la falta de confianza en la moneda, los agentes canalizan sus excedentes monetarios hacia la demanda de divisas presionando la paridad al alza.
En este sentido —y sólo en ese sentido— tiene valor equilibrar las cuentas públicas.

En otras palabras, como sostenía el economista teórico más importante que tuvo la Argentina, Julio HG Olivera, mientras que la teoría monetaria entiende a la emisión monetaria como causa de la inflación, teorías por fuera de la corriente principal la consideran a la primera el efecto de la última.

En conjunto, estos elementos conforman un entramado complejo que dificulta alcanzar la estabilidad de los precios y otras variables nominales clave. Esto pone de manifiesto la necesidad de encarar el debate sobre la inflación desde una perspectiva amplia, evitando reduccionismos o dogmatismos de todo tipo.

De esta manera, sería tan peligroso mantener déficits fiscales crónicos sin más posibilidad de financiarlos con emisión monetaria, como inútil mantener superávits fiscales todos los años (a costa de reducciones del gasto público en áreas sensibles) intentando controlar de esa única forma la inflación.

Aquí se debe ser claro y explícito, el sendero fiscal debería buscar el balance de las cuentas públicas, justificando un déficit en coyunturas críticas (como shocks externos o internos, pandemia, entre otros) e intentando recomponer el equilibrio a fines de trazar un equilibrio fiscal intertemporal.

En este sentido, comprender el carácter multicausal de la inflación resulta indispensable para garantizar la eficacia de las políticas públicas.

RÉGIMEN CAMBIARIO:
¿QUÉ HACE EL MUNDO Y QUÉ HIZO ARGENTINA?

Si la inflación tiene origen en las constantes devaluaciones del tipo de cambio, entonces ¿cómo podemos mejorar ese frente? ¿Qué hace el resto del mundo que no está haciendo Argentina?

Los países con mercados emergentes suelen declarar que gestionan sus regímenes cambiarios dentro de un espectro que va desde las paridades rígidas ("hard pegs") hasta la flotación pura. Los regímenes tipo "hard pegs" (la Convertibilidad) son poco comunes en la actualidad, dado que las economías se caracterizan por tener libre movilidad de capitales, y son muy rígidos para funcionar dentro de este supuesto.
Igualmente, en la práctica, también son pocos los casos en los que los bancos centrales permiten una libre flotación del tipo de cambio sin intervención. Aun cuando se proclama oficialmente la existencia de regímenes de tipo de cambio flotante, la evidencia empírica muestra que los gobiernos intervienen activamente en el mercado cambiario para limitar las fluctuaciones excesivas. A ese comportamiento se lo conoce como **"fear of floating"**, o miedo a la flotación.

Si bien en muchos casos esas intervenciones cambiarias suelen justificarse como mecanismos para evitar devaluaciones abruptas, en la práctica, otros países en desarrollo —como China— han administrado la paridad con el objetivo opuesto: evitar una apreciación excesiva de la moneda.

Desde los años 2000, especialmente, se observa un patrón en el que los bancos centrales intervienen en los mercados de divisas para **acumular reservas y mantener un tipo de cambio competitivo**, guiados por una lógica de tipo "mercantilista". La premisa subyacente es que un tipo de cambio real depreciado favorece las exportaciones, mejora la balanza comercial y sostiene el crecimiento económico.
Premisa que es menos potente en el caso de Argentina, que no se inserta en los mercados globales de manufacturas con una competencia a través de precios.

Argentina atravesó una decepcionante experiencia de tipo de cambio fijo durante la década de 1990, y desde entonces ha predominado un esquema de **"flotación administrada"** orientado a evitar devaluaciones abruptas. Esto responde, en parte, al hecho de que el pass-through cambiario se volvió casi automático luego de décadas de alta inflación.

Un hito en este esquema de administración, desde 2011, fue el denominado "cepo" cambiario, que restringía la compra de divisas por parte de pequeños ahorristas y limitaba el giro de utilidades de empresas al exterior. Si bien esta medida buscó frenar una salida masiva de capitales, fue duramente cuestionada por su efecto inverso sobre el ingreso de inversiones, al generar un entorno de represión financiera, y también por su impacto sobre la consistencia económica, al favorecer las múltiples brechas de tipos de cambio.
El cepo fue concebido originalmente como una solución transitoria pero terminó extendiéndose durante 10 años, con una única interrupción entre 2016 y 2019 durante la gestión de Mauricio Macri.

AUN CUANDO SE PROCLAMA OFICIALMENTE LA EXISTENCIA DE REGÍMENES DE TIPO DE CAMBIO FLOTANTE, LA EVIDENCIA EMPÍRICA MUESTRA QUE LOS GOBIERNOS INTERVIENEN ACTIVAMENTE EN EL MERCADO CAMBIARIO PARA LIMITAR LAS FLUCTUACIONES EXCESIVAS.

En una economía periférica con escasez de divisas, con una población que desea ahorrar en dólares porque hay inflación, pero que a su vez tiene inflación por la constante presión sobre el dólar, como la argentina es razonable que exista un régimen de control de cambios que apunte a la compra de divisas, en particular, a los perniciosos efectos que puede tener una devaluación sobre el nivel de precios.

En 2025, con el nuevo gobierno libertario y la obtención de un nuevo acuerdo por 20.000 millones de dólares del FMI, se eliminaron las restricciones para la compra minorista de dólares. Esto sin duda remite a la coyuntura de los últimos años del gobierno macrista, cuando la presión sostenida de la demanda de divisas terminó por agotar el stock del préstamo del FMI de aquel entonces y derivó en una nueva crisis.

La "flotación administrada" en Argentina ha implicado muchas veces la decisión de sostener una paridad cambiaria artificialmente apreciada, por el efecto que tiene esta política sobre la estabilidad de precios. Esta estrategia se complementó en diferentes ocasiones con esquemas de altas tasas de interés para fomentar el ingreso de capitales financieros de corto plazo, a través del llamado "carry trade".[1] Pero promover el carry trade

(1) Se denomina "carry trade" a las operaciones financieras mediante las cuales un inversor toma deuda o convierte recursos en una moneda de bajo costo (por lo general dólares) para colocarlos en activos denominados en otra moneda que ofrezca un rendimiento mayor, como los títulos en pesos. El objetivo es aprovechar el diferencial de tasas de interés, obteniendo ganancias en el proceso, garantizadas por la estabilidad cambiaria. En el caso de Argentina, el carry suele consistir en la inversión de dólares en instrumentos en moneda local, con la intención de luego volver a dolarizarse y retirar las utilidades.

puede resultar riesgoso si no se aplican medidas prudenciales, ya que ante una reversión de flujos de capitales se amplifica la vulnerabilidad externa. A su vez, operar activamente en el mercado de cambios puede implicar "rifar" las reservas si el mercado le toma el timing al Banco Central. En todo caso, mantener una paridad artificialmente alta o baja por tiempo prolongado, sin una señal clara de consistencia macroeconómica, tiende a generar tensiones crecientes.

Mientras que en varios países latinoamericanos la acumulación de reservas es una consecuencia natural de una administración cambiaria eficaz —orientada a mantener una paridad competitiva y estable—, en Argentina aparece como un objetivo en sí mismo. La apertura de la cuenta de capital juega un rol central en ese equilibrio, pero en el caso argentino se requieren medidas macroprudenciales, no solo por tratarse de una economía emergente, pequeña y vulnerable a reversiones de flujos, sino también por su naturaleza bimonetaria, que amplifica la demanda interna de divisas más allá del carácter comercial (ahorro, atesoramiento, turismo). En este contexto, las reservas cumplen una doble función: sostener la paridad y anclar expectativas.

¿CUÁL ES EL RUMBO ECONÓMICO
QUE PROPONE EL ACTUAL GOBIERNO?

Desde el inicio de la actual gestión, el peso argentino ha sido la moneda que más se apreció en el mundo. Pero esta apreciación no se sostiene en una economía sólida, sino en un esquema transitorio de endeudamiento y apoyo del FMI. Se trata de una valorización artificial, sin respaldo en un entramado productivo, social y político capaz de sostenerla en el tiempo. Una ingeniería inversa: en lugar de que una moneda fuerte acompañe a una economía vigorosa, se pretende construir fortaleza monetaria sin
bases reales.
La gestión económica de Javier Milei comenzó con una devaluación del peso, duplicando el valor del dólar en un sólo día, bajo el argumento del "sinceramiento cambiario". La inflación, como era de esperar, reaccionó y acumuló un 90% en los primeros meses de gestión (dic-marzo). Desde ese momento, la necesidad de dólares para contener el alza de la inflación fue fundamental y se buscaron diferentes "parches" ante un financiamiento externo prometido pero hasta el momento ausente.

Entre los parches hay dos únicos e irrepetibles (al menos durante la gestión del equipo económico), el blanqueo y el acuerdo con el FMI. El blanqueo habilitó un ingreso de dólares por cerca de 20.000 millones de dólares que fue a parar en gran parte a la compra de títulos públicos lo que mejoró las paridades a la vez que bajaba el riesgo país y las reservas del BCRA subían. Previamente, el BCRA había "calmado" una demanda latente de dólares proveniente de la deuda comercial con importadores
emitiendo un bono comprado con pesos por el cual se pagarán dólares. Se calcula que se emitieron BOPREALES por cerca de 10.000 millones de dólares.
El abordaje cambiario consistió en una regla de crawling peg, primero al 2% mensual y luego al 1%, mientras las tasas de interés del mercado se encontraban por encima, fomentando la estrategia de carry trade.

El acuerdo con el FMI por 20.000 millones de dólares trajo como contraparte un nuevo esquema cambiario, abandonado el crawling peg y delineando bandas entre las cuales el BCRA no interviene. El nuevo esquema cambiario propició una devaluación cercana al 10% y un respectivo impacto en la inflación tanto en marzo (de manera anticipada y precautoria) como en abril. Adicionalmente, se realizaron intervenciones en el mercado de futuros del dólar con el objetivo de empujar a la baja la cotización y al mismo tiempo orientar la demanda hacia activos financieros en pesos que no comprometan las reservas del Banco Central.

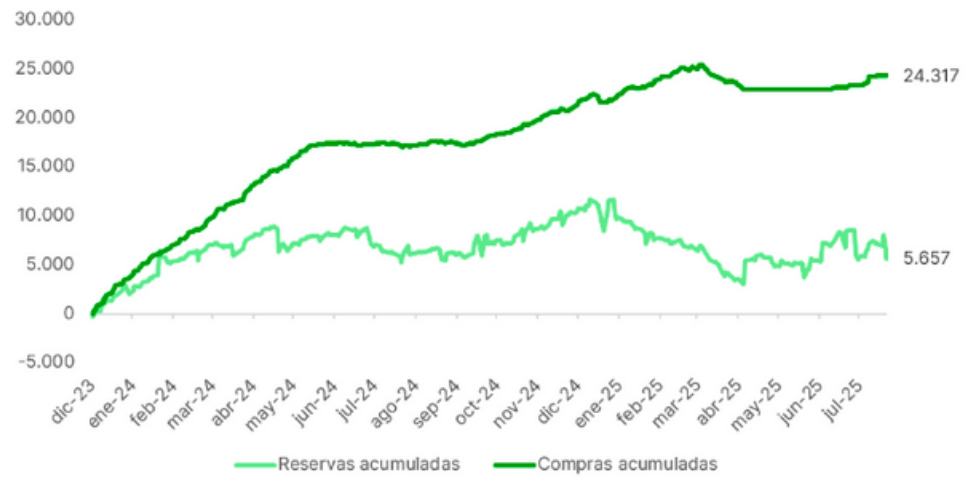
Ocasionalmente se realizaron operaciones de deuda para inversores extranjeros (mediante BONTEs) que no superaron los 2.000 millones de dólares (pero se prometieron 1.000 millones adicionales por mes para lo que quede del año) y un REPO con bancos extranjeros por otros 2.000 millones de dólares a una tasa relativamente elevada.

Más recientemente, el Tesoro realizó las denominadas “compras en bloque”, es decir, compras de dólares a particulares sin pasar por el mercado libre de cambios, lo que en la práctica implica hacerle trampa al esquema de bandas y comprar dólares a valores por encima de la banda inferior.

Todo esto se dio en un marco de superávit fiscal y emisión monetaria no nula, pero controlada que el gobierno publicita como las verdaderas causas de la disminución de la inflación, al mismo tiempo que desmerece el impacto cambiario (“el dólar flota”) y la acumulación de reservas.

El problema de la acumulación genuina de Reservas es una debilidad estructural de este Gobierno. Viene siendo una constante desde el inicio de la gestión que no pudo ser revertida con las sucesivas modificaciones del esquema cambiario. Al 31 de julio, las compras netas acumuladas (Tesoro y BCRA) han sido 24.317 millones de dólares (no incluye “compras” por colocación de deuda como el BONTE), mientras que la acumulación de Reservas apenas ronda los 5.657 millones de dólares (se excluye el desembolso del FMI).

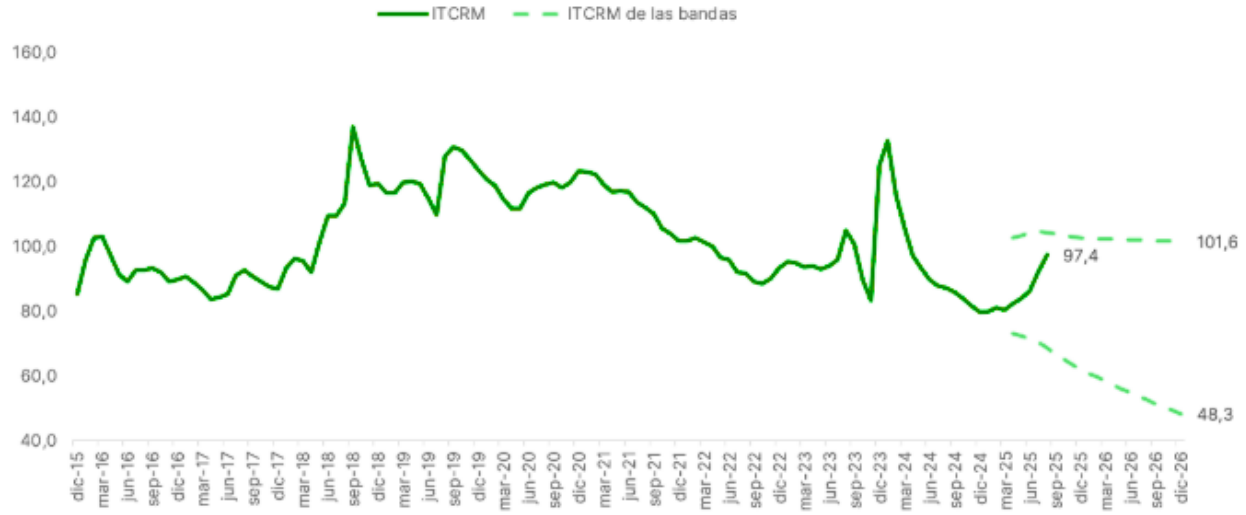
Compra versus acumulación de Reservas. Miles de millones de dólares



Históricamente, los gobiernos argentinos —más allá de su signo político— han tendido a sostener tipos de cambio sobrevaluados para reforzar el poder adquisitivo de las personas y moderar la inflación. La estrategia de Milei no es la excepción pero se combina con la ausencia de políticas de ingreso y políticas industriales/sectoriales que contribuyan a sostener la rueda del mercado interno.

El actual esquema cambiario de bandas está diseñado para una apreciación estructural del tipo de cambio real. Si consideramos la evolución de la banda superior (tomando la inflación del REM y bajo los supuestos de una inflación global en dólares del 2% y estabilidad de las monedas contra el dólar), la misma pasa de representar un tipo de cambio real multilateral de 104,7 puntos en el presente a 101,6 en diciembre de 2026, con tendencia a la baja. Esto significa que incluso con un dólar en la banda superior, la economía continuará con un tipo de cambio real inferior al promedio 2018-2022.

Índice de Tipo de cambio real multilateral (ITCRM). Base 17/12/2015=100.



Adicionalmente, la recesión económica que reflejan los indicadores de la actividad y los salarios que aún no recuperan los niveles que registraban previo a la asunción de Milei configuran un marco que favorece (por los malos motivos) la baja de la inflación.

En conclusión, la actual estrategia debilita al sector que exporta manufacturas y desalienta inversiones productivas. Una política cambiaria orientada al desarrollo debería apuntar a una paridad realista, que promueva las exportaciones y el valor agregado local. Si bien la competitividad no depende solo del tipo de cambio, sino también de otros factores de tipo estructurales como la infraestructura, el costo en logística, entre otros.

La estabilidad de precios no puede basarse exclusivamente en la apreciación cambiaria o el atraso de salarios como en el actual Gobierno. Requiere también coordinar políticas de ingresos —con acuerdos entre el Estado, las empresas y los sindicatos— que permitan romper la inercia inflacionaria sin deteriorar el tejido social. Aunque el discurso oficial atribuye la reciente desaceleración inflacionaria al superávit fiscal, lo cierto es que se explica más por una combinación de tipo de cambio apreciado, “correcciones ” de tarifas suspendidas, restricciones salariales y una recesión autoinducida.

Por cierto, en cuanto a la estrategia cambiaria, es necesario incorporar cierto grado de **volatilidad administrada** en la paridad para evitar flujos especulativos de corto plazo que se aprovechan de la estabilidad nominal, sin aportar al desarrollo real de la economía.

Por todo lo expuesto eso desde Futuros Mejores proponemos una política cambiaria prudente, con bandas explícitas y flexibilidad ante shocks externos, y un esquema de coordinación de precios y salarios que permita romper la inercia inflacionaria, sostener la competitividad productiva y proteger el poder adquisitivo.

HACIA UN FUTURO MEJOR:
ESTABILIDAD DE PRECIOS, PRODUCCIÓN Y EQUIDAD

Definir para Argentina una política macroeconómica —monetaria, fiscal y cambiaria— es un proceso complejo que requiere tener en cuenta múltiples objetivos según el horizonte temporal. A largo plazo, apunta a **fomentar inversiones que diversifiquen la estructura productiva y promuevan el crecimiento y el desarrollo social**. En el mediano plazo, procura **mejorar el perfil de deuda pública y garantizar tasas de interés sostenibles**. A corto plazo, busca responder a crisis, como las de balanza de pagos, estabilizando la economía frente a shocks externos o endógenos.

En términos generales, y más allá de la diversidad de enfoques que pueden adoptar estas políticas, en el caso de Argentina —un país con características estructurales propias de las economías periféricas— es crucial concentrarse en dos cuestiones. Por un lado, es indispensable lograr una **acumulación de reservas internacionales** que sea sostenible a lo largo del tiempo y que actúe como garante de la estabilidad frente a las turbulencias cambiarias. Por otro lado, se debe avanzar decididamente hacia un escenario de **estabilidad de precios**, entendido como una inflación moderada y alineada con los estándares internacionales. Ambos objetivos están relacionados, dada la influencia que ejerce la volatilidad cambiaria sobre los precios domésticos.

De lo desarrollado hasta aquí entendemos que una macroeconomía ordenada debe cumplir con dos condiciones: **estabilidad cambiaria basada en divisas genuinas y control de la inflación en equilibrio con los demás precios de la economía, en especial los salarios**. La acumulación de reservas debe provenir de superávits en la balanza de bienes y servicios, no de endeudamiento recurrente a tasas y/o plazos insostenibles, y el Banco Central debe intervenir para evitar tanto apreciaciones sostenidas —que dañen el tejido productivo local— como devaluaciones abruptas —que generen desequilibrios de precios y expectativas—.

La estabilidad de precios en niveles acordes a los estándares internacionales requiere intervenir en múltiples frentes a la vez: no solo la acumulación de reservas, también quebrar la inercia inflacionaria, regular monopolios, etc.

Reconocer el carácter multicausal de la inflación no implica diluir responsabilidades, sino asumir que las políticas de estabilización deben ser multidimensionales, coherentes y sostenibles en el tiempo. Solo mediante un enfoque integral que combine consistencia macroeconómica, institucionalidad regulatoria y acuerdos sociales viables será posible construir un sendero duradero de desinflación que no sacrifique el crecimiento ni profundice desigualdades.

Una macroeconomía desbalanceada condena al país a crisis recurrentes que interrumpen los planes industriales, sociales, energéticos o educativos diseñados para dar resultados sólidos con el paso de los años. Por eso, atender solo el corto plazo en materia cambiaria o de precios —apostar a "ganar tiempo" hasta las próximas elecciones o hasta un nuevo desembolso del FMI— termina siendo una receta ineficaz que posterga indefinidamente los objetivos de desarrollo. Es importante defender una mirada estratégica versus el parche de corto plazo y largos costos. El largo plazo no se construye acumulando éxitos de corto plazo, sino anticipando desafíos futuros en un mundo cada vez más cambiante e interdependiente.

En **Futuros Mejores** entendemos que el equilibrio macroeconómico es un pilar indispensable para la continuidad de políticas sectoriales y sociales que permitan profundizar el desarrollo económico. Pero creemos que no basta con lograr la estabilidad macro en sí misma: hace falta también canalizar ese ordenamiento para impulsar políticas estructurales de mediano y largo plazo que contribuyan al desarrollo económico, social, ambiental y tecnológico del país. Como dice el adagio de técnicos y funcionarios, "sin la macro no se puede, pero con la macro sola no alcanza".

En ese sentido, la estabilidad debería funcionar como plataforma y no como freno a políticas específicas. Los objetivos esbozados se deberían cumplir teniendo en cuenta las siguientes sugerencias:

- La flotación del tipo de cambio debe ser administrada por el Banco Central de manera que la paridad esté alineada: ni sobrevaluada indefinidamente, ni volátil sin control. La paridad debe reflejar los fundamentos de la estructura productiva, y a su vez favorecer a los sectores intensivos en mano de obra y exportadores del país. La política cambiaria funge también como una política industrial y debe orientarse en base a una regulación inteligente, estratégica y con mirada de largo plazo.

- La acumulación de divisas es cardinal para que la autoridad monetaria, y no sólo el mercado, tenga el control sobre el tipo de cambio. Esa acumulación debería fundarse en la entrada genuina de dólares a través de la actividad productiva del país, es decir por el comercio exterior de bienes y servicios. En este sentido se torna trascendental los esquemas de promoción de exportaciones en sus distintos formatos, con exenciones fiscales, inversiones en infraestructura, créditos financieros, reducción de aranceles, etc. Creemos que una estructura productiva desigual como la argentina requiere tipos de cambio efectivos múltiples para poder operar de manera eficiente.

- La acumulación de divisas también descansará en el ingreso de capitales por inversiones de no residentes. La inversión financiera debe verse acompañada de regulaciones macroprudenciales que ayuden a resguardar las reservas del país ante eventuales reversiones sorpresivas en el ciclo de los capitales. En tanto que el fomento de la inversión productiva será lo que permita consolidar una dinámica virtuosa de acumulación de reservas y de desarrollo productivo en el largo plazo.

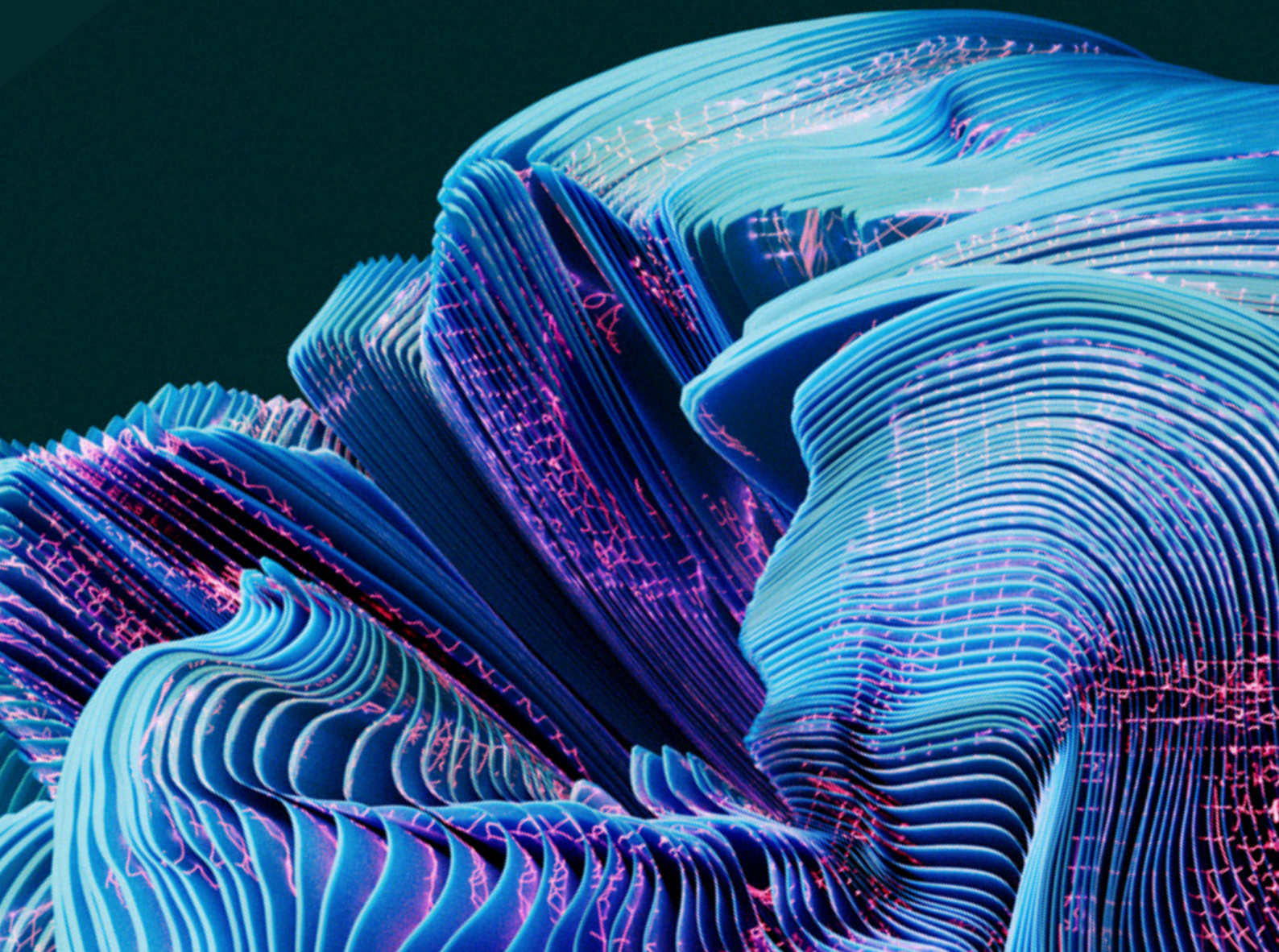
- No deben confundirse herramientas con objetivos. Desde el campo de la heterodoxia, pero también en la ortodoxia, las respuestas para controlar la inflación o prevenir la pérdida de reservas perduraron en el tiempo más allá de lo recomendable. Un ejemplo fueron los programas de precios máximos, que luego dieron lugar a prácticas elusivas de parte de las empresas sin lograr el objetivo buscado. O el mencionado “cepo” cambiario que fue contraproducente mantenido por largo tiempo. También en Argentina la compra de dólares para tenencia personal o para realizar viajes turísticos al exterior supo pagar un tipo de cambio diferencial más depreciado, esta medida es recomendable siempre que haya una restricción en el balance externo como medida transitoria.

- El endeudamiento externo, tanto público como privado, deberá medirse en términos de sostenibilidad. Es decir, ratios de deuda sobre PBI o deuda sobre exportaciones o reservas que sean razonables. No es prudente la emisión de deuda a mansalva para reemplazar la falta de entrada de dólares de manera genuina. Esto en el mediano o largo plazo conlleva una situación de enorme vulnerabilidad para el país con costos económicos, sociales y políticos que muchas veces no se llegan a ponderar en el corto plazo. Por esto mismo no es recomendable la firma de acuerdos políticos con el FMI para proveernos de moneda extranjera, con excesivos costos en materia de autonomía y bienestar social.

UN FUTURO MEJOR PARA LA MACRO ARGENTINA

FUTUROS MEJORES

@FuturosMejores

@futuros_mejores

@futurosmejores.com.ar