

# La odisea argentina y la regla de tipo de cambio real

EDUARDO LUIS CURIA\*

## LA ODISEA ARGENTINA: DE LA ECONOMÍA DEL MANÁ AL MODELO ABIERTO DESDE DENTRO

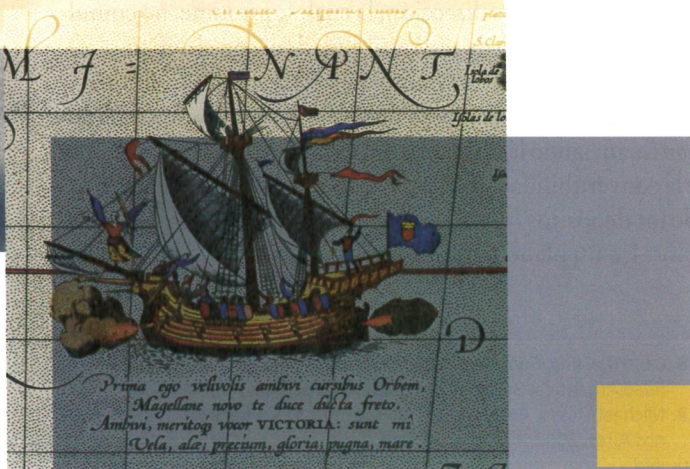
Argentina transita una larga y penosa *odisea*. Como la célebre de Ulises, la ruta está repleta de difíciles y riesgosos *trabajos*—este artículo alude justo a la complejidad que caracteriza la selección del régimen cambiario y monetario formal que aquella debe adoptar—, con la particularidad de que ese país no surge de una victoria. De hecho, el regreso al hogar de Ulises, casi atendiendo a una perspectiva refundacional, reconocía como antecedente su participación victoriosa en la guerra de Troya. En cambio, la odisea refundacional argentina se perfila desde la catástrofe que supuso el empecinamiento en el régimen de la convertibilidad.

Argentina apostó en los años noventa a lo que algunos motejaron como la *economía del maná*, que asumió como mo-

\* Presidente del Centro de Análisis Social y Económico <case@fibertel.com.ar>.



tor del dinamismo el intenso y sistemático endeudamiento externo. Éste, en consonancia con un tipo de cambio fijo convertible —y otro real muy retrasado respecto de la posición de equilibrio—, constituyó un duro sesgo en detrimento del sector productor de bienes comerciables en general, lo que se tradujo en pronunciados déficit comerciales externos y de cuenta corriente. El panorama incluye la profunda desarticulación del componente nacional en términos de valor agregado y de procesos productivos, combinada con el incremento del desempleo, el subempleo y la pobreza. Asimismo, saturada la capacidad de endeudamiento del país, se gestó una larga y dolorosísima trayectoria deflacionaria-depresiva (que comenzó con una insinuación recesiva en la segunda parte de 1998, trocándose, luego, en una depresión contumaz que apenas ahora estaría tocando piso), la cual fungió como *autoajuste* del modelo en razón del cambio fijo.



Al modelo aludido, adoptando la terminología de Sunkel, se le puede denominar *modelo abierto de afuera hacia dentro* (o *debt led growth model*, como lo llamó Conesa), un modelo que sumó a destajo *tentaciones* peligrosas.

Una de esas tentaciones consistió en extralimitarse en el uso del *ancla cambiaria* por medio del cambio fijo. Argentina a fines del decenio de los ochenta cayó en la hiperinflación. A la luz del debate Sargent-Dornbusch sobre este fenómeno en Alemania a principios del siglo pasado era plausible pensar que un régimen que, entre otras políticas de ordenamiento, integrara un tipo de cambio fijo podía galvanizar expectativas facilitando un choque estabilizador de acción perentoria. Fue justo esta convicción la que al cierre de 1989 me llevó, mientras ejercía el cargo de viceministro (i) de Economía, a proponer por primera vez la aplicación de un régimen de convertibilidad que, además de contar con un *colchón* cambiario real, se pensaba como un recurso más bien transitorio. Por último, un *largo* año después se aplicó la convertibilidad de Cavallo, la que no sólo arrancó con un visible retraso del tipo de cambio real, sino que terminó erigida en un dogma de pretendido alcance eterno. Esta dogmatización resultó letal, cumpliéndose lo que advertía Sachs en el sentido de que la sobrerecurrencia al anclaje del tipo de cambio “con facilidad puede desgastar su utilidad y tornarse un peligro para la economía”.<sup>1</sup>

Otra gran tentación, correlativa con la precedente, consistió en desconocer el “precompromiso de no sobreendeudarse” del que habla Frankel.<sup>2</sup> En el caso de Argentina, la senda armoniosa de *optimización intertemporal*, tan augusta en el plano de la teoría, no tuvo eficacia: el país se volcó a un sobreendeudamiento externo del que no fue posible un regreso ordenado. Por eso sobrevino la suspensión de pagos de la deuda en títulos, que se perfiló de hecho durante 2001 (con una tasa de riesgo país de 5 000 puntos base) y que después se concretó. Precisamente, entre quienes aún buscan *legitimar* el modelo anterior se tiende a resaltar la supuesta falta “adjetiva”, *desligable* del núcleo duro de la convertibilidad, que radicó en la notable expansión directa e indirecta del gasto público (muy destacable en términos de dólares) y que se empalmó con el proceso de fuerte endeudamiento. El Estado, al endeudarse de tal manera, generaba un excedente en su posición neta de divisas que tendía a reciclar en favor del sector privado, en particular ávido de divisas.

1. Jeffrey Sachs, “Economic Transition and the Exchange Rate Regime”, *The American Economic Review*, mayo de 1996, p. 150.
2. Jeffrey Frankel, “Monetary Regime Choice for a Semi-open Country”, en Sebastian Edwards (ed.), *Capital Controls, Exchange Rates, and Monetary Policy in the World Economy*, Cambridge University Press, Cambridge, 1995, p. 36.

En rigor, con respecto al modelo sustentado en la deuda o de apertura desde fuera, con el estímulo de su halagüeña fase inicial facilitada tanto por el *efecto de rebote* frente al problemático desempeño argentino durante los años ochenta como por condiciones financieras externas favorables, se fomentó un enfoque laudatorio acrítico, el *cinismo* del que habla Kozulj.<sup>3</sup> Éste desvió la atención de tres vicios fundamentales que se incubaban a paso firme y que alentaban malos presagios, a saber:

a) La *lábil sustentabilidad* inmanente al desempeño económico expansivo propiciado por la deuda. Atendiendo a Fisher-Minsky, era lógico vaticinar un punto de saturación a partir del cual, en el ámbito del propio modelo, se desencadenara una deflación-depresión, algo así como un “choque endógeno” con fuentes propias de alimentación más allá de los factores externos coadyuvantes.<sup>4</sup> b) Tal como ocurrió a fines de los años sesenta y comienzos de los setenta, una nueva etapa de holgura o permisibilidad financiera mundial alentaba los planteamientos relativos a la llamada *restricción o brecha externa*. En ellos, a pesar de sus limitaciones conceptuales, se resaltaba la posibilidad de que el crecimiento de los países en desarrollo pudiera trabarse por una insuficiencia de divisas de origen comercial. En realidad, durante los inicios de la convertibilidad, más que la inexistencia de la brecha externa lo que operaba era una restricción externa *virtual* que después se *explicitó*.<sup>5</sup> c) Si bien la tesis de la restricción externa puede admitir que en ausencia de ésta continúa vigente *per se* la posibilidad interna de crecimiento, el sesgo en la asignación que el modelo fincado en la deuda colocó en el sector productivo de servicios y bienes no transables en el plano internacional redundó, dadas las características idiosincrásicas de Argentina, en una “notable falacia de la senda de desarrollo”,<sup>6</sup> lo que depuró una consecuente restricción o brecha interna.

De este modo, se perfiló un ejemplo del modelo *de las dos brechas* —incluso, podría hablarse del espinoso tema fiscal y de la cuestión de la *inflación reprimida*, aspectos también afines al modelo— al amparo de una literatura legitimadora tan profusa como vana.<sup>7</sup>

## LA SUMA DE EXTRAVÍOS AL FINAL DE LA CONVERTIBILIDAD

Ciertamente, Ulises encara con gran dedicación el viaje de retorno a su hogar después de un sinnúmero de andanzas tras el sitio de Troya, sin olvidar los siete años de convivencia con la ninfa Calipso en la isla Ogigia. Será la procura de Atenea la que desatará el lazo entre Calipso y Ulises, sentando el hito fundamental para el regreso a Ítaca. El andar de Ulises estuvo repleto de aventuras alocadas que poco se articulaban con la lógica profunda de un regreso refundacional.

Argentina recorrió un buen tramo de su odisea atrapada en el régimen de la convertibilidad. Las postreras peripecias de 2001 para preservar un régimen en franca descomposición y ya golpeado por la fuga de capitales lucieron tan extraviadas como los primeros conatos exploratorios de Ulises después de la guerra de Troya, que lo arrojaron a los reinos de los lotófagos, los cíclopes y los lestrigones. Ejemplos de ellas son la política deflacionaria deliberada de López Murphy y su revalidación por medio del criterio de *déficit cero* que Cavallo aplicara después; el peregrino intento de este último de emprender una política monetaria *activa* en el ámbito de un consejo monetario (*currency board*) que, además, registraba graves fisuras de credibilidad, y los desesperados *pases financieros* como el megacanje y la restructuración de la deuda de los tenedores locales.<sup>8</sup>

Tampoco ayudó la conducta de algunos actores financieros internacionales conspicuos. Por ejemplo, el FMI prestó a Argentina en agosto-septiembre de 2001 de 4 000 a 5 000 millones de dólares, lo que apuntó, de hecho, a estirar la sobrevivencia de un enfermo ya incurable. Esto se plasma en un momento —independientemente de la discutible anuencia que la anterior conducción del FMI pudo haber profesado al régimen de marras, lo que trata Mussa en un reciente libro<sup>9</sup>— en el que operaba en la cabeza del organismo internacional una nueva dirección, la cual, se presume, no comulgaba con el modelo de convertibilidad (ni con el déficit cero). Por lógica, el citado préstamo del FMI respondió a una decisión política superior, pero de hecho los fondos se *derrocharon* financiando la última fase de la fuga de capitales inherente a la convertibilidad, previa a la imposición del congelamiento de los depósitos (corralito financiero) y del control de cambios. En un plano más propio, como lo reconoce Mussa<sup>10</sup> y

3. Roberto Kozulj, “Argentina: los desequilibrios de la economía a 10 años de la convertibilidad”, *Comercio Exterior*, vol. 52, núm. 7, México, julio de 2002, p. 653.

4. Eduardo Curia, *La Currency Board y la restricción externa: deflación, recesión y megadesempleo instalados*, Centro de Análisis Social y Económico, Buenos Aires, 2001, 36 páginas.

5. *Ibid.*

6. Eduardo Curia, *La trampa de la convertibilidad*, Ediciones Realidad Argentina, Buenos Aires, 1999, p. 92, y Eduardo Conesa, *Macroeconomía y política macroeconómica*, Ediciones Macchi, Buenos Aires, pp. 129 y siguientes.

7. Véanse los análisis de Eduardo Curia en *La trampa...*, *op. cit.*, y *La alianza y la “convertibilidad progresista”: el sueño roto*, Ediciones Realidad Argentina, Buenos Aires, 161 páginas.

8. Eduardo Curia, *Convertibilidad, salida desordenada y futuro*, Ediciones Realidad Argentina, Buenos Aires, 2002, 123 páginas.

9. Michael Mussa, *Argentina y el FMI: del triunfo a la tragedia*, Planeta, Buenos Aires, 2002, 134 páginas.

10. *Ibid.*

lo expresé yo en su momento, dicho aporte debió respaldar el abandono formal de la convertibilidad (y de reconocimiento de la suspensión de pagos). Se perdió, así, una buena oportunidad. Incluso, el derroche de recursos y la posterior declaración aislada de la suspensión realizada por las autoridades argentinas dio motivos al organismo internacional para experimentar en el caso argentino la célebre tesis del escarmiento.

Sin duda, la decisión del presidente Duhalde a comienzos de 2002 de salir formalmente de la convertibilidad —modelo que en términos objetivos ya había caducado— significó un progreso. Sin embargo, la instrumentación aplicada al inicio fue fallida. No es lugar éste para encarar un análisis detallado sobre este punto, el cual puede encontrarse en otro texto.<sup>11</sup> De todas maneras, después del primer trimestre, y con una nueva y más atinada conducción de la economía, hubo un paulatino encauzamiento, palpable en diversos indicadores de actividad, fiscales, monetarios y financieros, cambiarios, de comercio exterior y relativos a la inflación. Claro que a la postre, frente al camino de la *opción óptima —ordenada—* de salida de la convertibilidad,<sup>12</sup> en virtud de los errores incurridos en el origen, han surgido sobre costos irreversibles en lo inmediato en materia de menor actividad, más desempleo y más pobreza, de erosión de las remuneraciones reales populares, de excesiva inflación, de restricciones supérstitas de orden fiscal y crediticio. Estos sobre costos implican una *ganga* que, además de las secuelas perjudiciales de la convertibilidad, pesan sobre el futuro de la política económica.

#### ULISES —ARGENTINA— ¿VUELVE AL HOGAR? LA REGLA DE TIPO DE CAMBIO REAL

La matriz cambiario-monetary fue clave como epicentro del modelo argentino anterior, operando como eje de los demás componentes del régimen. *Algo similar acontece de cara al modelo alternativo que debe signar el decenio en marcha:* una alternativa que funciona como *réplica* del modelo previo, o sea, que se coloca en las antípodas de la economía del maná. Más bien se trata, en consecuencia, de un *modelo abierto desde dentro hacia fuera*, un modelo de crecimiento orientado a las exportaciones. En éste la progresiva superación de la restricción o brecha externa desempeña un papel instrumental fundamental. Justamente, el ataque de la restricción externa no sólo supone preservar lo más posible el reposicionamiento competitivo propiciado por la devaluación —*el nuevo conjunto de precios relativos*— sino que, de forma simultánea, de-

manda una estrategia para renegociar el endeudamiento externo del país que sincronice el *alivio interno* —en cuanto al peso interno de la deuda— con la neutralización del riesgo de algún tipo de *bloqueo* genérico en escala internacional. Por otra parte, en el enfoque está implícita una reasignación dinámica de los recursos productivos que contribuye a enfrentar la brecha interna.

---

*El panorama incluye la profunda desarticulación del componente nacional en términos de valor agregado y de procesos productivos, combinada con el incremento del desempleo, el subempleo y la pobreza. Asimismo, saturada la capacidad de endeudamiento del país, se gestó una larga y dolorosísima trayectoria deflacionaria-depresiva, la cual fungió como autoajuste del modelo en razón del cambio fijo*

---

Tal definición de *los principios* alerta sobre el perfil requerido por la nueva matriz cambiaria. La prioridad en la problemática de la brecha externa, con su exigencia de alentar la generación (y el ahorro) de divisas de fuente comercial —una estrategia que privilegia las *exportaciones netas*, tanto más destacable si se recuerda la fuerte impronta negativa en la materia, típica de la convertibilidad— abona el criterio del sostenimiento temporal de un tipo de cambio real elevado. *El valor sombra referencial de equilibrio, en la perspectiva del decenio, debe ser un tipo de cambio significativamente alto, y el tipo de cambio real vigente a lo largo de la trayectoria relevante debe respetar en esencia esa referencia normativa.* Por tanto, se postula como planteamiento estratégico *una regla o pauta orientativa de tipo de cambio real.* A partir de aquí, se impo-

11. Eduardo Curia, *Convertibilidad...*, op. cit.

12. Eduardo Curia, *La trampa...*, op. cit.

ne deducir qué opción cambiario-monetary se ajusta mejor a dicha pauta.

En este orden, corresponde formular un comentario sobre el sistema actual, luego de abandonarse el consejo monetario. En cuanto a definición, Argentina posee hoy un régimen de flotación cambiaria administrada, es decir, una flotación con intervenciones oficiales. Este se instrumentó luego de que se intentara en vano a inicios de año remplazar el anterior tipo de cambio fijo de un peso por dólar por un precario sistema cambiario con una nueva paridad fija oficial (1.40 pesos por dólar) y otra *libre*, que no pudo sostenerse más que unas pocas semanas, al cabo de las cuales la brecha entre ambos tipos se extendió en demasía (un ejemplo típico de una apuesta de remplazo de un tipo de cambio fijo *sacralizado* por otro que no respeta el valor sombra de flotación).

Sin embargo, la alusión a la flotación administrada entraña una pincelada incompleta. Lo que impera en la realidad es una *flotación sui generis*, en tanto prevalecen controles de cambio que regulan fuertemente la posibilidad de concretar pagos al exterior —sobre todo, financieros del sector privado— y que se extienden, asimismo, tanto a las operaciones de liquidación de divisas de los exportadores como a las compras mayoristas de los particulares y a las tenencias de divisas de los bancos. A su vez, compútese al efecto —como un vector incidente en la negociación de cambio— el congelamiento de depósitos inherente al *corralito financiero* (en sentido amplio), en lo que también influyen las sucesivas medidas oficiales destinadas al tratamiento del mismo (más la reacción de los particulares por medio de los amparos judiciales).

En síntesis, si bien cuadra la caracterización más genérica de *flotación*, hay un lote de intervenciones y de regulaciones oficiales que, actuando en las propias fuentes de manifestación de la oferta y la demanda de divisas, amerita imponer el adjetivo de *sui generis*. Así planteadas las cosas, el arsenal de intervenciones y la ampliación del control global del desempeño de determinadas variables —incluidas una tonificación de la demanda de dinero en sentido estricto y una suave recanalización voluntaria hacia los bancos de posiciones de liquidez bancarias liberadas del congelamiento de depósitos— han llevado a que, desde algunos meses, el valor nominal del dólar oscile dentro de una banda tácita bastante acotada. Esto, de modo correlativo ha permitido al Banco Central una restauración parcial de las reservas, aun cuando se concreten algunos pagos de obligaciones externas a los organismos financieros internacionales (y mientras las tasas de interés internas han declinado).

Un valor nominal del dólar de 3.50-3.60 pesos, que trahenta la pronunciada sobredepreciación del peso (*overshooting*) que se plasmó en principio *ampara* de manera simultá-

nea una determinada paridad real en tanto se atiende a la inflación acumulada (en 10 meses, 40% en precios minoristas y 123.5% en los mayoristas). Si se tiene en cuenta que quienes denunciaron el retraso cambiario de los años noventa, formulando estimaciones cuantitativas al respecto,<sup>13</sup> coincidieron a la postre en postular una paridad de equilibrio (con base en las referencias nominales de la época) de alrededor de un dólar por dos pesos, puede afirmarse que el tipo de cambio de 3.50 pesos estaría ubicado en el *entorno* de la paridad de equilibrio (con cierto *adelantamiento* del tipo de cambio real vigente respecto al valor de equilibrio si en el deflactor pertinente se da mayor ponderación, como es recomendable, la incidencia del indicador de precios minoristas, más receptivo de los bienes no transables). Todo esto acontece mientras valores de variables *retrasadas* (aun en dólares, en distintas dosis) como salarios y tarifas de los servicios públicos, y valores de determinados precios minoristas y mayoristas atisban un leve descenso.

#### MÁS SOBRE LA FLOTACIÓN SUI GÉNERIS: ¿TODAVÍA EN LA ISLA OGIGIA?

La flotación *sui generis* luce, naturalmente, como un mecanismo transitorio, afín a los vericuetos de la transición de régimen. Una progresiva normalización de Argentina en el mercado mundial de capitales —más allá del complicado horizonte al que se enfrenta el país en cuanto a la futura dinámica del flujo de fondos privados desde el exterior— sería incompatible con la densa malla de controles de cambio y de capitales ahora vigente. De todos modos, el levantamiento de los controles exige una programación cuidadosa. También hay que mencionar la instancia anómala vinculada con los incómodos residuos del *corralito financiero*.

Un reciente trabajo ventilado en el seno del área de investigaciones del FMI intitulado *IS-LM-BP in the Pampas*<sup>14</sup> alecciona sobre las dificultades a que se enfrenta determinado país (un mercado emergente con fértiles *pampas*) —dado un mercado imperfecto de capitales y un fenómeno de *balance sheet* (hoja de balance) significativamente signado por el endeudamiento en dólares, para practicar la flotación cambiaria

13. Eduardo Curia, *La convertibilidad: ¿el peronismo en crisis?*, Corregidor, Buenos Aires, 1997, pp. 100 y siguientes; Eduardo Conesa, *Desempleo, precios relativos y crecimiento económico*, Depalma, Buenos Aires, 1996, 672 páginas, y Adolfo Buscaglia, *Argentina: la tasa real de cambio y la paridad internacional de sus magnitudes fundamentales (1980-2000)*, Academia Nacional de Ciencias Económicas, Buenos Aires, 2001, 83 páginas.

14. Luis Céspedes y otros, *IS-LM-BO in the Pampas*, Conferencia Anual del Departamento de Investigación, FMI, 2002.

mediante una política monetaria expansiva con su correlato de depreciación cambiaria. El objetivo anticíclico que se perseguiría ante el supuesto efecto recesivo de un choque externo adverso —por ejemplo, el alza de las tasas de interés mundiales— se vería frustrado *salvo que se plasmara un empuje “lo suficientemente fuerte” en lo relativo a los efectos de modificación de la demanda provenientes de la devaluación.*<sup>15</sup>

De cualquier manera, una economía de menor desarrollo con una competitividad postrada por un tipo de cambio real deprimido —ocasionado básicamente por un tipo de cambio nominal fijo— y muy endeudada en dólares (en lo externo y en lo interno) presenta un pronunciado diferencial interno de las tasas de interés y, por tanto, un elevado índice de riesgo. En tales circunstancias las condiciones del mercado mundial de capitales pueden influir, pero sin gravitar de manera exclusiva. A esa economía se le impone, entonces, una senda tan dolorosa como larga —salvo que se predique en general una plena flexibilidad a la baja de los valores de las variables internas involucradas— de tenor deflacionario, con sus lógicas secuelas depresivas. Por ende, a menos que se prefiera el mórbido regodeo en el “estiércol depresivo” por un lapso tan dilatado como indefinido, esa economía debe abandonar el régimen de cambio fijo. *El tratamiento del endeudamiento en dólares, en su faz tanto externa como interna, conforma un capítulo clave.* Por eso, a medida que la convertibilidad, con su elevado endeudamiento en dólares, se extendía más y más, la salida ordenada —o lo más ordenada posible— de la *trampa* suponía las famosas tres *dés*: *devaluación-default-desdolarización* (pesificación amplia y simétrica), tal cual lo propuse oportunamente.<sup>16</sup>

Por desgracia, en el momento en que se decide el abandono formal de la convertibilidad se dispone ratificar en lo esencial el congelamiento de los depósitos (luego se reconocieron algunas excepciones o *filtraciones*). El gobierno, con el tiempo, accedió a hacerse cargo en general de los depósitos, entregando bonos a los ahorradores (fabricando costo fiscal) o *reprogramando depósitos* según un cronograma extenso. De esta forma, la mejor manera para enfrentar la crisis bancaria, que era la de liberar liquidez de los agentes, fue archivada apelando a la excusa de que conduciría a la hiperinflación.

En rigor, lo que de plano se necesitaba era que, en el seno de una pesificación simétrica, se dispusiera, según un cronograma corto, la devolución de depósitos —mientras se hacía lugar a nuevas opciones financieras— a la anterior paridad de un dólar por un peso. El Banco Central debía subvenir con

redescuentos la devolución de depósitos, pero canalizando en especial este instrumento hacia los bancos nacionales. En el ámbito de la aplicación de una fórmula politicoeconómica general de salida de la convertibilidad, congruente con un valor nominal del dólar que bien podía situarse en torno de los dos pesos, resultaba plausible que los bancos extranjeros pidieran dólares a sus matrices para con ellos, a la par que se alimentaba la oferta de dólares en el mercado cambiario, devolver en condiciones ventajosas los depósitos pesificados mediante la tasa de conversión unitaria. Éste era un modelo que daba prioridad al *rescate de liquidez* del sistema, sacrificando relativamente un valor de *solvencia* teórico de los depósitos, el cual lucía muy difícil volver tangible en el corto y el largo plazos; su arquitectura no parecía alimentar ninguna presión irredimible sobre el valor de la divisa, ni perturbar de modo especial la demanda de dinero.<sup>17</sup> Fue justo *la distinta opción que se aplicó la que arrojó consecuencias indeseables, incluida una consolidación innecesaria de la restricción crediticia que había gestado el anterior régimen.* Tal restricción alentó los antes referidos sobrecostos depresivos.

Mientras que parte de los controles cambiarios puede justificarse por la situación excepcional que supone el remplazo de régimen económico, las implicaciones fastidiosas para las políticas monetaria y crediticia anejas al *corralito financiero* se deben, de manera directa, a errores estratégicos. Es verdad que, como se mencionó, con el despliegue de los meses se advierte cierta mejora de los indicadores monetarios y financieros, la cual se extendió al plano de una tenue rehabilitación del crédito (más bien, una más moderada caída de la cartera de préstamos). Pero de todos modos el manejo de la política monetaria (y crediticia) aún estaba sometido a fuertes restricciones. La pena grande es que no pocas de éstas se derivan de decisiones adoptadas *después* del abandono del tipo de cambio fijo. Ello demuestra que no se comprendió con entereza la trascendencia de la *desdolarización* o pesificación financiera y monetaria amplia y simétrica para sortear la dañina restricción del crédito.

#### UNA PRIMERA EXPRESIÓN DE LA REGLA DE TIPO DE CAMBIO REAL

**F**rente a la exigencia de la pauta de tipo de cambio real, el actual sistema cambiario y monetario argentino —sobre todo cuando se considera su ejercicio efectivo— adolece de los rasgos de transitoriedad y de su tenor transicional. De todas maneras, al contribuir al relativo enderezamiento de las

15. *Ibid.*

16. Michael Mussa, *op. cit.*; Eduardo Curia, *La trampa...*, *op. cit.*, e *Informe Económico del Centro de Análisis Social Económico*, Buenos Aires, julio de 2001.

17. Eduardo Curia, *Convertibilidad...*, *op. cit.*

variables económicas posteriores al abandono de la convertibilidad ayudó también a resistir los intentos por *reciclar* la convertibilidad (obviamente, con un valor de paridad distinto al previo) o a aplicar una dolarización, mientras pronosticaban como muy probable la hiperinflación y la depresión sin piso. Es obvio que posturas como la de neoconvertibilidad y de dolarización son incompatibles por principio con la regla arriba mencionada. Éstas son alternativas propias del “espacio de opciones no viables”, en el que también se incluye la hipótesis de una institucionalización rigurosa de un modelo de *mero* cambio fijo, que desataría una fuerte interrogante sobre su eventual ajuste en el tiempo, a la vez que alentaría un complicado compromiso entre el manejo de la política monetaria y la presencia de los controles de cambio y de capitales.

---

*Una regla estratégica en materia cambiaria exige una combinación de un principio estratégico duro con criterios tácticos flexibles.*

*Las condiciones estructurales del país, así como la posibilidad de choques de diversa índole que las afecten, son factores que justifican tal postura*

---

Es desechable, asimismo, la perentoria revaloración nominal vigorosa del peso argentino para llevarlo a 2.50-2.60 por dólar. En realidad, con una administración más competente del abandono formal de la convertibilidad en su arranque, era factible apostar a una paridad nominal de algo más de dos pesos por dólar, congruente con una paridad real en el entorno del equilibrio. Pero, verificada la sobredevaluación y demás consecuencias, *no se puede retroceder en la historia*. Por lo pronto, el simple anuncio de un tamaño objetivo de revalorización provocaría una violenta perturbación de las expectativas en torno a la sensible dinámica en el tiempo del tipo de cambio.

Si ahora se centra la atención en las opciones viables, más asimilable de manera directa a la regla de tipo de cambio real es la del ajuste gradual del tipo de cambio (que conoce, por supuesto, variantes). Se trataría de la versión *fuerte* de la regla en cuestión. Esa alternativa, como ajuste gradual *pasivo*, apunta a una meta de tipo de cambio real, planteando mantener la tasa de devaluación *d* idéntica en todo momento al diferencial de la tasa de inflación interna respecto de la internacional.

Para congeniar la regla devaluatoria con el equilibrio monetario se tendría:

1)  $i - f(m, b, g, j) = d$ , siendo *i* la tasa de interés nominal, *f* la de interés real, *m* la masa monetaria real, *b* el tipo de cambio real de referencia, *g* el gasto público y *j* la presión impositiva; por lo que, al coincidir la pauta de devaluación con la diferencia entre las tasas de interés nominal y real no ocurre un deslizamiento monetario hacia los activos externos, y

2)  $m = k(b + d)$ , siendo *b* el diferencial de la tasa de interés corregido por la tasa de riesgo pertinente; por lo que la masa monetaria, en función de un coeficiente *k*, se ajusta con el ritmo devaluatorio y el diferencial de interés.

Con el ajuste gradual *pasivo*, se busca congelar la tasa de devaluación nominal en el nivel de inflación imperante y, en congruencia con ciertos supuestos, también quedarían congeladas otras variables: el tipo de cambio real, la masa monetaria real y la tasa de inflación.<sup>18</sup> Lógicamente, con el congelamiento del tipo de cambio real, si al arrancar la aplicación del ajuste aquél se hallaba en torno de la posición de equilibrio, esta condición se preservaría en el tiempo (en tanto esa posición no sea desplazada). Por su parte, lo que ocurra con las reservas del Banco Central deberá tener en cuenta el comportamiento de factores relevantes de orden más exógeno.

Es natural que esta versión sencilla y directa de la pauta de tipo de cambio real suscite algunos comentarios:

a) No es, en general, una opción *bien vista* en el ámbito de la teoría económica. Así, Fischer, por ejemplo, en un artículo en el que pasa revista a las ventajas de los regímenes cambiarios y que hacen preferibles a unos sobre otros,<sup>19</sup> se pronuncia por el bipolarismo atenuado. Los sistemas más convincentes serían los que aportan una *solución de extremo* matizada, por ejemplo, los de tipo de fijación estricta (*very hard peg*, carencia de moneda propia vía una unión monetaria o al adoptar una tercera moneda o ¡una convertibilidad!) o bien los de flotación plena o administrada exentos del compromiso de asegurar

18. Guillermo Escudé, *Inflación, interés y tipo de cambio*, Eudeba, Buenos Aires, 1994, p. 186.

19. Stanley Fischer, “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?”, *Journal of Economics Perspectives*, vol. 15, núm. 2, primavera de 2001, pp. 3-24.

determinado valor (o un rango de valores) del tipo de cambio (salvo que prevalezca un acuerdo institucional *ad hoc* muy conspicuo). En cuanto al ajuste gradual del tipo de cambio (*crawling peg*), aunque no se lo desecha de cuajo, no atrae mucho a Fischer; él alude a la experiencia, poco feliz, de Turquía, que culminó en febrero de 2001). Por su parte, Obstfeld y Rogoff<sup>20</sup> sostienen una postura aún más crítica sobre el sistema considerado.

b) Se trata de una opción que alimenta diversos tipos de prevenciones, sobre todo en el plano monetario y en el relativo a la estabilidad de precios. En este último aspecto, el ajuste puede fungir como un mecanismo reciclador de la inflación, porque la variación del tipo de cambio nominal en este régimen podría acomodarse de manera automática a una eventual alza de la inflación, haciendo factible, a la vez, que el mayor ajuste del tipo de cambio nominal robusteciera las presiones inflacionarias. Algo de esto señalan Obstfeld y Rogoff<sup>21</sup> y Dornbusch,<sup>22</sup> que se refiere, entre otros, al riesgo de inestabilidad de precios. También se suscitan problemas por la posibilidad de una fácil adaptación de la política monetaria.

c) La opción presenta dudas en cuanto a la *estabilidad de régimen*. Cuando se habla de los peligros de un tipo de cambio fijo, uno fundamental es la posibilidad de un importante desalineamiento respecto del tipo de cambio real. Esto también puede darse en el caso del ajuste cambiario —dada la relativa simbiosis de los movimientos del tipo real y del nominal (en especial en el corto plazo)— si se concretara un desplazamiento del tipo de cambio real de equilibrio. A la postre, el tipo de cambio real puede *retrasarse* (respecto al de equilibrio), con la consecuencia de una posible merma de reservas. Por último, cabe que se emprenda un ataque especulativo en favor del colapso del régimen.<sup>23</sup>

d) La opción examinada está muy expuesta a determinado tipo de choques. Así, uno real externo, como la mejora de los términos de intercambio del país, podría ocasionar fenómenos de aumento de la riqueza de los agentes, de incremento en el ingreso de los factores y, es probable, de mayor demanda de bienes nacionales, lo que podría redundar en un comportamiento alcista de los precios internos; justamente, la mayor inflación y el correlativo aumento del impuesto inflacionario tenderían a reequilibrar las condiciones gene-

rales del modelo. Si esta dinámica, que podría lucir inconveniente, tratara de evitarse con un manejo determinado de la política monetaria, cabría que su eficacia se limitara de haber apertura de capitales y una elevada movilidad de los mismos.

Desde ahora, los aspectos preocupantes de esta expresión *fuerte* de la regla orientativa del tipo de cambio real pueden dar lugar a acciones neutralizadoras de los factores de preocupación. Por ejemplo, la aplicación estricta del ajuste gradual pasivo del tipo de cambio puede ser “tamizada” si se consideran choques verificables: alteraciones de los términos de intercambio, cambios en la productividad. Esta ponderación de los choques revelaría que se vigila de manera acuciosa la evolución del valor referencial de fondo del tipo de cambio real. Lo que sucede con tal procedimiento es que pierde sencillez perceptiva la regla económica en vigencia, lo que podría perturbar las expectativas, a menos de que las autoridades ofrecieran explicaciones convincentes y sostenidas.

En cuanto a la inflación, debe mencionarse una idea subyacente de la regla de tipo de cambio real. Esta idea alude a que, en los países en desarrollo, sería muy dificultoso en general que la inflación nacional se equipare con la mundial,<sup>24</sup> con lo cual tiende a prevalecer un diferencial interno de inflación explicable por determinadas rigideces o fricciones que alcanzan un carácter *estructural*.

Sin embargo, si en algún momento el reconocimiento de este diferencial *estructural* pudo llevar a un enfoque global de la inflación con carácter laxo o permisivo, es admisible hoy un enfoque distinto que, apuntando *per se* a una mayor disciplina en el sector público —que permita prescindir en buena medida del financiamiento inflacionario de ese sector— y a cierto uso de una política de ingresos activa, acote de manera significativa la magnitud del diferencial de inflación interno y comprima con severidad el riesgo de reciclaje inflacionario al que se hizo alusión.<sup>25</sup>

## LA FLOTACIÓN, COMO LOS FEACIOS, ¿NOS REGRESA A CASA?

**D**e cara al *modelo abierto desde dentro hacia fuera*, desechadas las opciones no viables y referida la del ajuste gradual como una opción aceptable pero sujeta a varias contraindicaciones, cabe explorar de forma breve la flotación cambiaria

20. Maurice Obstfeld y Kenneth Rogoff, “The Mirage of Fixed Exchange Rates”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, núm. 4, otoño de 1995, pp. 73-96.

21. *Ibid.*

22. Rudiger Dornbusch, “PPP Exchange Rate Rules and Macroeconomics Stability”, en *Exchange Rates and Inflation*, The MIT Press, Cambridge, Mass., 1995, pp. 227-234.

23. Paul Krugman, “A Model of Balance of Payment Crisis”, *Journal of Money, Credit and Banking*, agosto de 1979.

24. Sebastian Edwards, “Exchange Rates, Inflation, and Desinflation: Latin American Experiences”, en S. Edwards (ed.), *op. cit.*, pp. 301-338.

25. Rolf Mantel y Ana Martirena-Mantel, “Acerca de las ventajas comparadas de sistemas de ‘crawling-peg’ activo y pasivo en la economía pequeña”, *Económica*, La Plata, mayo-diciembre de 1985, pp. 147-170.



(que también conoce variantes). En los enfoques bipolares sobre la elección de regímenes cambiarios, sean radicales o moderados, se tiende a preferir ésta. No obstante, en la literatura teórica, o al menos en parte de ella, se alude al *miedo a la flotación*. Precisamente, Argentina, durante un decenio, constituyó un caso mórbido de dicho temor, en parte por la inercia de una interpretación demasiado sesgada del papel de la flotación en el episodio hiperinflacionario. De todas formas, el empecinamiento en la convertibilidad durante los años noventa cabe entenderse como una manifestación enfermiza y endémica del miedo a la flotación. Esa manifestación fue realimentada de manera progresiva, acentuando los mecanismos perversos (el endeudamiento en dólares externo e interno) y deparando enormes daños de todo tipo en la economía. Casi se estaba gestando una profecía autocumplida: “No se podía salir de la convertibilidad por los peligros inherentes del proceso involucrado, con lo cual, la persistencia del régimen resultante reforzaba los desequilibrios y, por esta razón, no convenía abandonar el régimen por los riesgos de la salida [...] *and so on*”. Claro, al final, el sistema se colapsa y hay que terminar asumiendo alguna variante de flotación. O sea: *eppure, si muove!*

Más aún: el temor a la flotación perduró aunque la convertibilidad se abandonó de manera formal. Recuérdese que dicho abandono se plasmó en un poco convincente desdoblamiento cambiario (con un nuevo valor nominal del dólar —algo más elevado que el precedente— en el mercado oficial). Como se mencionó y se examinó con más detalle en otra parte,<sup>26</sup> esa decisión temprana en el plano cambiario tuvo implicaciones negativas en otros frentes de la política económica. Cuando no quedó más remedio que adoptar la flotación, los errores anteriores y la dificultad para otorgarle un encuadre general plausible respecto del resto de las variables depararon un clima de desasosiego y descontrol, lo que pudo calificarse como *marea de la devaluación*.

Así, contra lo que muchos alegan, esta *marea* no fue imputable al establecimiento del sistema de flotación *per se*, sino a un nuevo capítulo del miedo a ésta que inhibió la aplicación congruente de un sistema de esa índole. La aplicación coherente de una salida ordenada de la convertibilidad a la que ya se aludió arriba hubiera asegurado un escenario más virtuoso en el que se encauzaran mejor las presiones de sobredepreciación, se limitara la respuesta de los precios internos, las tasas de interés lucieran más moderadas, reaccionara de manera más rápida la demanda de dinero y se evitara la consolidación de una perturbadora restricción crediticia que instigó en buena parte el sesgo contractivo inicial de la política.

26. Eduardo Curia, *Convertibilidad...*, *op. cit.*

Por último, en tales circunstancias la restricción crediticia desempeñó un papel ambivalente porque, en concurrencia con otros factores, ayudó a que se ampliara el control de la política económica, lo que redundó en el relativo enderezamiento de la economía entrado el segundo trimestre, claro, *a un nivel bajísimo de actividad*. Es justo en esas circunstancias cuando se presenta la flotación sui géneris, un artefacto de carácter transitorio, como se expresó.

Un sistema de flotación *más en orden* supone que se dismantelen de manera paulatina los elementos que exornan el modelo de flotación actual con su aureola de sui géneris, tanto del lado de los controles de cambio como del lado vinculado a las restricciones financieras residuales derivadas del *corralito financiero*.

El tema del desmantelamiento es sumamente delicado y se ventila en el seno de las dilatadas negociaciones con el FMI. *Prima facie*, podría considerarse que, dadas las condiciones de labilidad aún imperantes en la economía, habría que ser prudentes, por ejemplo, en lo relativo a los controles cambiarios.

Si esta impresión fuera acertada, la preocupación por preservar la interesante ventaja competitiva originada por la devaluación —y que se traduce en la postulación de la regla o pauta orientativa de tipo de cambio real— parecería un tanto ociosa. La propia flotación, por su gravitación automática, tendería a mantener un “dólar (real) alto”; más bien, habría que precaverse contra incómodas recidivas de sobreactuación cambiaria (por eso, el desmontaje suave de los controles).

El punto planteado merece atención. En lo inmediato, el paulatino pasaje de la flotación sui géneris a una más normal tiene prevalencia sobre la eventual instrumentación de un sistema de ajuste cambiario, sin que ello implicara, en principio, atentar contra el *núcleo filosófico* de la pauta de tipo de cambio real, salvo que se pretendiera poner en práctica una política monetaria muy rígida. No se olvide que los pasajes de régimen hacia una flotación (o hacia una flotación más normalizada) suelen acompañarse, o tal es la recomendación al respecto, del criterio de una meta de inflación, el que se inclina a constituir una correa de transmisión del criterio de restricción monetaria,<sup>27</sup> cuyo resultado no siempre pinta positivo.

Por lo que se constata, el enarbolamiento de la regla de tipo de cambio real se justifica de todos modos en cuanto ayuda a mantener el eje estratégico del *modelo abierto de dentro hacia fuera*. En su perspectiva más comprehensiva, este modelo se imbrica con la prevalencia sostenida de un tipo de cambio

27. Stanley Fischer, *op. cit.*

real elevado. En concordancia, la mencionada regla facilita el esfuerzo para transparentar la línea divisoria entre las opciones cambiarias desechables de plano y las admisibles.

Obviamente, en tanto se avance hacia una flotación normalizada, y tal como lo señalan Obstfeld y Rogoff,<sup>28</sup> *pierde sentido* considerar al valor del tipo de cambio un objetivo de la política monetaria, aunque sí operaría como un *indicador*. Más bien, el valor cambiario será el que se establezca atendiendo a la oferta y la demanda. En esa dirección, por ejemplo, los pagos vinculados a las obligaciones externas del país (aun computando *alivios inexcusables* en el espectro *capital-tasas-plazos* del endeudamiento) actuarían como un resorte de demanda de divisas, aportando una presión en favor del *dólar alto*.



Por supuesto, la referencia a la flotación, como a cualquier otro régimen de tipo de cambio, empalma con una visión gestáltica o de fórmula integral de política económica. En el límite, un sistema de flotación más o menos limpio puede considerarse a salvo de un colapso, porque no se ve sometido a la prueba ácida de asegurar algún valor cambiario; pero, al mismo tiempo, puede ir de la mano de tan notorios como riesgosos desvíos en otros planos, por ejemplo, en el frente inflacionario, los cuales suscitan apremiantes interrogantes sobre la forma de neutralizarlos. En realidad, por todo esto se insinuaría un peligro de *inestabilidad de régimen* más amplio.

Por ende, es clave el encuadre global de los *fundamentales*, en particular el manejo congruente de la política fiscal.

28. Maurice Obstfeld y Kenneth Rogoff, *op. cit.*

Con un régimen de flotación normalizada, la disciplina fiscal cumple un papel crucial. Ésta incluye cierto superávit fiscal primario (previo al pago de los servicios “residuales” de la deuda en virtud de la renegociación del endeudamiento) con vistas a minimizar el financiamiento por emisión del sector público (apenas hay que recordar los riesgos inherentes a la combinación de una presión alcista sobre el tipo de cambio con una inflación ascendente). El financiamiento por emisión del sector público instigaría tensiones tan encontradas como indeseables para el desempeño de la oferta y de la demanda de la economía, mientras que un criterio más disciplinado (tratando de evitar sobreactuaciones en este punto) ayudaría de modo considerable a sentar bases para lograr la estabilidad de precios.<sup>29</sup>

Con tal respaldo, cabría aspirar a que el objetivo de estabilizar los precios se articule mediante una modalidad más convencional, en la que la política monetaria actúe como *ancla nominal* de la economía, por supuesto, computando las tensiones y los compromisos de corto plazo entre los precios y la producción, lo que constituye una posibilidad de desplazamiento de la *tasa natural* de los comportamientos económicos de largo plazo involucrada en el cambio del régimen económico.<sup>30</sup>

En general, los países desarrollados aplican una flotación en principio limpia, pero matizada con intervenciones espaciadas, sin olvidar aquéllas de carácter concertado de las autoridades monetarias de los grandes países. Este mecanismo data de las reuniones de Nueva York de 1985 y de los posteriores acuerdos de Plaza-Louvre. En este entorno, circula la preocupación por las excesivas fluctuaciones de los tipos de cambio, las que sobrepasarían las estrictas referencias a desvíos respecto de los fundamentales, y que constituirían movimientos especulativos desestabilizantes de distinto orden.

De cualquier manera, en ausencia de choques significativos, en un país desarrollado como Estados Unidos —arquetipo de una *economía grande* con influencia mundial— es plausible una política monetaria de *discrecionalidad razonable* en el ámbito de una flotación cambiaria.

Supuesta la posibilidad de especificar la relación entre la inflación y el producto —positiva en términos de inflación en tanto el producto efectivo supere el nivel de la *tasa natural*— y otro tanto en lo concerniente a la curva IS que conecte el despliegue del producto con la tasa de interés real, la au-

29. Eduardo Curia, *La trampa...*, *op. cit.*; Eduardo Conesa, *Macroeconomía...*, *op. cit.*; Matthew Canzoneri et al., “Is the Price Level Determined by the Needs of Fiscal Solvency?”, *The American Economic Review*, diciembre de 2001, pp. 1221-1238. Éste es un artículo interesante con respecto a la cuestión fiscal y a la del ancla nominal.

30. Eduardo Curia, *La alianza...*, *op. cit.*

toridad monetaria estaría en posibilidades de mantener la estabilidad general de la economía privilegiando el objetivo de tasa de interés real, anteponiéndolo al criterio de directa determinación de la oferta monetaria (y de sus variaciones), al que se reputa como un mecanismo menos confiable. Por ende, en congruencia con un papel determinante de la inflación, si ésta supera la tasa aceptable, la autoridad monetaria procedería a elevar la tasa de interés real (manipulando la nominal) con el propósito de reducir el producto, reconduciéndolo a la *tasa natural*.<sup>31</sup> La brecha de producto incide en particular al ser, en hipótesis, función de la tasa de interés real y de las expectativas sobre el producto futuro, mientras que la tasa de inflación depende de aquella brecha y de la inflación esperada.<sup>32</sup>

Si se presenta una instancia en la que el producto se ubica por debajo del nivel de la *tasa natural* (brecha recesiva) se apuntaría a una reducción de la tasa de interés. Con la política monetaria expansiva acomodada a esta reducción, se tendería a una depreciación del dólar. No obstante, que ocurra este efecto depende en medida importante de las políticas monetaria y cambiaria aplicadas por los grandes socios de Estados Unidos, por lo que pueden suscitarse trastornos por inconsistencia global.

En el caso de Argentina, al eliminarse en hipótesis los elementos que caracterizan como sui géneris a la actual flotación, podría pensarse con el respaldo tanto de un sector fiscal ordenado como de una política de ingresos activa (acorde con el nuevo conjunto de precios relativos), aunque mediante grandes líneas orientadoras, en una política monetaria razonablemente expansiva proclive al sostenimiento de tasas de interés relativamente bajas (con probabilidad respetuosa del patrón de demanda real de dinero al que alude Buscaglia). De esta manera, claro que sin el juego de las minidevaluaciones de tenor más sistemático inherentes al ajuste gradual del tipo de cambio, podría mantenerse la paridad real, con una acotada depreciación recurrente de la moneda más o menos coincidente con una moderada inflación nacional. Una estrategia de este tipo la aplicó Brasil en el período inmediatamente posterior a enero de 1999, cuando decidió abandonar el anterior modelo de cambio semifijo, con bastante éxito. Posteriores choques tanto de orden interno como externo de

distinta índole perturbaron, después, el funcionamiento más pulcro de la estrategia mencionada.

En realidad, los cambios flexibles *per se* no aseguran mecanismos del tipo círculo virtuoso que repongan los equilibrios. Por lo demás, las economías están expuestas a choques recurrentes de diverso alcance, y el trabajo de absorción o de neutralización de los mismos suele mostrar aristas complejas. Es plausible creer que los mecanismos de cambio flexibles están relativamente mejor dotados para habérselas con las distintas perturbaciones (en más o en menos, dependiendo de la naturaleza de las mismas) pero, por ejemplo, Jacob Frenkel recomienda una flotación administrada, por medio de la intervención de la autoridad monetaria en el mercado de divisas.

Las dificultades aludidas tienden a intensificarse en las economías menos desarrolladas. Por eso, no deben considerarse descabellados los planteos de Williamson dirigidos a ampliar la gama de regímenes cambiarios aplicables o a revivir las opciones intermedias cuando se trata de los países de *mercados emergentes*.

Considérese, justamente, el caso de una economía *pequeña* semiabierta como la argentina, ante una circunstancia en la que se robustece la entrada de capitales en virtud de un choque exógeno favorable (por ejemplo, menores tasas de interés mundiales), fenómeno que se puede combinar con cierta recuperación de la confianza externa de la economía. *Prima facie*, en el seno de un régimen flexible de la tasa de cambio acontecería una apreciación *transitoria* del tipo de cambio nominal. En parte, este efecto fungiría como resorte *deflacionario* que contrastaría con el efecto *expansivo* de la demanda agregada que en principio depararía el choque mencionado.

Así las cosas, el *quid* residiría en el procesamiento general del carácter *transitorio* de la apreciación. Podría prevalecer la confianza de que ese fenómeno realmente será efímero, por lo que la apreciación no provocaría trastornos asignativos en materia de bienes comerciables. También pueden gravitar dudas si se observa *una dilatación de la transitoriedad*. En verdad, en este último punto es plausible creer que en un país como Argentina, con las condiciones presentes y las de su pasado reciente, el afianzamiento de la senda asignativa en favor de los bienes transables requiere —en virtud de expectativas *vacilantes* de los empresarios— tesón y continuidad en el sostenimiento de las señales adecuadas de precios relativos. Por eso, como expresan Agénor y Montiel: “el ruido introducido en las señales de precios relativos al permitir una variabilidad excesiva de la tasa de cambio nominal podría reducir la eficiencia de la asignación de los recursos”.<sup>33</sup>

33. Pierre-Richard Agénor y Peter Montiel, *La macroeconomía del desarrollo*, Fondo de Cultura Económica, México, 2000, p. 649.

31. David Romer, “Keynesian Macroeconomic without the LM Curve”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, núm. 2, 2000, pp. 149-169. En su enfoque Romer adjudica una incidencia determinante a la tasa de inflación referencial, pero admite que la tasa de interés real compute también al ingreso. Este criterio parece más aplicable al caso argentino.

32. Richard Clarida *et al.*, “The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective”, *Journal of Economic Literature*, vol. XXXVII, núm. 4, 1999, pp. 1664-1707.

Como se comprueba por el ejemplo recién considerado, despachar el enfoque sobre una flotación del tipo de cambio de la mano de la aplicación automática del criterio que asimila al valor cambiario nominal a un mero *indicador* (Obstfeld-Rogoff) no resulta del todo convincente. Por el contrario, determinadas situaciones podrían ameritar que el tipo de cambio se considerara, con cierto rango de valores, un *objetivo* (se repondría así con bastante fuerza el debate sobre las intervenciones en el mercado de cambios, las *bandas* cambiarias y los controles de capitales sobre el ingreso de fondos).

Por lo visto, la versión *fuerte* de la regla de tipo de cambio real, que tiende a ser asimilada con el *crawl cambiario*, es objeto de críticas no desdeñables; pero, a la vez, el régimen de flotación cambiaria requiere matizarse para que constituya, al menos, una versión *moderada* de la regla en cuestión, relevante en el plano estratégico. En definitiva, la regla orientativa de tipo de cambio real debe considerarse, más que como la apelación a un régimen cambiario muy específico, como la alusión a un *patrón normativo* consistente con una gama de regímenes, a seleccionar en concreto según condiciones de segundo orden.

#### CONCLUSIONES: ARGENTINA Y LA BÚSQUEDA DE SU DIOSA ATENEA

**A**caecido el colapso de la convertibilidad y computadas tanto las consecuencias negativas del largo empecinamiento en el anterior régimen como los errores cometidos al arrancar el replazo formal del mismo, Argentina necesita perfilar con menos precariedad un modelo alternativo: el *modelo abierto desde dentro hacia fuera*, contrapuesto al precedente, *abierto desde fuera hacia dentro*. Se trata de un modelo (el nuevo) que destaca en el plano instrumental la progresiva eliminación de la brecha externa; incluso, sólo *desde allí* puede afianzarse el proceso de superación de la restricción o brecha interna.

Todo esto amerita postular el criterio estratégico de la regla orientativa del tipo de cambio real. Siguiendo esta regla o pauta, es posible avanzar en la dilucidación de la matriz cambiaria y monetaria adecuada, que permita superar la actual fórmula de flotación *sui géneris*, que si bien influyó en cierto enderezamiento reciente de la situación de la economía, es muy precaria.

La versión *fuerte* de la pauta mencionada es el sistema de ajustes periódicos y moderados que, no obstante, parece sujeta a debilidades no menores. Sin embargo, la flotación limpia o con matices muy estrictos no deja de registrar conraindi-

caciones, aún más para países en las condiciones de Argentina. La flotación, por ende, puede ser el mejor régimen para este país, pero abierta a las especificaciones alentadas por el criterio de tipo de cambio real.

Dicho criterio, en el análisis practicado, *no se confunde con un determinado régimen cambiario en sí*; es probable que el ajuste gradual del tipo de cambio constituya la versión *fuerte* de la regla, pero una flotación proclive a preservar tasas de interés relativamente bajas aparecería como una versión “moderada” de la pauta estratégica, aunque preferible en cuanto a la selección concreta de régimen. Se entiende, entonces, que la regla mencionada funge sobre todo como un *patrón normativo* que permite trazar la línea divisoria entre las opciones viables en materia cambiaria y aquellas que no lo son (dolarización, neoconvertibilidad, *mero* tipo de cambio fijo). A partir de aquí se puede verificar la selección concreta del régimen (siempre respetando la regla estratégica).

La regla orientativa de tipo de cambio real debe prevalecer porque la preservación en el tiempo de las señales de precios afines a ese modelo es clave. Debe tratarse de señales *porfiadas*, que arraiguen en las expectativas de los agentes y neutralicen vacilaciones; que den seguridad del compromiso de la política económica en favor de la estrategia a favor de las exportaciones, como recalca Krueger.<sup>34</sup> Volviendo a la analogía con la odisea de Ulises, la regla referenciada desempeñaría el papel de la diosa Atenea que, desde una posición conspicua, va abriendo y guiando el cauce que llevará a Odiseo a su hogar, ese destino final con carácter refundacional.

Una regla estratégica en materia cambiaria exige una combinación de *un principio estratégico duro con criterios tácticos flexibles*. Las condiciones estructurales del país, así como la posibilidad de choques de diversa índole que las afecten, son factores que justifican tal postura. Más que una *estabilidad de primer orden* identificada con un régimen cambiario en sí, se trata de una *estabilidad de segundo orden* que coloca vasos comunicantes entre los regímenes cambiarios válidos, apuntando a que éstos se desplieguen con el menor trastorno posible. Esta mezcla de *dureza* en el núcleo estratégico y de *adaptabilidad* en lo táctico (recuérdese que Jeffrey Frankel alega que no hay un régimen cambiario específico correcto para todos los países en todos los tiempos) traduce reminiscencias del *posibilismo* de Hirschman y tiene mucho que ver con el esfuerzo permanente para detectar los resquicios—en el seno de realidades sumamente complejas y muy aquejadas por restricciones— para canalizar alternativas eficaces. **e**

34. Anne Krueger, *Liberalization: Attempts and Consequences*, Ballinger Publishing Co., Cambridge, Mass., 1978.