

LA PARTE MÁS DIFÍCIL DE LA ESTABILIZACIÓN, EL EMPALME CON EL CRECIMIENTO

POR JORGE VASCONCELOS



En términos objetivos, el balance de los primeros dos años de gestión de Javier Milei se sintetiza en el hecho que, para la segunda mitad del mandato, la agenda económica está pasando a depender centralmente de las iniciativas que adopte el propio gobierno. Esto marca una gran diferencia con las dos gestiones anteriores, que tuvieron que adoptar diversas medidas obligadas por las circunstancias, buscando evitar “males mayores”. El oficialismo logró buenos resultados en las legislativas de octubre sin haber apelado a alguna de las variantes de “plan platita”, por lo que la segunda parte del mandato se está iniciando sin algunos de los apremios que tenían Alberto Fernández a fin de 2021 y Mauricio Macri a fin de 2017. Aun con esas ventajas, la aspiración de lograr crecimiento sostenido por varios años conlleva una enorme responsabilidad. Vale citar a Dornbusch en este sentido: “el aspecto más difícil de la estabilización es la transición hacia el crecimiento”. Y es una cita relevante aun cuando la confianza en el gobierno según las mediciones de la UTDT esté hoy en niveles muy confortables. Si uno trata de imaginar el ambiente pre-electoral de mediados de 2027, enseguida aparecen dos cuestiones críticas: al gobierno no le conviene llegar a ese momento con reservas netas negativas, por lo que tiene que remontar un rojo del orden de los 15,0 mil millones de dólares; siendo que el otro punto es el del empleo privado formal, que ha caído 2,8 % en los últimos dos años, ya que los sectores más dinámicos no han logrado compensar la débil performance de industria, construcción y comercio. Para pasar a terreno positivo en la dinámica del empleo, en un escenario en el que también deberían acumularse reservas a buen ritmo, no alcanza con la reforma laboral y la tributaria. Por eso es que seguimos considerando el actual esquema monetario-cambiario como de transición.

Los aspectos más complejos de la transición al crecimiento

Por empezar, la base de sustentación de la actual coyuntura. El gobierno triunfó en las legislativas pero todo indica que, para ese resultado, influyó el recuerdo todavía vivo de la pésima gestión del gobierno saliente en 2023 y también el rescate financiero decidido por el Tesoro de los Estados Unidos, sin el cual las condiciones financieras en el momento de votar hubieran sido desfavorables para el oficialismo.

En términos económicos, convivimos con una inflación mensual todavía superior al 2,0 % mensual, mientras que la Inversión Extranjera Directa en los últimos doce meses muestra un flujo negativo del orden de los 2,0 mil millones de dólares, siendo que no puede disociarse ese dato del hecho que subsisten restricciones en el mercado de cambios para las personas jurídicas.

Para “enterrar capital” en la Argentina en volúmenes que muevan el amperímetro de la inversión, seguramente quienes evalúan esos proyectos se preguntan por un “trade off” que no está claro cómo se resuelve: ¿qué pasa si el gobierno mantiene el “ancla cambiaria” por demasiado tiempo, tratando de lograr la convergencia de la inflación local a la internacional?. En principio, ese escenario no sería compatible con el levantamiento del cepo a personas jurídicas, una medida que sería más consistente en un contexto de tipo de cambio flotante. Obviamente, el subyacente a esta “pulseada de ideas” es el ritmo, más lento o más rápido, al que puedan acumularse reservas internacionales. Es legítimo que el gobierno aspire a liderar el ránking, entre los planes de estabilización exitosos, de menor cantidad de años en los que se llegó a inflación de un dígito. Perú e Israel son una referencia, países en los que se demoró entre 7 y 8 años en alcanzar ese objetivo, pero cumpliendo también el requisito de privilegiar el “equilibrio general” a medida que afloraban las dificultades.

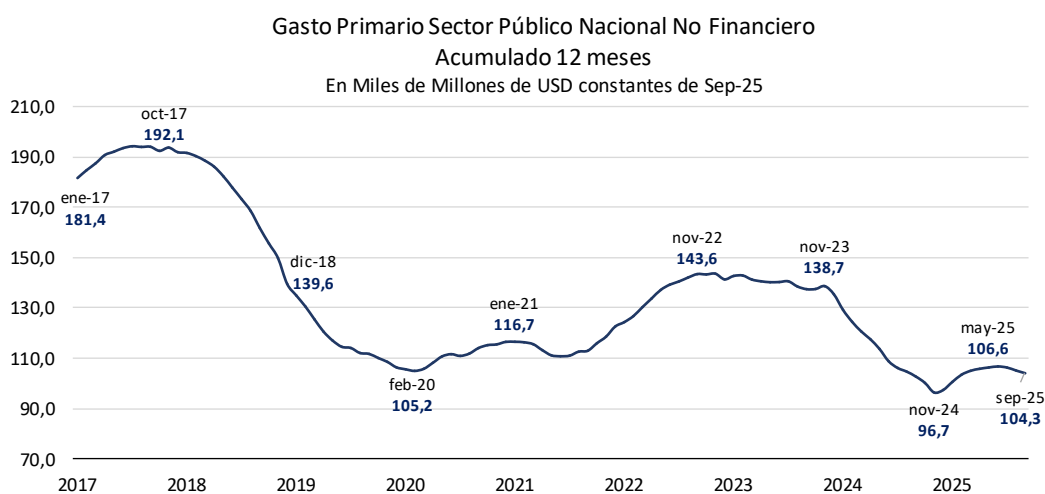
Este tipo de interrogantes puede “poner en espera” proyectos asociados a exportaciones, por incertidumbre acerca de la evolución del tipo de cambio real. Al mismo tiempo complica la evaluación de proyectos vinculadas al mercado interno, porque con tipo de cambio “cuasi-fijo”, los eventuales choques externos ven amplificado su impacto en el ciclo económico local. Si el tipo de cambio no se mueve para absorber esos shocks, la tasa de interés será más volátil y el costo del crédito encarecerse más allá de lo que ocurriría en un régimen de flotación. Con el actual régimen monetario-cambiarío de transición, no se puede descartar que en algún momento (como pasó en febrero/marzo de este año) reaparezcan expectativas de devaluación que, si se afianzan, llevan la macro a un cuadrante incómodo, en el que suben las tasas de interés y, al mismo tiempo, se frena la remonetización de la economía.

Pero no se trata sólo de las variables tipo de cambio y tasa de interés. En el empalme de la estabilidad al crecimiento juegan también un rol clave el ritmo y las condiciones de una mayor inserción externa del país. Empezamos a salir del estigma de una economía cerrada, con la oportunidad (y desafío, al mismo tiempo) que brindan posibles acuerdos comerciales con los Estados Unidos y la Unión Europea (en este último caso, a través del Mercosur), pero esto obliga a acelerar los tiempos de reconversión de las empresas, para hacer frente a un escenario más competitivo. Reformas importantes pasan a ser también urgentes, caso de la modernización laboral y el rápido desmalezado de malas regulaciones e impuestos distorsivos que son responsabilidad de Nación, Provincias y Municipios.

Brasil, con una macro que sufre las consecuencias del ascenso sostenido del gasto y la deuda pública, de todos modos ya hizo la reforma laboral ocho años atrás, y está comenzando a implementar un “super IVA”, subsumiendo los impuestos más distorsivos. En la tarea de empalmar estabilidad con crecimiento, la Argentina necesita desesperadamente recuperar terreno perdido en esta dimensión.

El poder disciplinador de la caja

A principios de marzo de 2024, con poco más de dos meses de gestión del nuevo gobierno, en un artículo en el sitio web de IERAL titulado “El poder disciplinador de la caja”, se subrayaba el impacto que estaba teniendo el ajuste fiscal sobre las expectativas, un aspecto clave para explicar por qué la recesión quedara encapsulada en el primer semestre. En el segundo semestre comenzó a recuperarse el crédito y las exportaciones traccionaban (el clima ayudó con la cosecha).



Fuente: IERAL en base a Mecon y BLS

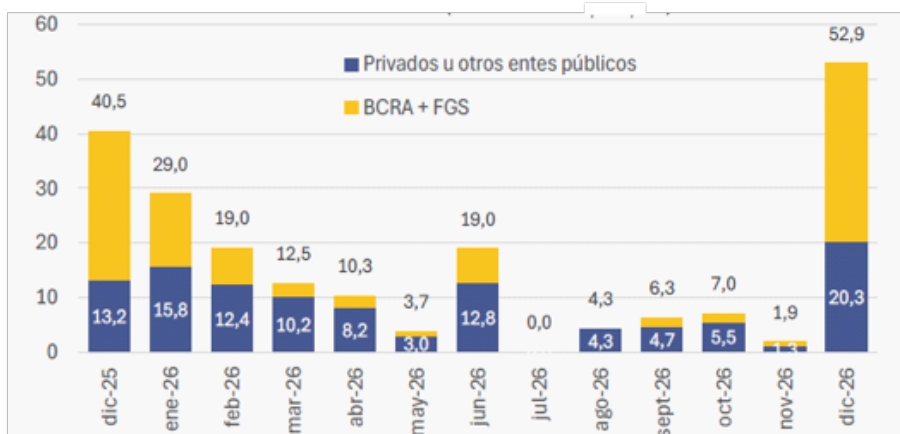
La “motosierra” al menos contempló un par de excepciones, caso de la AUH y la segmentación en el recorte de subsidios a las tarifas. El esquema de arranque estaba apoyado en las “anclas múltiples”, al estilo de Israel 1985, y la incógnita era si la “política de ingresos” podía llevar a ajustes salariales consistentes con el proceso de desinflación. Sabíamos que por el nivel inicial de la inflación no hacían falta “desagios” como el del Plan Austral, pero la convergencia entre salarios e inflación había que comprobarla en los hechos. Contrariando la tradición argentina del “Poder sindical”, el recuerdo de las pulseadas entre Alfonsín y Ubal dini, esa columna del programa fue también sólida, una sorpresa si se quiere. Evidentemente, la Argentina del presente es muy distinta a la del pasado.

¿Hasta cuándo se sostendrá la banda cambiaria?

Existen dos interpretaciones posibles para el timing de la política económica. O se trata de un simple período de transición, para empalmar en el segundo trimestre de 2026 con un programa en el que hayan desaparecido las restricciones al movimiento de capitales de personas jurídicas, con un replanteo acorde de la política monetaria y cambiaria. O existe la intención del gobierno de testear el resultado de los instrumentos actuales en términos de inflación, reservas, expectativas de devaluación, evolución del balance de pagos, y demás, pensando en extender la experiencia por varios trimestres consecutivos. La fuerte apuesta por poner en valor los “dólares del colchón” a través de la “inocencia fiscal” forma parte de este escenario.

Si se tratara de una transición acotada, podría justificarse en el hecho que, en el “mientras tanto” se habrá de avanzar en despejar vencimientos de deuda externa y también estirar los de deuda doméstica, que son significativos. Con tenedores privados, los vencimientos de deuda doméstica equivalen al 6,0 % del PBI entre diciembre y marzo, por lo que es posible que el gobierno aspire a cambiar el perfil de estos vencimientos manteniendo el cepo a personas jurídicas, como paso previo a un régimen monetario-cambiarario de carácter permanente.

Perfil de vencimientos en pesos según tenedor En Billones de Pesos



Fuente: 1816

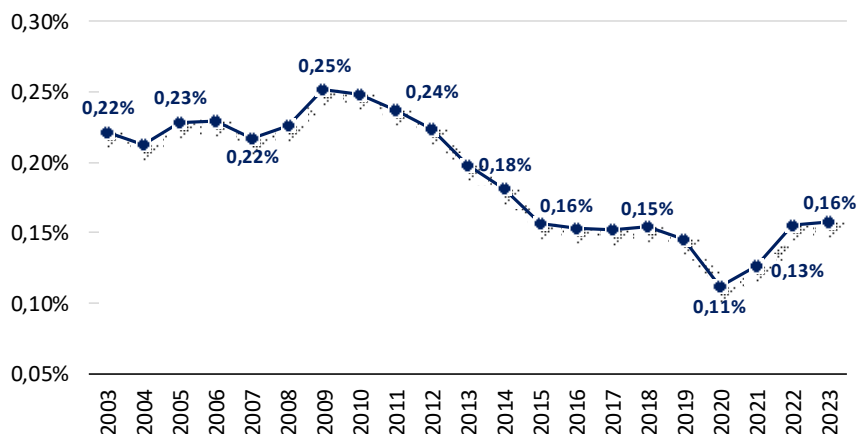
De igual modo, en relación a la deuda externa, junto con el reciente lanzamiento del Bonar 2029, es posible que el gobierno esté pensando en lograr que el Congreso apruebe, dentro del Presupuesto 2026, cláusulas que le otorguen mayor flexibilidad para encarar un canje voluntario de deuda, de cara a los vencimientos del próximo año de bonos ley extranjera. Podría utilizar como “endulzante” una fracción del swap vigente con el Tesoro de los Estados Unidos.

En cualquier escenario, parece conveniente acelerar los pasos en la definición del perfil que habrá de tener el régimen monetario-cambiario permanente, luego de este período de transición. Es clave si se aspira a garantizar recuperación de reservas manteniendo un “buen equilibrio” entre el tipo de cambio y las tasas de interés.

La imprescindible reconversión industrial

La industria manufacturera necesita ganar en competitividad en cualquier escenario. Las exportaciones de MOI han caído a un andarivel del orden del 0,16 % de las exportaciones mundiales, viniendo de un guarismo del 0,25 %, antes y después de la crisis de la convertibilidad. Pero esa reconversión requiere condiciones adecuadas. Recientemente, un ejecutivo de la principal exportadora del país en el sector automotriz revelaba que, en sus ventas al exterior, las unidades tienen un sobrepeso del 12% al 13 % que se explica por impuestos distorsivos, nacionales, provinciales y municipales, que no se pueden descargar en la Aduana como sí ocurre con el IVA.

Participación de las Exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) de Argentina en el Mundo
Expo MOI Arg / Expo MOI Mundo



Fuente: IERAL en base a COMTRADE

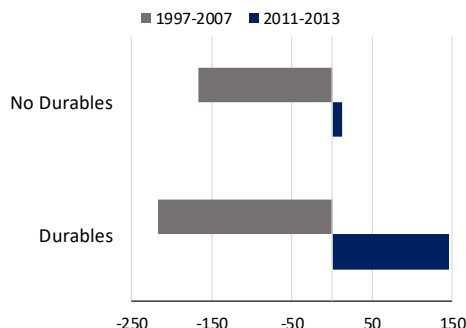
Estudios sectoriales muestran que la carga impositiva (por fuera del IVA) en cadenas de valor comparables duplica en la Argentina los guarismos de Brasil y México (30 % vs 15 %, aproximadamente). Este verdadero lastre para la competitividad no sólo dificulta las exportaciones, sino que pone en desventaja a muchos productos locales para pujar de igual a igual con los importados.

Son datos que reafirman la necesidad de un proceso sincronizado en la política de apertura de la economía, para que el mecanismo de la “destrucción creativa” sea funcional al crecimiento de largo plazo. Más cuando uno de los efectos colaterales más notorios de la pulseada entre Estados Unidos y China es la mayor agresividad del gigante asiático en sus exportaciones a terceros mercados. Incluso antes de la guerra comercial, la irrupción de China, que captura un tercio de las exportaciones industriales del planeta, ya había puesto en guardia a los industriales locales.

Efecto multiplicador sobre la industria del boom del shale en los Estados Unidos
 Estados Unidos: Empleo en el Sector Manufacturero, antes y después de los recursos no convencionales
 Variación promedio anual en miles de puestos

Sectores	1997-2007	2011-2013
Manufacturas	-384	159
Durables	-217	146
Minerales no metálicos	-4	1
Metales primarios	-19	7
Metales fabricados	-17	49
Maquinaria	-34	36
Computadoras y electrónica	-59	-8
Eléctricas	-16	-2
Transporte	-38	61
Otros durables	-30	2
No durables	-167	13
Procesamiento de alimentos	-8	23
Textiles e hilados	-86	-13
Papel	-18	-5
Impresiones	-21	-12
Petróleo	-2	1
Químicos	-13	9
Plásticos	-19	14

Fuente: IERAL en base a BEA, BIS y Citi Research



Los nuevos proyectos, que existen, tienden a apoyarse en ventajas competitivas que se consideran sustentables y son una mezcla de industria y servicios, aguas arriba y aguas debajo de núcleos productivos como el agro, los hidrocarburos y la minería. A propósito, el gas natural abundante y a precios muy competitivos puede facilitar parte de esa reconversión, tal como aconteció en los Estados Unidos tras la irrupción del shale: las actividades intensivas en gas como insumo incluyen una gama amplia de sectores, desde la petroquímica a los alimentos, pasando por vidrio, cartón, fibras orgánicas, fundiciones, alcohol, fertilizantes, entre otros. La expansión de la oferta de gas de la mano de Vaca Muerta es un verdadero imán para los sectores detallados, pero las políticas macro y “micro” tienen que ser más consistentes para facilitar las decisiones de inversión.

Debate inconducente: acumular reservas por cuenta capital o corriente

La discusión acerca de si la acumulación de reservas netas, partiendo de un rojo a fin de noviembre de 15,0 mil millones de dólares (metodología FMI) se realizará por vía de superávit de cuenta corriente (lo que demandaría un tipo de cambio mucho más elevado que el actual) o si ocurrirá por entrada de capitales no parece demasiado conducente, dada la estrecha interrelación entre la cuenta capital y la cuenta corriente del balance de pagos y de los dos precios relativos clave para esa dinámica, como son el tipo de cambio y la tasa real de interés.

El tema es si, bajo las actuales condiciones, y aun teniendo en cuenta la fuerte mejora de expectativas tras las legislativas, la entrada de capitales en 2026 tendrá suficiente magnitud para financiar el déficit de cuenta corriente y, al mismo tiempo, favorecer una recuperación sostenida de las reservas del BCRA.

El escenario optimista implica que la demanda de dólares por parte de personas físicas caiga en 2026 a la mitad de los guarismos de 2025, y que se duplique la entrada de capitales privados por inversión directa, de portafolio y por la aplicación a instrumentos de deuda de las compañías privadas. Esto porque el gran conducto de inyección de dólares que fueron el FMI y otros organismos en 2025 pasará a cifras menos significativas en 2026.

Obvio que la velocidad a la que la recomposición de reservas pueda ocurrir tiene que ver con el ritmo al que se incrementa la **demanda de pesos**, pero hay que subrayar que esta variable clave responde, en el corto plazo, a condiciones iniciales relativamente favorables, dado lo desmonetizada que está la economía, **pero a mediano y largo plazo depende de la sustentabilidad del programa económico y de un “buen equilibrio” entre el tipo de cambio y las tasas de interés, para escapar del riesgo de reaparición de expectativas de devaluación a lo largo del camino.**

La apuesta de “acumular reservas con entrada de capitales” necesita contemplar que no siempre se consiguen todos los objetivos a la vez. Si, por alguna razón, ese flujo es insuficiente para que la economía crezca a un ritmo de, digamos, 3,5 % anual (lo que implica importaciones expandiéndose a un 10,0 %) en tándem con la recuperación de las reservas netas, entonces reaparecerá el típico “trade off” del ciclo económico. En lugar del escenario optimista, si la falta de reservas complica la macro, entonces aparecerán opciones como subir las tasas de interés para sacrificar crecimiento (de modo de frenar importaciones) y atraer “capital golondrina”. Se trata de opciones que puede “imponer” el mercado, o formar parte de medidas de política destinadas a evitar escenarios más complejos.

La importancia del presupuesto 2026

Sería una forma de institucionalizar la política de equilibrio presupuestario. Y es necesario también para pasar a una etapa de “sintonía fina” en el manejo de las partidas de gasto y en el proceso de simplificación y reducción de la carga tributaria. Deberían incluirse mecanismos de “premios y castigos” para la relación Nación-Provincias, de modo que la política fiscal de las jurisdicciones subnacionales termine siendo consistente con las reformas imprescindibles que tiene que hacer la Argentina para salir del estancamiento.

Efectos con rezago de las reformas estructurales

Las reformas estructurales (laboral, impositiva) aunque sean las más apropiadas, inevitablemente tendrán efectos positivos con rezago (sobre todo en un país sin coordinación entre poderes –ejecutivo y judicial- ni jurisdicciones –nación, provincias, municipios-). Por ende, no son sustitutos de un régimen cambiario-monetario permanente, en el que se hayan eliminado los cepos a personas jurídicas y en el que, eventuales choques externos impacten sobre el tipo de cambio y no sobre las tasas de interés y el nivel de actividad.

Los acuerdos comerciales con EEUU y la Unión Europea

Aunque la propuesta de los Estados Unidos no encuadra exactamente en lo que se denomina un acuerdo de libre comercio, para la Argentina significa una ruptura con su trayectoria de economía relativamente cerrada, dada la magnitud de los sectores para los que se propone remover trabas, bajar impuestos sobre el comercio exterior y/o ampliar cupos a favor de un incremento del intercambio. Vale recordar que la corriente de exportaciones e importaciones de nuestro país captura apenas el 25 % del PIB y que, focalizando en ventas al exterior, éstas equivalen al 13,0 % del PIB, cuando en Brasil ese guarismo es del 16,0 % y en México del 33,0 %.

La asimetría en las magnitudes de lo que Argentina le compra a los Estados Unidos en relación a lo que se importa desde Brasil (2,8 veces más) y desde China (2,6 veces) hace suponer que, *sin grandes alteraciones respecto a lo que ya se conoce, el acuerdo marco puede comenzar a dar resultados inmediatos en términos de volúmenes comercializados, inicialmente a costa de proveedores de Brasil y China.*

Magnitud y variación de las importaciones de la Argentina desde los principales socios comerciales

Acumulado Ene-Oct de 2025

	Brasil	China	EEUU	Alemania	Paraguay
Impo en Miles de Millones de USD	16,1	15,0	5,8	2,7	2,7
Var % interanual	38,6%	61,3%	8,8%	23,1%	-12,8%

Fuente: IERAL en base a INDEC

A la inversa esto también debería ocurrir, ya que *las exportaciones que actualmente se canalizan desde la Argentina hacia los Estados Unidos tienen que ver con sectores/actividades en las que nuestro país es*

relativamente competitivo, caso de las carnes (195 millones/año) y también de los combustibles (2,0 mil millones de dólares/año), metales preciosos (800 millones), aluminio (530 millones), vinos (190 millones) y miel (125 millones), entre otros. Si los cupos se amplían y/o las barreras arancelarias y paraarancelarias se abaten, la reacción positiva de las exportaciones argentinas debería ser inmediata.

A su vez, un acuerdo del Mercosur con la Unión Europea sería una forma de reforzar el cambio de paradigma, potenciado por el hecho que, en este caso, una mayor integración con los países europeos obligaría a nuestra región a abatir las “aduanas interiores” que subsisten y que son contraindicadas para lograr economías de escala (claves en la competitividad). La mayor predisposición de la Unión Europea para avanzar en esta propuesta tiene que ver, en parte, con las conclusiones del “Informe Draghi”, que subraya el anquilosamiento y las dificultades para avanzar en términos de productividad de la región. Y también, por supuesto, con la guerra de Ucrania, que puso en evidencia la inconveniencia de Europa de depender de las fuentes energéticas de Rusia y, más recientemente, para no perder la iniciativa frente a la mayor agresividad comercial de China en terceros mercados y los “tratados bilaterales” que empuja Trump.

Este cambio de las condiciones globales impone desafíos para un país como la Argentina: este año, las importaciones de origen China se están incrementando nada menos que un 61,3 % en relación a 2024, guarismo que debe ser considerado un alerta. Los países, en general, tiene saldos comerciales bilaterales dispares, con algunos países/regiones tienen superávits y con otros déficit. Es natural que eso ocurra, pero el tema es la disparidad en el ritmo de variación de esos saldos bilaterales.

Hay que subrayar que el Mercosur es una “Unión Aduanera imperfecta” que nos ha llevado al peor de los mundos en términos de intercambios comerciales: los gobiernos de los países socios no tienen libertad para negociar individualmente acuerdos con otros países/regiones, y las empresas, personas y mercancías tampoco tienen libertad para circular sin pasar por aduanas al interior del “mercado común”.

Si el acuerdo con la Unión Europea prospera y se ejecuta a buen ritmo, y si los países de nuestra región se toman en serio los desafíos de competitividad que esto conlleva, entonces el funcionamiento del Mercosur debería asemejarse cada día más al de la Unión Europea, abatiendo las barreras que subsisten al interior de la región.

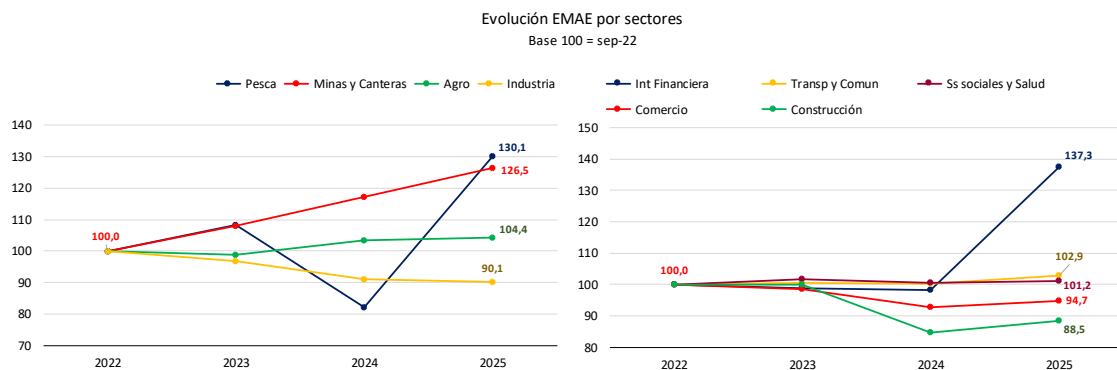
Y las provincias de la Argentina deberían sumarse a esa movida, dada la persistencia de las “aduanas interiores”, que encarecen y traban el funcionamiento de las cadenas de valor dentro del país, incluidos los

regímenes que establecen cupos para trabajadores de otras provincias. La eliminación de las aduanas interiores debería estar jerarquizado como objetivo en la agenda del “Pacto de Mayo”.

Desde la macro, hay que subrayar que un Mercosur estrechando relaciones y organizándose internamente de un modo más parecido a la Unión Europea, tomaría en esta coyuntura a tres socios (Brasil, Uruguay y Paraguay) con baja inflación y regímenes cambiarios de flotación, en contraste con la Argentina que, pese a la exitosa desinflación lograda desde mediados de 2024, todavía convive con una suba anualizada del IPC superior al 25,0 % anual, en un esquema de tipo de cambio “cuasifijo”.

Crecimiento, empleo y exportaciones

Más allá de los debates comentados, lo cierto es que la economía argentina se encamina a registrar dos años consecutivos de crecimiento, con un 2026 que apunta a una inflación en torno al 20 % y una variación del PIB del 3,5 %, con un interrogante que sigue abierto respecto a la dinámica del empleo privado formal.

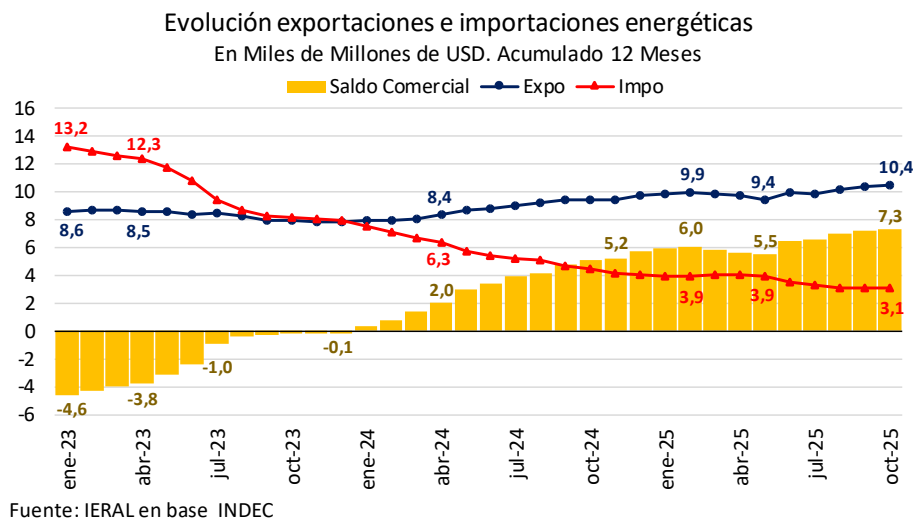


Fuente: IERAL en base a INDEC

La industria, el comercio y la construcción están todavía entre 5 % y 12 % por debajo del nivel de actividad de tres años atrás. Es difícil estimar cuánto de esa merma se explica por cambios estructurales de la economía y cuánto por la dinámica de la macro, la persistencia del ancla cambiaria y la volatilidad de las tasas de interés. A medida que incursionemos en el 2026 seremos capaces de precisar el diagnóstico.

En cuanto a las exportaciones, la tendencia es positiva (medición INDEC, devengadas), ya que este año están creciendo un 8 % respecto de 2024 y en 2026 podrían hacerlo un 7,0 % adicional. Se trata de hipótesis de trabajo, teniendo en cuenta que, además, el marco global puede deparar sorpresas. No se puede subestimar la importancia del factor externo, en una coyuntura en la que el refugio financiero por excelencia ha pasado a ser el oro.

La influencia del sector energético en las cuentas externas es significativa, pero todavía no de la magnitud que se muestra en presentaciones oficiales. Entre octubre de 2024 e igual mes de 2025, el saldo del acumulado de doce meses entre exportaciones e importaciones energéticas se incrementó en 2,3 mil millones de dólares, llegando a 7,3 mil millones. La tendencia es prometedora, y en 2026 el superávit podría acercarse a los 10,0 mil millones de dólares, con exportaciones del orden de los 13,0 mil millones, siendo que el salto más pronunciado se espera para 2027, con la puesta en funcionamiento del Oleoducto Vaca Muerta Sur, que podría agregar unos 10,0 mil millones de dólares a los guarismos detallados.



En lo que hace a la agroindustria, las exportaciones de 2026 podrían aumentar 1,2 mil millones de dólares, sumando granos, derivados, lácteos y carnes. En el caso de granos y derivados, las exportaciones llegarían a 36,0 mil millones, una cifra que, además, tendrá mayor impacto sobre los proveedores de bienes y servicios del sector por la tendencia decreciente de las retenciones. De acuerdo al equipo del área agroindustrial de IERAL, la retención promedio de la soja estaría bajando de 26,8 % a 24,0 % entre 2025 y 2026 y, para el maíz, de 9,8 % a 8,5 %. Esto significa una mejora del poder adquisitivo del productor de soja del 3,8 %, considerando todo lo demás igual, una variación gradual, pero suficiente como para que impacte positivamente en las industrias y servicios proveedores del sector.

De igual modo, aunque más controvertido, es el “efecto derrame” que estaría buscando el gobierno al abaratar, por distintos mecanismos, el precio de productos importados, caso de indumentaria, electrónica, línea blanca y demás. En el gasto promedio de las familias, hay entre 10 y 15 puntos de la canasta capturados por equipamiento y mantenimiento del hogar, indumentaria y calzados y equipos del rubro comunicaciones. Puede interpretarse que el gobierno busca que las familias gasten menos en esos

ítems (asumiendo el efecto colateral de más importados y menos productos locales) para volcar esos ingresos a bienes y servicios asociados a alimentación y bebidas, entretenimiento, comidas fuera del hogar y otros servicios, que en principio son más "empleo intensivos".

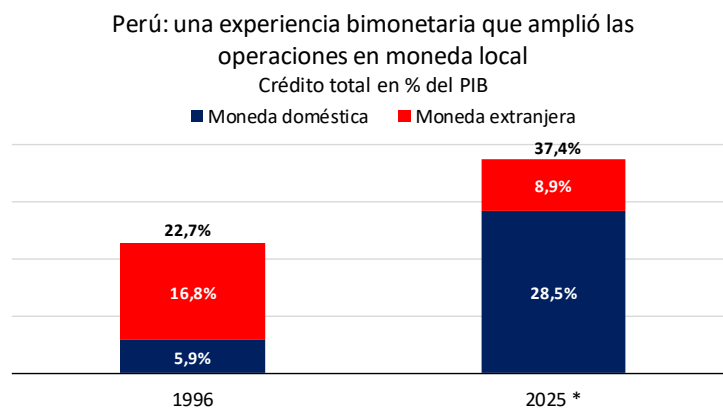
El bimonetarismo peruano, un modelo a seguir

Recientemente, las autoridades del Banco Central han subrayado que “el objetivo final es la flotación cambiaria y la competencia de monedas”, aunque el timing estaría dominado por el gradualismo, ya que explícitamente se plantea “no forzar” el proceso de acumulación de reservas.

El tema es que en ese “gradualismo”, la naturaleza del régimen cambiario de transición es muy distinta al esquema que regiría una vez alcanzado el “objetivo final”. Durante la transición, la cercanía de la cotización de mercado al techo de la banda describe una situación en la que la economía funciona “como si” el régimen adoptado fuera el de un tipo de cambio fijo (sólo que desliziándose a un ritmo del 1,0 % mensual), con las virtudes y defectos que conlleva este sistema.

Por eso nuestra insistencia en avanzar hacia un régimen bimonetario como el de Perú, dónde hay “flotación administrada” del tipo de cambio.

Como mostró Julio Velarde, presidente del Banco Central de Perú, en el reciente evento organizado por Fundación Mediterránea-IERAL, en los últimos treinta años el crédito en moneda local (el sol) pasó del equivalente a 5,9 % del PIB en 1996 a 28,5 % del PIB en el presente, siendo que los préstamos en moneda extranjera hicieron el recorrido inverso, del 16,8 % al 8,9 % del PIB. Vale decir, el bimonetarismo no necesariamente desemboca en dolarización. En Perú fue sinónimo de monetización en moneda local, algo que perfectamente podría lograrse en la Argentina.



* Tercer Trimestre

Fuente: IERAL en base a BCRP

Uno de los secretos del “triumfo” del sol sobre el dólar en la operatoria del sistema financiero peruano reside en la convergencia entre las tasas de interés en moneda local y en moneda extranjera, un fenómeno asociado a la solvencia fiscal del país, **una inflación que tiende a ser inferior a la de Estados Unidos** y también por el diferente tratamiento de soles y dólares en la política de encajes. De acuerdo a datos recientes, un préstamo hipotecario se obtiene a una tasa de interés del orden del 8,0 anual en soles, y del 7,0 % en dólares. Lo acotado de la diferencia explica la preferencia de las familias peruanas por endeudarse en la moneda local.

Pese a las turbulencias políticas de los últimos años y a conservar cierto grado de dolarización, en Perú las tasas de interés están cada vez más asociadas al ciclo económico y cada vez menos a la volatilidad del tipo de cambio. El régimen de “flotación sucia” del bimonetarismo peruano no tiene por objetivo cambiar la trayectoria del tipo de cambio real, sino simplemente morigerar sus oscilaciones. Con ese mecanismo y políticas anticíclicas se ha logrado neutralizar el impacto de choques externos y/o internos (de origen político) sobre el sector real. De ese modo, la tasa de interés sube o baja por factores predominantemente internos, dependiendo del momento del ciclo económico.

En lo que va del siglo, la cotización del dólar contra el sol peruano en términos nominales registró un pico de 4,15 en 2021 y un piso de 2,55 en 2013, oscilaciones del orden del 25 % hacia arriba y hacia abajo en torno al promedio. Son movimientos que no alteraron en forma significativa el funcionamiento de la economía. En el presente, como mostró Velarde, las exportaciones de Perú alcanzan a 87,0 mil millones de dólares, una cifra semejante a la de la Argentina, pero superior cuando se la mide por habitante: 2536 dólares per cápita en el vecino país, versus 1890 dólares en el nuestro.