



Universidad Nacional de Rosario Facultad de Ciencias Económicas y Estadística

TRABAJO FINAL DE GRADO LICENCIATURA EN ECONOMÍA

“Análisis del tipo de cambio como instrumento de política económica en
la Argentina a través del enfoque del régimen de tipo de cambio real
estable y competitivo (2002-2019)”

Tomás Trivisonno
(T-2763/4)

Tutor: Fernando Ventura

Fecha: Junio/2025

Resumen

Este trabajo analiza el tipo de cambio como instrumento de política económica en Argentina entre 2002 y 2019, bajo el enfoque del régimen de tipo de cambio real estable y competitivo. A través de una revisión teórica y un análisis empírico de datos macroeconómicos, se estudia la relación entre el tipo de cambio real y variables clave como el nivel de actividad, empleo, inversión y cuenta corriente. Se destacan dos canales de transmisión: uno macroprudencial, relacionado con la estabilidad externa, y otro vinculado al crecimiento liderado por los sectores transables. El trabajo muestra que, entre 2002-2011, la implementación de un régimen de TCREC permitió una mejora en el desempeño económico y externo. Sin embargo, en los períodos posteriores, el abandono de dicho régimen y el retorno a esquemas ortodoxos debilitó dichos resultados y acentuó la vulnerabilidad macroeconómica. Se concluye que un tipo de cambio real estable y competitivo, sostenido en el tiempo y coordinado con el resto de las políticas económicas, puede jugar un rol central en el desarrollo económico de países en desarrollo como Argentina.

Palabras clave: *tipo de cambio; tipo de cambio real (TCR), tipo de cambio real estable y competitivo (TCREC); costo laboral unitario real relativo (CLURR); desempeño exportador; política económica.*

Abstract

This paper analyzes the exchange rate as an instrument of economic policy in Argentina between 2002 and 2019, within the framework of a stable and competitive real exchange rate regime. Through theoretical review and empirical analysis of macroeconomic data, the study examines the relationship between the real exchange rate and key variables such as output, employment, investment, and the current account. Two transmission channels are highlighted: a macroprudential one, related to external stability, and another linked to growth led by tradable sectors. The findings suggest that, between 2002 and 2011, the implementation of a SCRER regime improved economic and external performance. In contrast, in the following periods, the abandonment of that regime and the return to orthodox policies weakened those results and increased macroeconomic vulnerability. The study concludes that a stable and competitive real exchange rate, maintained over time and coordinated with other macroeconomic policies, can play a central role in the economic development of emerging countries like Argentina.

Keywords: *exchange rate; real exchange rate (RER); stable and competitive real exchange rate (SCRER); relative real unit labor cost (RRULC); export performance; economic policy.*

Contenido

1. Introducción	4
2. Marco Teórico	5
2.1. Régimen de Tipo de Cambio Real Estable y Competitivo	5
2.1.1 <i>Política Económica</i>	5
2.1.2 <i>Canales de Transmisión</i>	6
2.1.2.1 <i>Canal Macroprudencial</i>	6
2.1.2.2 <i>Canal de Crecimiento Liderado por los Transables</i>	7
2.1.2.2.3 <i>CLURR y rentabilidad del sector transable</i>	7
3. Análisis Histórico	8
3.1. Salida de la convertibilidad y primeros gobiernos kirchneristas (2002-2011)	12
3.1.1. <i>Eduardo Duhalde. Salida de la convertibilidad (2002-2003)</i>	12
3.1.2. <i>Néstor Kirchner y Cristina Fernández de Kirchner I. Régimen de tipo de cambio real estable y competitivo (2003-2011)</i>	12
3.1.2.1 <i>Política Cambiaria, Monetaria y Fiscal</i>	13
3.1.2.2 <i>Análisis del TCR, CLURR y desempeño exportador</i>	13
3.1.2.3. <i>Evolución Macroeconómica</i>	14
3.2. Cristina Fernández de Kirchner II. La reaparición de la apreciación cambiaria y el ocaso del régimen de TCREC (2012-2015)	16
3.2.1 <i>Política Cambiaria, Monetaria y Fiscal</i>	16
3.2.1 <i>Análisis del TCR, CLURR y desempeño exportador</i>	16
3.2.2 <i>Evolución Macroeconómica</i>	17
3.3. Mauricio Macri. El retorno del enfoque ortodoxo y la implementación del tipo de cambio de libre flotación (2016-2019)	18
3.3.1 <i>Política Cambiaria, Monetaria y Fiscal</i>	18
3.3.2 <i>Análisis del TCR, CLURR y desempeño exportador</i>	19
3.3.3 <i>Evolución Macroeconómica</i>	20
4. Conclusión	21
Bibliografía	23
Anexo	25

1. Introducción

En diciembre de 2001, durante el gobierno de Fernando de la Rúa, y con Domingo Cavallo, como ministro de Economía, se desató la mayor crisis en la historia de Argentina. El esquema de la convertibilidad llegaba a su punto límite, tras una década marcada por una fuerte apreciación real del tipo de cambio, creciente vulnerabilidad externa, aumento del desempleo y subempleo, y una inestabilidad en el ciclo económico, con periodos de rápido y fuerte crecimiento y periodos recesivos.

La convertibilidad consistió en la fijación de la paridad del tipo de cambio, con previo cambio de moneda, en un peso por dólar y, además, en la decisión de no emitir para financiar al tesoro, abandonando al tipo de cambio como instrumento de política económica. Se cedió autonomía para fijar las expectativas de los agentes económicos, desarrollándose así un sistema rígido y sensible a shocks externos, como se evidenció con la crisis del tequila en 1994.

En enero de 2002, Eduardo Duhalde es designado presidente por la Ley de Acefalía, tras la renuncia de De la Rúa. Jorge Remes Lenicov fue designado ministro de Economía. El 6 de enero de 2002, se derogó la ley de convertibilidad, posteriormente se dispuso una devaluación y a su vez se reincorporaron controles cambiarios y las retenciones. La salida del enfoque ortodoxo significó la vuelta de la política cambiaria y monetaria, recuperando la política económica grados de libertad y autonomía. El tipo de cambio resurgió como instrumento de política económica.

El periodo analizado (2002-2019) resulta especialmente interesante por sus marcados subperiodos en relación con la dinámica del TCR y con los diferentes esquemas de política económica. Entre 2002 y 2009 (primer gobierno kirchnerista y parte del segundo), se observa una marcada tendencia a la depreciación real. Entre 2010 y 2015 (parte del segundo y tercer gobierno kirchnerista), una fuerte tendencia a la apreciación real. De 2016 al 2019 (gobierno de Mauricio Macri), con una fuerte tendencia a la apreciación durante los tres primeros años y posteriormente una fuerte depreciación al final del periodo, en un contexto de alta inestabilidad política y económica.

El objetivo del presente trabajo es analizar la relevancia del tipo de cambio como instrumento de política económica en la Argentina entre 2002 y 2019, a través de la teoría del régimen de **tipo de cambio real estable y competitivo (TCREC)**. En particular, se persigue evaluar su impacto sobre cinco variables claves para una economía en desarrollo: nivel de actividad, empleo, inversión, saldo de la cuenta corriente y reservas internacionales. Comprender el rol que tiene el tipo de cambio en la economía de un país, permitirá planificar y ejecutar mejores políticas de cara al futuro.

A fin de abordar este objetivo, el trabajo se estructura en dos partes. La primera consiste en una revisión teórica del régimen de tipo de cambio real estable y competitivo, donde se desarrolla su sustento conceptual y los principales canales de transmisión hacia la economía. La segunda parte presenta un análisis histórico y económico del caso argentino entre 2002 y 2019, en el cual se identifican distintos subperiodos de política macroeconómica, vinculando sus características con el comportamiento del tipo de cambio real y su impacto sobre el nivel de actividad, el empleo, la inversión y la dinámica exportadora. Esta combinación de enfoque teórico y análisis contextual busca aportar elementos concretos para evaluar el rol estratégico del tipo de cambio como instrumento de política económica en economías en desarrollo.

2. Marco Teórico

2.1. Régimen de Tipo de Cambio Real Estable y Competitivo

La teoría del **régimen de tipo de cambio real estable y competitivo** (TCREC) (Frenkel, 2004; 2008) (Frenkel & Rapetti, 2014) (Rapetti & Palazzo, 2016) (Keifman, 2009) (Curia, 2003; 2007), es un enfoque heterodoxo estructuralista, sostiene que un tipo de cambio real (TCR) alto¹ y sostenido en el tiempo puede promover la transformación estructural y el crecimiento basado en las exportaciones, especialmente en los países en desarrollo. La literatura empírica demuestra la existencia de una relación negativa entre la apreciación sostenida en el tiempo, y tasa de crecimiento, sobre todo en países en desarrollo, en otras palabras, la apreciación del TCR es perjudicial para el crecimiento (Williamson, 2008) (Libman, Tipo de cambio y crecimiento. Un ejercicio de robustez, 2012) (Rodrik, 2008).

Seguindo a Keifman (2009), la perspectiva estructuralista respecto de la relación tipo de cambio, salario y empleo experimento un giro significativo luego de la salida del régimen de convertibilidad. Hasta ese momento, el enfoque predominante se apoyaba en la teoría de la devaluación recesiva, según la cual un aumento del TCR afectaba negativamente al empleo. Sin embargo, en la etapa posterior, esta visión fue revisada y reestructurada, adaptándose a la hipótesis de que un TCR alto y competitivo es un factor favorable para la generación de empleo.

2.1.1 Política Económica

El régimen de TCREC debe ser entendido como un régimen macroeconómico² integral, articulado por la **política cambiaria, monetaria y fiscal**³, con el objetivo de alcanzar simultáneamente el equilibrio interno (pleno empleo sin inflación) y externo (equilibrio de balanza de pagos). Si estas no persiguen los mismos objetivos, no será posible implementar un régimen de este tipo (Frenkel, 2004; 2008) (Frenkel & Rapetti, 2014) (Curia, 2003; 2007).

La **política monetaria** no debe centrarse exclusivamente en controlar la inflación. El éxito del régimen requiere que esta persiga objetivos múltiples: TCREC, inflación y nivel de actividad. La credibilidad del régimen puede sostenerse a través del esquema de **inflation-targeting**, debido a su capacidad de anclar las expectativas de los agentes económicos.

La **política fiscal** debe orientarse a lograr el superávit fiscal, ya que, en el marco de la implementación de este régimen, un déficit fiscal implicaría una presión adicional sobre el nivel de actividad, pudiéndose generar presiones sobre el precio de los no transables⁴. Mas aun, obstaculiza la capacidad del BCRA de esterilizar las variaciones de oferta monetaria derivados de la compra de divisas en el mercado cambiario. Esto se debe a que el financiamiento del déficit mediante emisión monetaria reintroduce liquidez, mientras que la emisión de deuda interna compite con los instrumentos del BCRA para ser colocados (esto termina aumentando las tasas de interés internas). En este contexto, el régimen favorece una expansión de la recaudación fiscal, tanto interna como externa, a partir del aumento de la

¹ Se entiende como TCR alto a aquel que permita mantener saldos positivos de cuenta corriente, acumular reservas y, a su vez, impulsar la exportación de bienes industriales que anteriormente no eran competitivos a nivel internacional (Curia, 2007). También puede ser entendido como aquel que eleva la relación tipo de cambio/costos internos hasta el punto en el cual el precio del bien industrial interno iguala al precio internacional (Diamand, 1972).

² La implementación del régimen macroeconómico tuvo que ser recortada específicamente para cumplir con la extensión estipulada del trabajo, Para más información véase: (Frenkel & Rapetti, 2014) (Frenkel, 2008).

³ Debido a que el régimen de TCREC implica una expansión permanente sobre la demanda agregada, se desarrollaran a largo plazo presiones inflacionarias. La relevancia de la política fiscal radica en la desaceleración de estas presiones.

⁴ Debido a que el gasto público tiene una mayor composición de no transables.

actividad y de las exportaciones, lo que facilita alcanzar resultados fiscales positivos, particularmente en combinación con un gasto público moderado⁵.

La **política cambiaria** debe encuadrarse dentro de un esquema de **flotación sucia o flotación administrada**, en el cual el BCRA interviene en el mercado cambiario para sostener la competitividad del TCR y a su vez, esteriliza el excedente de pesos mediante la emisión de letras. Esto debe complementarse con en el manejo de la tasa de interés y con la regulación/control de los flujos de capitales, enfatizando en brindar señales que demuestren la propuesta de mantener un tipo de cambio estable⁶. La necesidad del control radica en que, en economías abiertas y pequeñas, los movimientos especulativos de capitales pueden generar apreciaciones no deseadas sobre el tipo de cambio (Pereira, 2009) (Frenkel, 2008).

Sostenido en el tiempo, el régimen permite desarrollar una expansión constante de la demanda agregada y el empleo, generando cambios estructurales. En palabras de Frenkel (2008): *“la preservación del TCREC es el aporte más importante que la política económica puede hacer sobre el nivel de empleo y producto”*.

En síntesis, el superávit fiscal y la baja o nula inflación se establecen como condiciones necesarias para la implementación del régimen y a su vez, su éxito radica en evitar el riesgo de apreciación cambiaria, y de la articulación de políticas orientadas simultáneamente a mantener un TCREC, controlar la inflación, lograr un superávit fiscal y la plena utilización de los recursos. En otras palabras, el TCREC debe ser visto como una meta intermedia.

2.1.2 Canales de Transmisión

El enfoque distingue dos canales de transmisión que van desde el TCR hacia la economía: el **canal macroprudencial**, relacionado con el ahorro y vulnerabilidad externa; y el **canal de crecimiento liderado por los transables**, relacionado con el crecimiento, la inversión y el empleo (Frenkel, 2004; 2008) (Rapetti & Palazzo, 2016; 2017) (Frenkel & Rapetti, 2014).

2.1.2.1 Canal Macroprudencial

Periodos con TCR alto coinciden con periodos de bajos niveles de **ahorro y deuda externa** y una sostenida **acumulación de reservas internacionales**. Esto reduce la vulnerabilidad frente a shocks externos y, por ende, de crisis de balanza de pagos, estimulando la predictibilidad y la **estabilidad macroeconómica**. La subvaluación sostenida de la moneda doméstica, mejora las condiciones financieras de un país, evitando posibles sudden stops y crisis financieras (y viceversa).

La acumulación de reservas y el menor endeudamiento externo generar un entorno macroeconómico menos riesgoso, predecible y estable, impulsando el crecimiento a largo plazo de un país. En este contexto, el control de los flujos de capitales resulta clave.

En síntesis, el canal macroprudencial establece una **relación positiva entre TCR y reservas internacionales**, y una **relación negativa entre TCR, acumulación de deuda externa, formación de activos externos y fuga de capitales**.

⁵ A su vez, en condiciones de superávit fiscal, el tesoro puede invertir parte de esos recursos en activos externos, reduciendo las compras necesarias del BCRA para sostener el tipo de cambio meta.

⁶ El autor plantea la existencia de un excedente de oferta de moneda internacional al tipo de cambio real meta. La intervención de la autoridad monetaria consiste en la compra de ese excedente y posterior esterilización vía emisión de títulos y control de la tasa de interés. Para ver una formalización modélica de la intervención de la autoridad monetaria véase: Roberto Frenkel (2008). Tipo de cambio real competitivo, inflación y política monetaria. Sección 2, página 25.

2.1.2.2 Canal de Crecimiento Liderado por los Transables

Este canal⁷ sostiene que el TCREC eleva la rentabilidad del sector transable, en especial aquellos intensivos en mano de obra, y promueve la inversión, el empleo y la producción. Los supuestos centrales son que estos sectores operan con **rendimientos crecientes** y bajo **externalidades positivas**⁸⁹, la inversión depende de la rentabilidad, las empresas enfrentan costos en moneda doméstica y son tomadoras de precios, existe desempleo y capacidad ociosa.

Un TCREC aumenta la rentabilidad relativa del sector transable (dado que disminuye el costo domestico en moneda extranjera), esto impulsa la inversión, aumenta la productividad y la producción, y por efecto derrame consecuencia de las externalidades positivas, se desarrolla un sendero de crecimiento de toda la economía impulsado por estas industrias. Debido a que el TCR determina el precio relativo trabajo/capital, trabajo/insumos importados, y el costo laboral en moneda extranjera, todo cambio del mismo genera cambios en la relación trabajo/producto. Estos cambios son generados vía reestructuración de la estructura productiva, dado que las firmas deben adaptarse a los nuevos precios relativos. Sin embargo, este mecanismo es eficaz solo si el tipo de cambio se percibe como estable en el tiempo, debido a que la inversión depende de la rentabilidad esperada. Al encarecer el capital en relación al trabajo, un TCREC fomenta actividades mano de obra intensivas (aumenta el uso/intensidad del empleo), y si el sector no transable utiliza insumos importados, se promueve una sustitución hacia trabajo doméstico.

En sumatoria, un TCREC determina una **mayor rentabilidad del sector transable**, una mayor **protección** a la industria local y como resultado de esto, mayor inversión, mayor empleo y mayor producción. A su vez, se genera un aumento constante y sostenido de la **oferta de bienes transables** y de la acumulación de capital en sectores de alta productividad. Esto permite relajar al sector externo a través del aumento sostenido de las exportaciones y de la acumulación de reservas. La recolocación de recursos del sector no transable al sector transable acelera el crecimiento de los países.

2.1.2.2.3 CLURR y rentabilidad del sector transable

El canal macroeconómico puede ser formalizado a través de la relación entre TCR, **rentabilidad del sector transable intensivo en mano de obra** y el **costo laboral unitario real relativo** (CLURR) (Rapetti & Palazzo, 2017). Donde:

$$(1) \quad TCR = \frac{P_T}{P_N}$$

Donde P_T es el precio de los bienes y servicios transables, P_N es el precio de los bienes y servicios no transables.

$$(2) \quad P_N = (1 + \mu) * \frac{W}{Y_N}^{10}$$

Donde μ es un mark-up, W es el salario nominal, Y_N es el producto medio por trabajador.

⁷ A su vez el canal del crecimiento liderado por los transables, puede desglosarse en tres subcanales. El canal macroeconómico, el canal del desarrollo y el canal de la intensidad laboral. Para más información véase: Frenkel, R. (2004)

⁸ Este supuesto es la principal característica de los modelos de crecimiento AK desarrollados por Robert Lucas (1988) y Paul Romer (1986).

⁹ Las firmas transables son las más expuestas al learning by doing/exporting, y son las que tienen mayor crecimiento de productividad total de los factores.

¹⁰ Las firmas del sector no transable operan en mercados de competencia imperfecta, por lo tanto, los precios fijados están determinados por un mark-up y los costos variables medios.

Reemplazando (2) en (1):

$$(3) \quad \frac{W}{P_T} = \frac{Y_N}{(1 + \mu)} TCR^{-1}$$

Como vemos en (3), existe una relación inversa entre TCR y el poder adquisitivo de los salarios en términos de transables.

A través de la determinación de la rentabilidad absoluta¹¹ y relativa del sector transable intensivo en mano de obra, el costo unitario real relativo en las actividades transables intensivas en trabajo (CLURR) se define como:

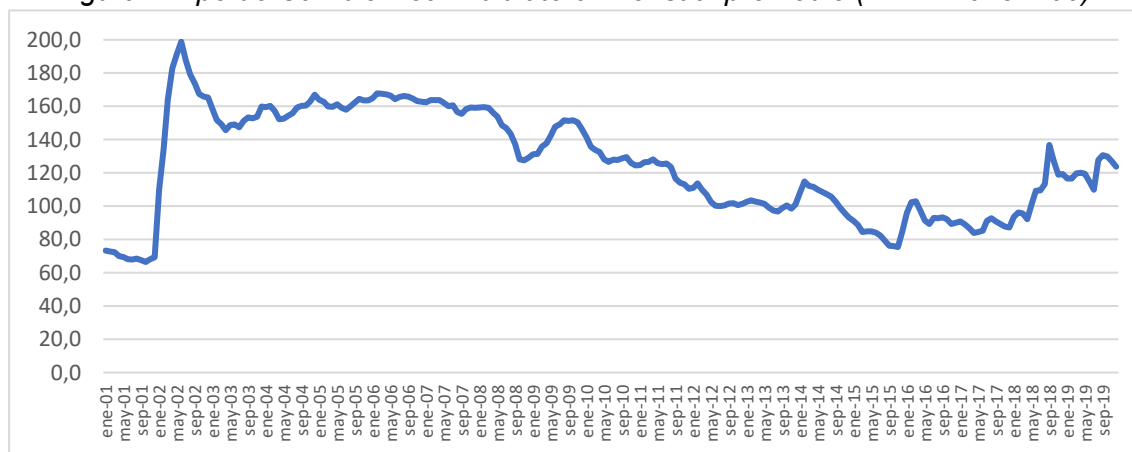
$$(4) \quad \gamma = \frac{W_N * u^*}{Y_T * TCR} \quad 12$$

El CLURR está inversamente relacionado con el TCR. En otras palabras, en sectores transables intensivos en mano de obra, un TCR depreciado se vincula con menores costos relativos y, por ende, una mayor rentabilidad relativa, impulsando la inversión y la demanda de empleo.

3. Análisis Histórico

La presente sección consiste en un análisis histórico y económico de la relación TCR, nivel de actividad, empleo, cuenta corriente, reservas internacionales y formación de activos externos del sector privado no financiero para el periodo 2002-2019. El análisis está dividido en 3 subperiodos, 2002-2011 (primer y segundo gobierno kirchnerista), 2012-2015 (tercer gobierno kirchnerista) y 2016-2019 (gobierno de Mauricio Macri). La figura I presenta la evolución del tipo de cambio real multilateral a través del periodo analizado.

Figura I. Tipo de Cambio Real Multilateral mensual promedio (17-12-2015=100)



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

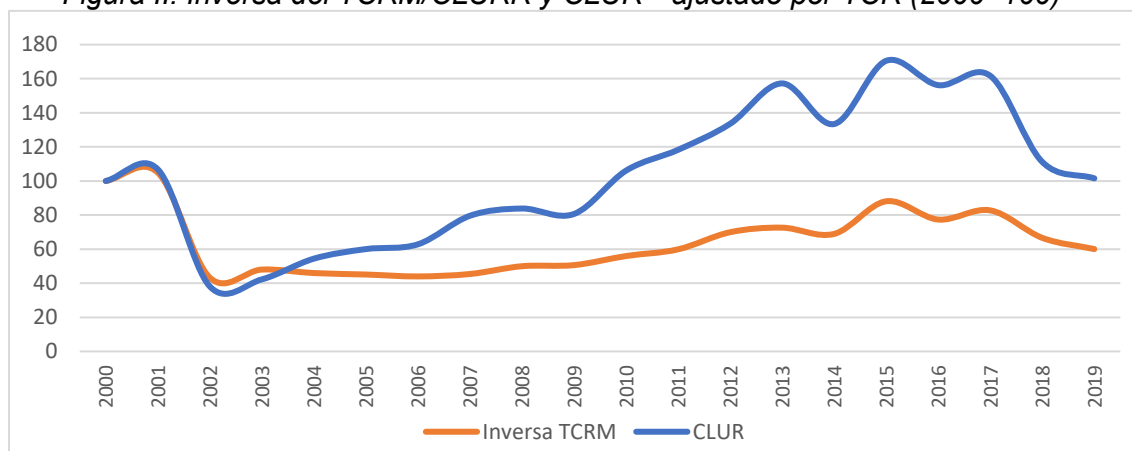
Siguiendo a Rapetti & Palazzo (2017), el factor que más explica la variación del CLURR es el TCR (al menos en el corto y mediano plazo), lo que implica que la productividad,

¹¹ Esta depende de la deuda de la firma, de la tasa de interés pagada por esta deuda, de los impuestos y subsidios, de la cantidad de empleados, etc. Para ver la modelización de la rentabilidad véase: Palazzo & Rapetti (2017).

¹² El CLURR permite definir la rentabilidad del sector transable interno en relación al sector transable del resto del mundo. Si se supone constante el costo laboral unitario real del resto del mundo (u^*), se puede definir la rentabilidad del sector transable en base al CLUR (costo laboral unitario real en termino de transables): $CLUR \approx \frac{\text{Salario Real}}{\text{Productividad}} \frac{1}{TCR}$.

los salarios y el CLUR externo son más inflexibles que el TCR. Los autores observan que existe una relación positiva muy fuerte entre la inversa del TCR y el CLUR¹³. Debido a esto, tomaremos esta conclusión para analizar el CLURR vía movimientos en el TCR. La figura II presenta la inversa del TCR y el costo laboral unitario real (CLUR) para el periodo analizado:

Figura II. Inversa del TCRM/CLURR y CLUR¹⁴ ajustado por TCR (2000=100)

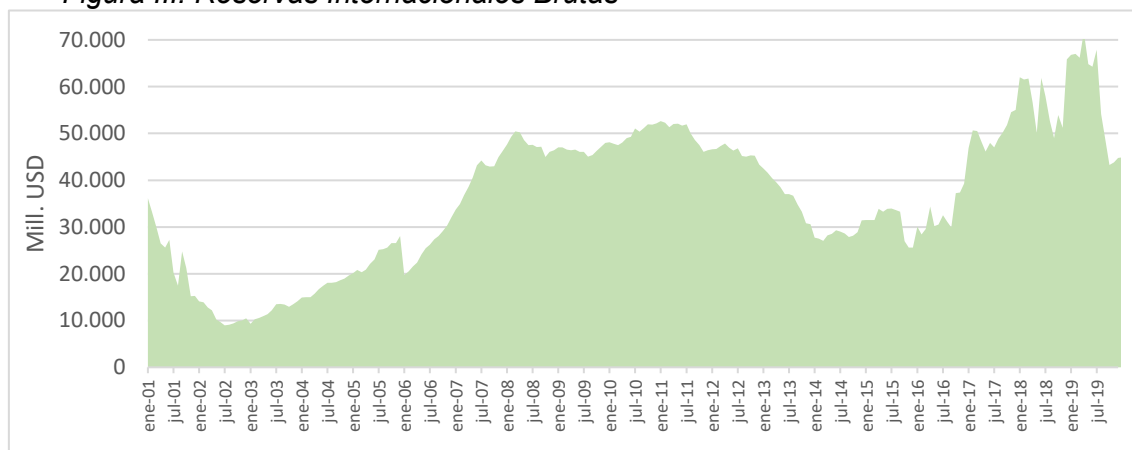


Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA, INDEC y CEPED.

Movimientos ascendentes de la curva de la inversa del TCR significan aumentos del CLURR y, por lo tanto, una disminución de la rentabilidad relativa de las firmas transables internas en relación a las firmas transables del resto del mundo (pérdida de competitividad en relación al resto del mundo) y viceversa. Movimientos ascendentes de la curva de CLUR significan una disminución de la rentabilidad de las firmas transables internas en relación a las firmas no transables (pérdida de competitividad del sector transable interno en relación al sector no transable) y viceversa.

A continuación, se presentan gráficos de interés para el desarrollo del análisis del periodo estipulado¹⁵.

Figura III. Reservas Internacionales Brutas



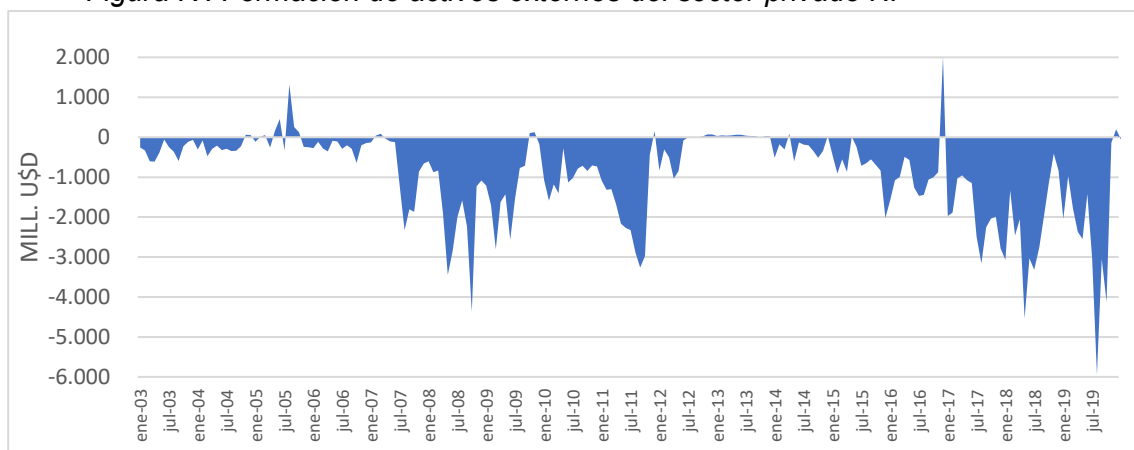
Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

¹³La tasa de crecimiento del CLURR es: $\hat{\gamma} = \widehat{W}_N - \widehat{Y}_T + \widehat{u}^* - \widehat{TCR}$, donde los tres primeros términos son marginales, por ende: $\hat{\gamma} \approx -\widehat{TCR}$. Para más información dirigirse al [Anexo](#), Cuadro 3.

¹⁴ El CLUR fue elaborado en base al producto medio por empleado privado registrado y al salario real de los asalariados privados formales.

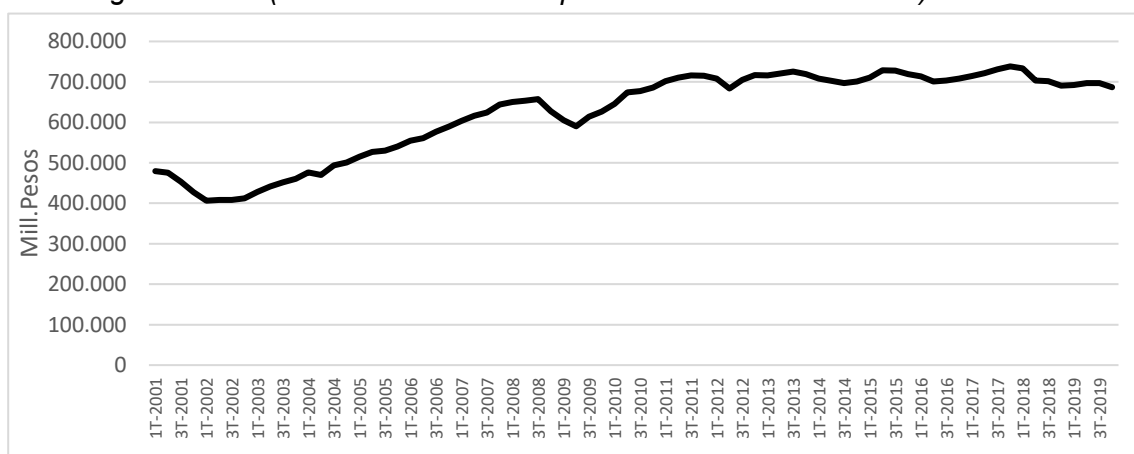
¹⁵ Para observar una tabla resumen de la dinámica de las variables identificadas de interés, dirigirse al [Anexo](#), Cuadros 1 y 2.

Figura IV. Formación de activos externos del sector privado NF



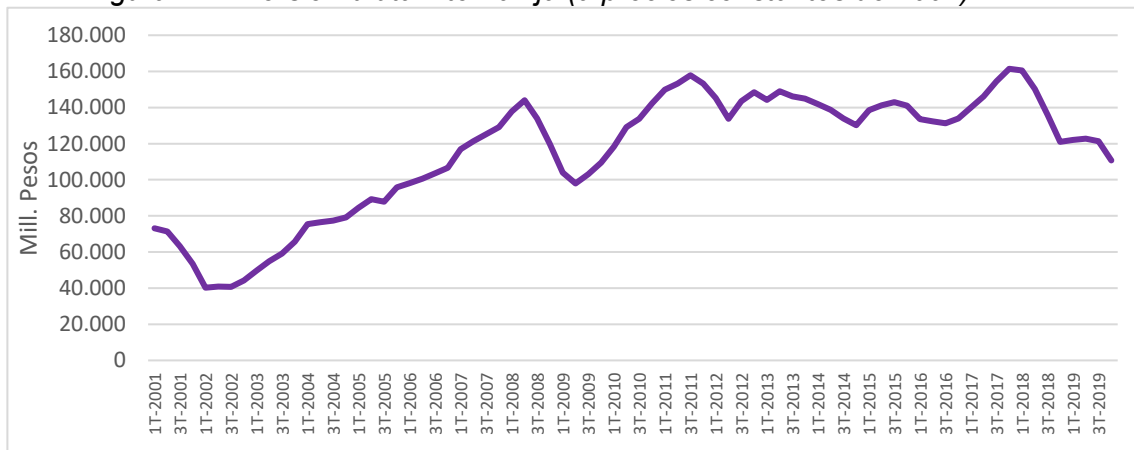
Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA y el INDEC.

Figura V. PIB (desestacionalizado a precios constantes de 2004)



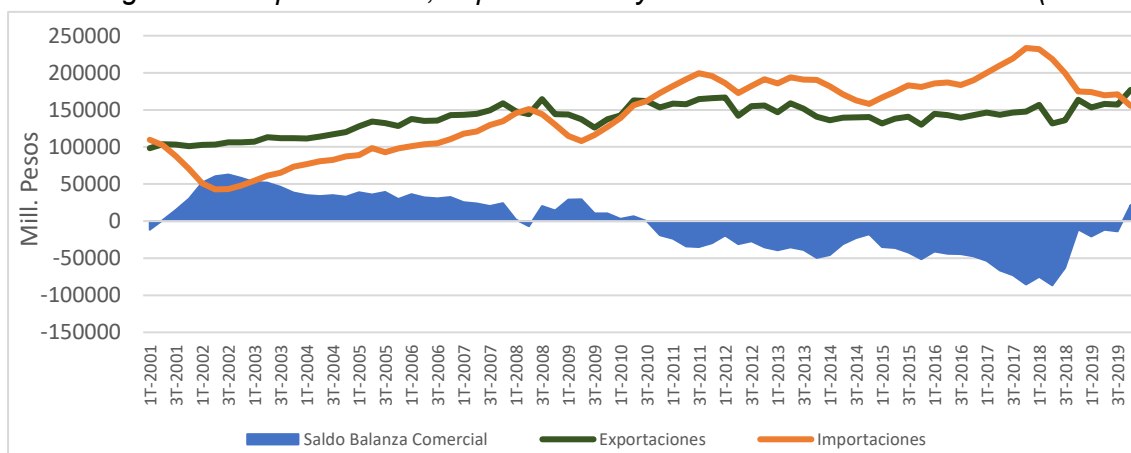
Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

Figura VI. Inversión bruta interna fija (a precios constantes de 2004)



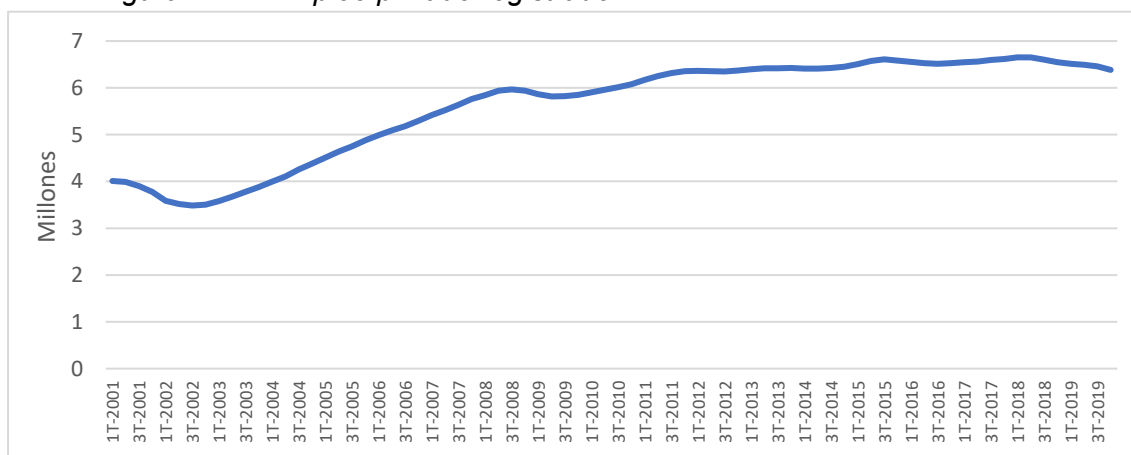
Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

Figura VII. Exportaciones, Importaciones y Saldo de Balanza Comercial (PC 2004)



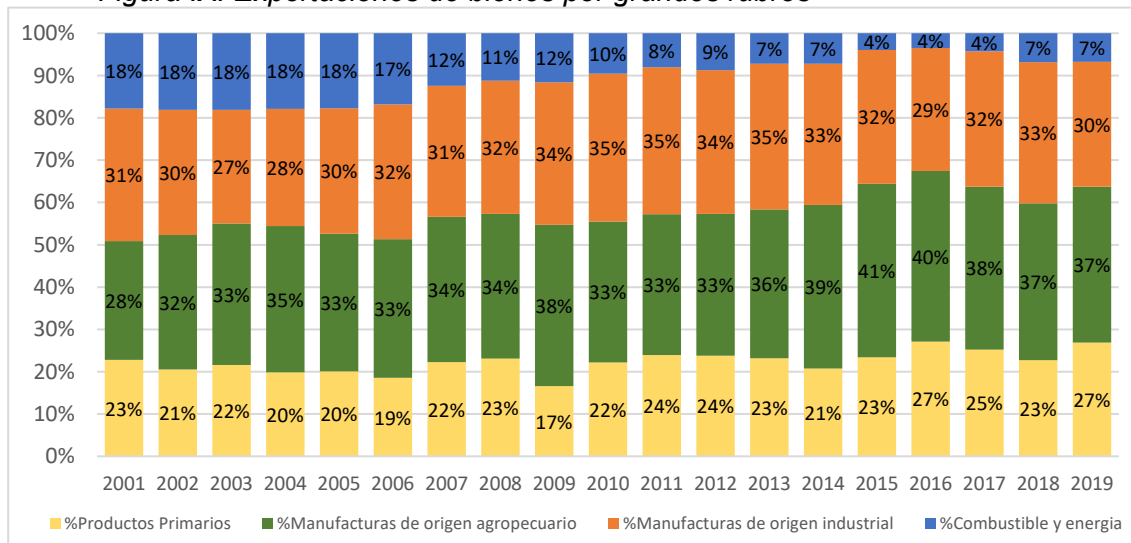
Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

Figura XVIII. Empleo privado registrado



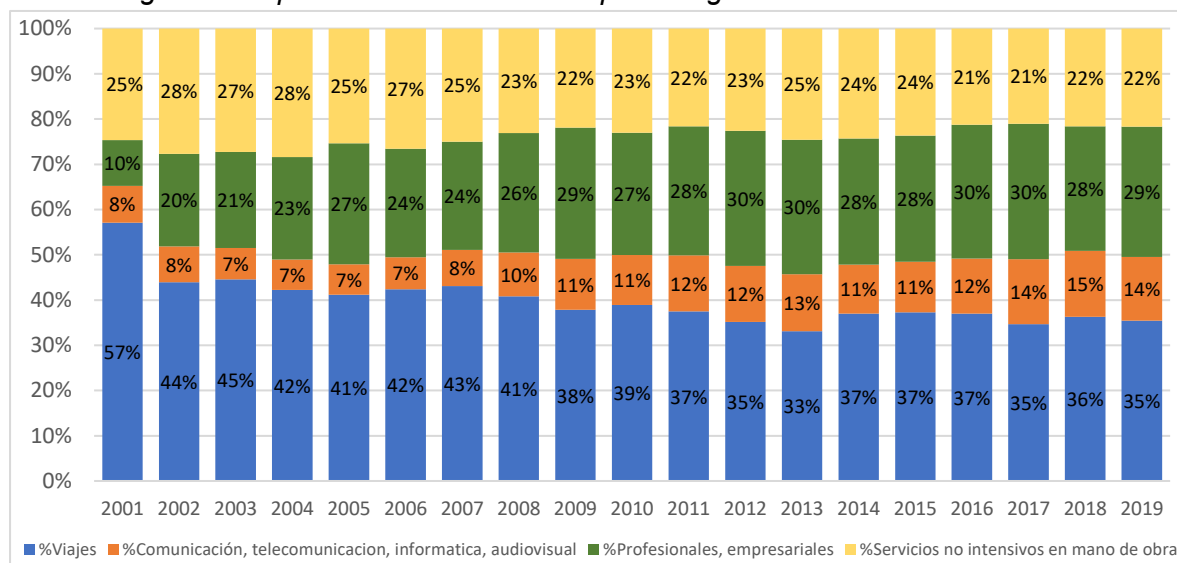
Fuente: elaboración propia en base a datos del MECON.

Figura IX. Exportaciones de bienes por grandes rubros



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

Figura X. Exportaciones de servicios por categoría¹⁶



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

3.1. Salida de la convertibilidad y primeros gobiernos kirchneristas (2002-2011)

3.1.1. Eduardo Duhalde. Salida de la convertibilidad (2002-2003)

En enero de 2002 y luego de unos días de extrema vulnerabilidad política, posterior a la salida prematura del presidente radical, Eduardo Duhalde es designado presidente por la Ley de Acefalía. Jorge Remes Lenicov es designado ministro de Economía, al cual le va a tocar la tarea más difícil de afrontar, salir de la convertibilidad. El 6 de enero de 2002, la ley de convertibilidad es derogada y posteriormente se determina una devaluación.

Esto implicó una fuerte transferencia de riquezas, debido a que muchos grupos económicos estaban altamente endeudados en moneda extranjera y, por otro lado, una fuerte caída de salarios reales. El año 2002 cerró con una contracción del nivel de actividad, aumento del desempleo y la pobreza a valores récord, pero con una característica de gran importancia que iba a definir la trayectoria futura de la economía argentina, un TCR depreciado con una amplia capacidad ociosa, derivada de la profunda crisis.

3.1.2. Néstor Kirchner y Cristina Fernández de Kirchner I. Régimen de tipo de cambio real estable y competitivo (2003-2011)

Es en el periodo 2002-2011 donde vamos a observar un régimen de TCREC *per se*. Tanto para los presidentes (sobre todo Néstor Kirchner) como para los ministros de economía y presidentes del BCRA, el TCREC era percibido como el factor clave para movilizar la economía del país. De hecho, la búsqueda de un TCR alto por parte del presidente llevó a una pelea interna entre este y el presidente del BCRA, Alfonso Prat-Gay, quien, con una visión más ortodoxa de la economía, anhelaba por una apreciación nominal del tipo de cambio, para así poder controlar las presiones inflacionarias. Este altercado entre autoridades ocasiono que, al finalizar su mandato en 2004, Prat-Gay no sea renovado, y la presidencia

¹⁶ Siguiendo a Palazzo & Rapetti (2016), se entiende por servicios no intensivos en mano de obra a los servicios de transporte, financieros, reparación y mantenimiento, construcción, seguros, personales, culturales y recreativos, cargos por uso de propiedad intelectual y los bienes y servicios del gobierno n.i.o.p.

del BCRA paso a las manos de un economista con una visión más alineada a la del presidente, Martin Redrado.

En diciembre de 2007 Cristina Fernández de Kirchner asume la presidencia. Martin Lousteau es designado ministro de Economía (Martin Redrado seguiría en el BCRA), posteriormente reemplazado por Carlos Fernández (luego del conflicto de la 125). Si bien mantener un TCR alto siguió siendo el objetivo, esto fue dificultado por dos sucesos. El rebrote inflacionario a partir del año 2007 y la crisis mundial de 2008/09

A partir de 2010, la combinación de ajustes en el tipo de cambio, mejora en los términos de intercambio y cierta desaceleración inflacionaria, impulsaron una nueva depreciación real. Sin embargo, comenzaban a evidenciarse descoordinaciones entre política cambiaria, monetaria y fiscal, anticipando el desgaste del régimen de TCREC.

3.1.2.1 Política Cambiaria, Monetaria y Fiscal

La política monetaria y fiscal se alinearon con la **política cambiaria**. Se decidió establecer un esquema de “flotación administrada” o “flotación sucia”, donde el BCRA intervenía activamente en el mercado cambiario comprando divisas y acumulando reservas, lo que permitía evitar apreciaciones del tipo de cambio sin dificultades, gracias a que el contexto macroeconómico e internacional facilitaban la estrategia. El esquema se combinó con nuevas restricciones a los ingresos de capital (requerimientos de encaje por 365 días) para atenuar las presiones sobre el tipo de cambio.

En cuanto a **política monetaria**, se adoptó un esquema de metas de agregados monetarios, donde el BCRA establecía techos al crecimiento de la base monetaria. La emisión resultante de la compra de divisas en el mercado cambiario, se esterilizaba a través de las LEBACs y NOBACs.

La **política fiscal** se caracterizó por un superávit fiscal sostenido hasta el año 2011, relacionado con la reestructuración de la deuda y con la reincorporación de las retenciones, que, en un contexto de fuerte crecimiento del producto y de las exportaciones, permitieron recuperar y aumentar los ingresos públicos.

Debido al boom exportador y al modesto gasto público (sobre todo hasta 2007), en un contexto de expansión de la economía y de estabilización de expectativas, se aumentaban las reservas sin grandes costos de esterilización. Retomando a Frenkel (2008), la sumatoria de bajas tasas de interés internacionales y una política fiscal moderada, contribuyeron a reducir el costo de esterilización de la política monetaria, lo cual beneficiaba la continuación y sostenibilidad del régimen.

Sin embargo, hacia los años 2007/2008, la política fiscal empezó a tornarse expansiva, creciendo el gasto público por encima de los ingresos y la política cambiaria se empezaba a direccionar hacia la estabilidad del tipo de cambio nominal, que, bajo un contexto de presiones inflacionarias, tensionaba la sostenibilidad del régimen.

En síntesis, la combinación de políticas sumado a los inmejorables términos de intercambio, determinaron **superávits gemelos** durante casi la totalidad del periodo.

3.1.2.2 Análisis del TCR, CLURR y desempeño exportador

Desde fines de 2002 y durante todo 2003, los agentes económicos empezaron a responder a la depreciación real del tipo de cambio. Se produjo un fuerte aumento de las exportaciones, sobre todo de bienes industriales y servicios, lo cual refleja que esta producción es mucho más sensible a variaciones del tipo de cambio en contraste con la producción primaria (Porto, 1975; Braun & Joy, 1981; Canitrot, 1975).

El periodo 2003-2011 se caracterizó por un TCR alto y estable, con una fuerte depreciación real inicial y una posterior estabilidad en valores elevados, excepto por una caída en 2009 producto de la crisis mundial. Esto derivó en una enorme caída y estabilidad

del CLURR, lo que elevó la rentabilidad relativa del sector transable, especialmente en el periodo 2002-2008.

Siguiendo a Palazzo & Rapetti (2016), esto determinó un fuerte impacto en los sectores transables intensivos en mano de obra. Tomando la categorización de sectores propuesta por Llall (2000)¹⁷, fueron los de manufacturas basadas en recursos naturales, pero sobre todo los productores de manufacturas de baja y media tecnología los que experimentaron mayores saltos exportadores¹⁸ y mayor generación de empleo (MOA y MOI). Centrándose en los servicios, fueron los intensivos en mano de obra los que mayor respuesta tuvieron frente a la baja del CLURR (servicios de medio y alto nivel de calificación. Específicamente, turismo y comunicación; servicios profesionales y de informática, respectivamente).

Centrándonos en las **exportaciones por grandes rubros**, se observa un aumento en la participación de MOI de 27% a 35%. La participación de MOA se mantiene en los mismos valores que el año 2003 (33%), no obstante, se alcanza un valor de 39% durante el año 2009, con una gran reducción desde ese mismo año hasta el 2011. La proporción de productos primarios se mantiene en valores estables alrededor del 20%, manteniendo la participación que estas exportaciones tenían en el periodo precedente. El cambio más significativo se ve en la disminución de combustibles y energía, que pasa de un 18% a un 12%, sin embargo, este hecho parece estar más relacionado con el aumento de la producción y sobre todo con la actividad industrial.

Analizando las exportaciones de **servicios** por categoría, se identifica una caída en la participación de las exportaciones intensivas en mano de obra, entre 2001 y 2002, principalmente explicada por la fuerte caída del turismo (de 57% a 44%), a pesar de que la participación de los servicios empresariales aumenta fuertemente (de 10% a 20%). Sin embargo, a partir del año 2003, la participación de estos comienza a ganar dinamismo, en contra de los no intensivos en mano de obra. En resumen, a pesar de la caída inicial posterior al año 2001, la proporción de exportaciones de servicios intensivos en mano de obra aumenta fuertemente durante el periodo, pasando de 72% en 2002 a un 78% en el 2011.

En síntesis, los sectores que más impulso tomaron fueron aquellos intensivos en mano de obra. La composición de exportaciones durante el periodo analizado tuvo un sesgo hacia estos mismos. 112 industrias de un total de 758 experimentaron saltos exportadores (Rapetti & Palazzo, 2017). Siguiendo a Kulfas (2019), fue la industria liviana intensiva en mano de obra la que mayor respuesta tuvo al dinamismo expansivo del nivel de actividad y al tipo de cambio. Sin embargo, el TCREC no modificó la estructura productiva del país, si no que fueron aquellos sectores dañados durante la convertibilidad los que mayor expansión experimentaron. En palabras de Rapetti & Palazzo (2016): "El periodo de TCRC no fue lo suficientemente largo como para facilitar un cambio estructural".

3.1.2.3. Evolución Macroeconómica

El periodo 2002-2008 presentó uno de los mayores crecimientos en la historia de nuestro país, con una tasa de crecimiento anual promedio de entre 8% y 9%, denominadas como "tasas chinas". El crecimiento del producto estuvo impulsado por las exportaciones netas, resultado de un TCR alto y estable que estimuló las exportaciones y sustituyó importaciones, y por el consumo, resultado de la recuperación de los salarios reales post crisis de 2001 y post devaluación.

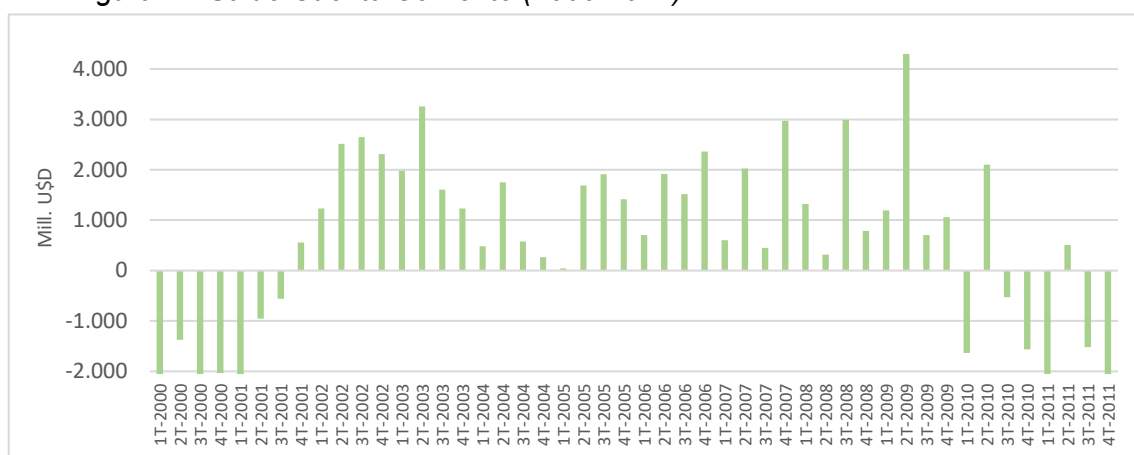
¹⁷. Para más información dirigirse al [Anexo](#), Cuadro 4.

¹⁸ Se determina que un sector experimentó un "salto exportador" si cumple con 4 requisitos definidos por los autores: fuerte crecimiento de las exportaciones, aceleración de la tasa de crecimiento del producto, el salto no es recuperación y el crecimiento de las exportaciones no es explicado por un aumento de demanda global. Para más información véase: Rapetti & Palazzo (2016).

En línea con el nivel de actividad, el empleo privado experimento un ascenso, especialmente en los sectores intensivos en mano de obra como la industria, los servicios y el comercio, lo cual respalda la idea de que los sectores transables son los que mayores efectos derrame tienen sobre la economía.

En el sector externo aumentaron fuertemente las reservas internacionales brutas, en consonancia con el desempeño exportador (saldo comercial y saldo de la cuenta corriente). Sin embargo, a partir del 2010, la cuenta corriente empieza a ser deficitaria, lo cual es una señal del futuro fin del régimen macroeconómico.

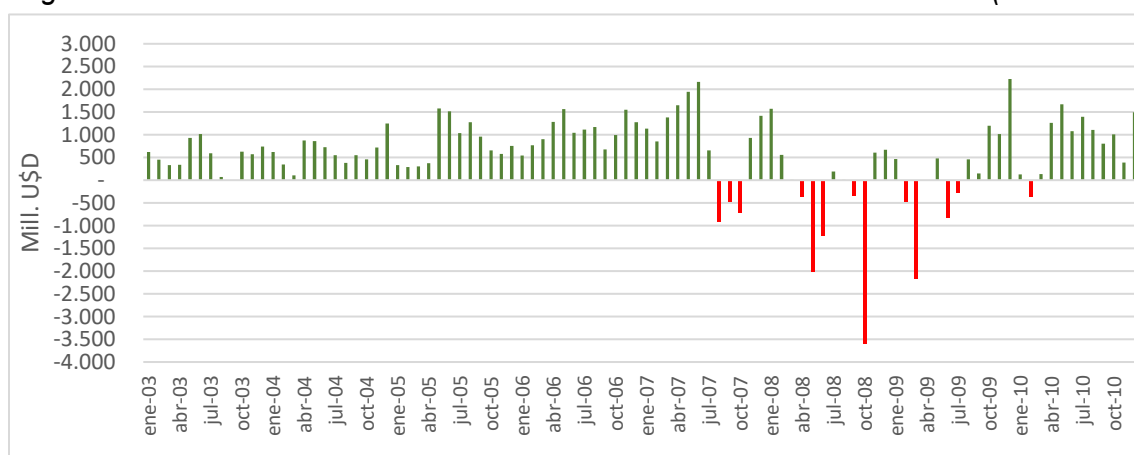
Figura XI. Saldo Cuenta Corriente (2000-2011)



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

En conclusión, el periodo 2002-2011 experimento un fuerte crecimiento del producto, de la inversión y el empleo (sobre todo el periodo 2002-2008), y un mejoramiento de las cuentas externas, conjunto a una relativa escasa formación de activos externos (el aumento en la FAE se da a partir del año 2007, desencadenado por el descubrimiento de la intervención de las estadísticas públicas del INDEC y, posteriormente, con la crisis de la 125) y a una sólida acumulación de reservas (sumado al fuerte desendeudamiento externo).

Figura XII. Intervención Neta Mensual del BCRA en el Mercado Cambiario (2003-2010)



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

En definitiva, se observa la relación entre TCR competitivo y estable, la expansión de la actividad y la vulnerabilidad externa, confirmando la existencia de los canales de transmisión establecidos (Rodrik, 2008) (Libman, Tipo de cambio y crecimiento. Un ejercicio de robustez, 2012) (Frenkel, 2004) (Williamson, 2008).

3.2. Cristina Fernández de Kirchner II. La reaparición de la apreciación cambiaria y el ocaso del régimen de TCREC (2012-2015)

3.2.1 Política Cambiaria, Monetaria y Fiscal

A partir del año 2010 el régimen de TCREC entraría en crisis. Martín Redrado fue apartado de su cargo y fue reemplazado por Mercedes Marcó del Pont. La capacidad de crecer y generar empleo se había deteriorado, los términos de intercambio empezaban a descender, mientras que la inflación erosionaba todo intento de mantener la competitividad del tipo de cambio. La fuerte expansión del gasto público retornó el déficit fiscal y debido a la incapacidad de aumentar los ingresos fiscales, se empezó a utilizar al BCRA como financista del Tesoro. La política monetaria dejó de responder a la intervención del mercado cambiario.

La combinación de estos factores determinó una apreciación real sostenida durante todo el periodo, pero el tipo de cambio ya no era visto como un instrumento de desarrollo productivo, sino como un ancla nominal, conteniendo el precio de los transables y aumentando los salarios en moneda extranjera.

A partir del año 2012 reaparecen el drenaje de reservas internacionales y la restricción externa. Se decidió establecer un fuerte control de cambios, denominado informalmente como “**cepo cambiario**”, que incluyó restricciones al giro de utilidades, a la adquisición de moneda extranjera para el ahorro y exigencias adelantadas para el pago de importaciones y cobro de exportaciones. A su vez, se establecieron restricciones cuantitativas a las importaciones (licencias no automáticas, cupos, declaraciones juradas anticipadas, etc.) Esto derivó en un esquema de **tipo de cambio administrado** y fragmentado, con múltiples cotizaciones y el surgimiento de la brecha cambiaria.

En noviembre de 2013, Axel Kiciloff es designado ministro de Economía y Juan Carlos Fábrega como presidente del BCRA, y frente al apretado frente externo, se decide llevar a cabo una devaluación, pero la inflación neutraliza rápidamente esta decisión. A su vez, se decide establecer cuotas de importación. En 2015, se intensifican las tensiones cambiarias, restringiéndose aún más las importaciones y culminando con el escándalo del dólar futuro¹⁹.

En conclusión, entre 2012-2015 se desarrolló el desmantelamiento del régimen de TCREC. La política económica ya no estaba alineada y se dejó de lado el esquema de flotación sucia por uno de tipo de cambio administrado. La **política monetaria** se tornó fuertemente expansiva, dirigida a financiar al fisco y a expandir el nivel de actividad, en un contexto de **política fiscal** altamente expansiva.

3.2.1 Análisis del TCR, CLURR y desempeño exportador

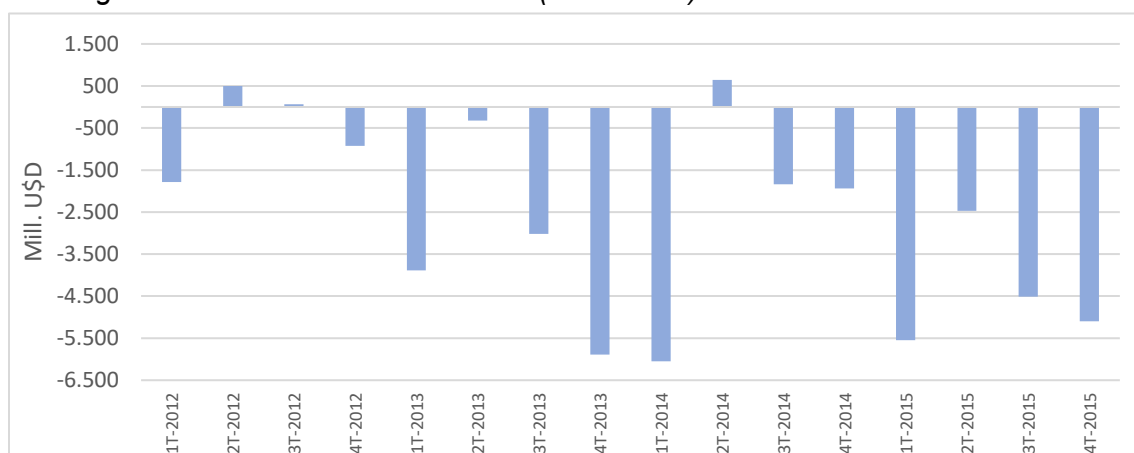
La apreciación del TCR ocasionó un fuerte incremento del CLURR, el cual fue sostenido y estable durante todo el periodo, lo que redujo la rentabilidad relativa del sector transable. El fenómeno se hace patente al analizar la desaceleración (e incluso disminución) de los sectores transables más dinámicos del periodo precedente en el total de las exportaciones. La apreciación fue percibida por los agentes económicos como persistente, impactando en las decisiones de inversión, producción y exportación.

Debido a la sostenida caída de las exportaciones durante todo el periodo (cuatro años de caída consecutiva²⁰), en un contexto de fuerte expansión de las importaciones, la balanza comercial se torna negativa y el déficit de cuenta corriente se hace cada vez más grande, retornando la restricción externa como problema estructural.

¹⁹ Intervención del BCRA en el mercado de futuros para calmar las expectativas devaluatorias.

²⁰ La drástica caída de las exportaciones totales es explicada principalmente por las exportaciones de bienes.

Figura XIII. Saldo Cuenta Corriente (2012-2015)



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

Al examinar las **exportaciones por rubros** se aprecia una continuidad en la participación de los productos primarios, con una leve caída (de 24% a 23%) y una disminución en la participación de MOI (de 35% a 32%) y de combustibles y energía (de 8% a 4%). Sin embargo, la participación de MOI empieza a declinar recién en el año 2014, lo cual puede ser explicado por un rezago de tiempo en el cual los agentes económicos responden a los cambios de precios relativos y el momento de tomar sus decisiones. Solo las MOA ganan participación en el total, pasando de un 33% a un 41%, explicado por el deterioro del TCR, lo cual empeora la situación de aquellos sectores menos competitivos a nivel internacional.

Respecto a los **servicios**, se observa una leve caída de la participación de los intensivos en mano de obra, de 78% en el año 2011 a 76% en 2015, y un aumento de la participación de servicios no intensivos en mano de obra, de 22% a 24% respectivamente, en línea a lo esperado dada la evolución del TCR y del CLURR.

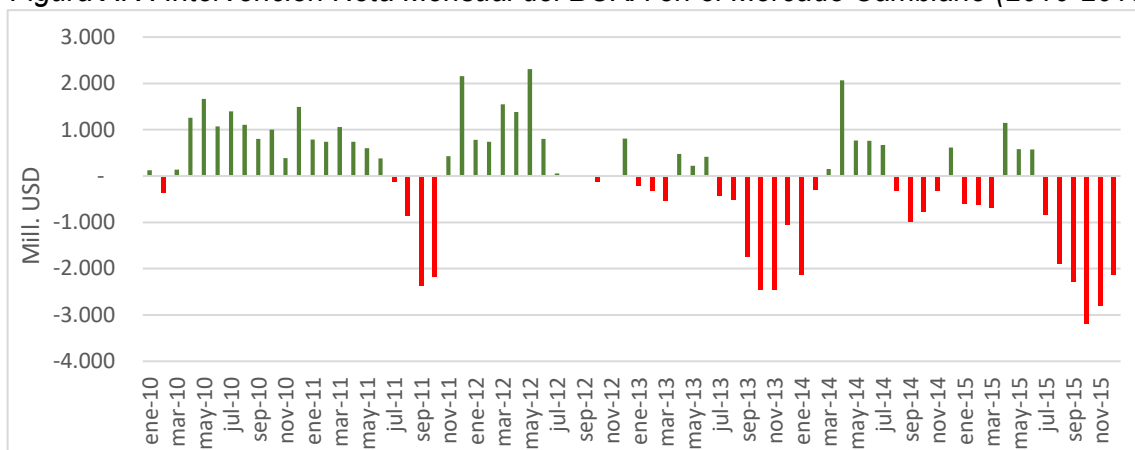
En síntesis, el desempeño exportador de este periodo fue marcadamente negativo, con cuatro años consecutivos de caída en las exportaciones. El ajuste se dio velozmente en los servicios mano de obra intensivos, cuya participación comenzó a disminuir en 2012, mientras que el deterioro de las manufacturas de origen industrial se hace patente en 2014. Esto sugiere una mayor sensibilidad o rapidez de reacción de los sectores productores de servicios frente a los cambios de precios relativos, específicamente el TCR.

3.2.2 Evolución Macroeconómica

Si el periodo 2002-2011 fue caracterizado por un aumento sostenido del nivel de actividad, de las exportaciones, de la generación de empleo y una mejora de las cuentas externas, el periodo 2012-2015 debe ser catalogado como un periodo de estancamiento y/o empeoramiento de todas las variables macroeconómicas analizadas. El PIB, la inversión y el empleo crecieron a un ritmo muy menor; resurgieron las presiones inflacionarias, el déficit fiscal, la pérdida de reservas internacionales y el sector exportador se deterioró fuertemente, en un contexto de una apreciación fuerte y sostenida.

Todos estos factores indican que la apreciación del TCR originó una sustancial pérdida de competitividad de los sectores transables y una importante vulnerabilidad externa, que puede evidenciarse en la pérdida de reservas, en la intervención neta del BCRA en el mercado cambiario y en la explosiva formación de activos externos, que tuvo que ser sorteada a través de las restricciones al acceso del mercado cambiario. En definitiva, el análisis del periodo 2012-2015 refuerza la relación entre apreciación sostenida del TCR, crecimiento y vulnerabilidad externa (Rodrik, 2008) (Libman, Tipo de cambio y crecimiento. Un ejercicio de robustez, 2012) (Frenkel, 2004) (Williamson, 2008).

Figura XIV. Intervención Neta Mensual del BCRA en el Mercado Cambiario (2010-2015)



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

3.3. Mauricio Macri. El retorno del enfoque ortodoxo y la implementación del tipo de cambio de libre flotación (2016-2019)

En diciembre de 2015, Mauricio Macri asume la presidencia de la nación. En términos económicos y políticos significó el regreso de la ortodoxia. El equipo económico, liderado por Alfonso Prat-Gay, en el ministerio de economía y Federico Sturzenegger en el BCRA, tuvo como objetivos desregular y liberalizar la economía, reducir el déficit fiscal y, principalmente, liberar por completo el mercado cambiario para equilibrar el sector externo y frenar la caída de las reservas internacionales.

Entre 2016 y hasta mediados del 2018, se implementaron medidas tendientes a consolidar un esquema de libre flotación del tipo de cambio, poniéndole fin al esquema de tipo de cambio administrado.

Sin embargo, entre mediados de 2018 y fines de 2019, una severa corrida cambiaria evidenció la fragilidad del modelo ortodoxo de liberalización económica. La falta de resultados económicos alentó la salida de capitales y el atesoramiento en moneda extranjera. La corrida, en un contexto de libre flotación, implicaba fuertes depreciaciones, lo cual aceleraba la inflación y las expectativas de crisis. El reemplazo de Nicolas Dujovne por Hernán Lacunza en el ministerio de economía, a finales de 2019, trajo aparejado el fin del esquema de libre flotación que tanto había anhelado el gobierno. Lacunza decidió, frente a la crisis cambiaria, establecer licencias no automáticas para la importación y nuevamente, restricciones cambiarias (“cepo cambiario”), incluso más restrictivas que las de 2013, limitando el acceso a las divisas. Esto no solo puso fin al esquema cambiario, sino que también resurgió la brecha cambiaria y el sistema difuso de tipos de cambio múltiple.

3.3.1 Política Cambiaria, Monetaria y Fiscal

Como definimos anteriormente, el gobierno de Mauricio Macri reinstauró una orientación ortodoxia, con especial énfasis en la apertura y liberalización económica. Por lo tanto, la política económica no puede desentenderse de estos objetivos. Esta se enfocó en solucionar dos problemas heredados, la inflación y el déficit fiscal.

La **política cambiaria** consistió en la liberación y unificación del mercado cambiario, a través de la eliminación del cepo, de las intervenciones del BCRA en el mercado cambiario, de los plazos exigidos para la entrada y salida de capitales, de las exigencias anticipadas de pago y cobro de importaciones y exportaciones respectivamente, la flexibilización de la adquisición de divisas sin aplicación específica y, por último, la eliminación de la obligación de liquidar las divisas en el MULC provenientes de las exportaciones. En paralelo se liberaron las **tasas de interés** lo que implicó tasas positivas, sumado a la liberación a la entrada/salida

de capitales y a la toma de deuda externa, se alentó la entrada de capitales especulativos de corto plazo. La combinación de medidas determinó un **esquema de tipo de cambio libre**, donde el valor de la divisa se determinaba libremente en el mercado, por medio de la oferta y la demanda. Este suceso representó la culminación del tipo de cambio como instrumento de política económica, perdiendo la autoridad monetaria grados de autonomía sobre la regulación y control de la economía.

En términos de **política monetaria**, se propuso un esquema de inflation-targeting, junto con tasas de interés positivas y a la reducción de la emisión monetaria. El esquema estaba dirigido a anclar y estabilizar las expectativas de los agentes económicos. Simultáneamente, en un contexto de alto endeudamiento en moneda extranjera por parte del sector gobierno, el BCRA comenzó a emitir letras (específicamente LEBACS) para esterilizar el excedente de pesos que se generaba por la venta de divisas proveniente de la deuda del sector gobierno²¹ y para evitar una corrida cambiaria.

La **política fiscal** estuvo dirigida a reducir el creciente déficit fiscal (sobre todo disminuir el gasto público que en el año 2015 llegaba a máximos históricos, con un 47% del PIB). Reducción de subsidios económicos, aumentos de tarifas públicas, baja de empleados públicos, recorte de departamentos/áreas del Estado, fueron algunas de las medidas tomadas. Pero simultáneamente se tomaron otras que, en última instancia, terminaron contrariando el objetivo buscado, como la reducción y eliminación de retenciones para productos primarios, reducción de contribuciones patronales, entre otras. La emisión monetaria fue desplazada por el endeudamiento externo e interno como fuente de financiamiento del déficit.

En síntesis, la política económica estuvo destinada a reducir el grado de autonomía e intervención del Estado en la económica, el déficit fiscal y la inflación. Si bien ciertas medidas, como la reducción y eliminación de retenciones para productos primarios, estaban destinadas a incentivar la producción del sector agroexportador, el esquema macroeconómico estaba ligado a liberalizar la económica, muy lejos de incentivar sectores dinámicos específicos.

A partir del año 2018, ante la inestabilidad económica y financiera (presiones inflacionarias, recesión, desempleo, pobreza y un sostenido déficit fiscal, vinculado al enorme monto de intereses a pagar por la deuda), el esquema ortodoxo comenzó a revertirse. La corrida cambiaria (impulsada especialmente por los tenedores de LEBACs) y la fuga de capitales forzaron un acuerdo con el FMI. Se reemplazó el esquema de libre flotación por uno de **bandas cambiarias**, se reinstauró el cepo, y se abandonaron las metas de inflación en favor de un esquema de control de agregados monetarios y emisión cero. Las LEBACs fueron sustituidas por LELIQs, se reinstauraron las retenciones y se anunció una política de “déficit cero”.

3.3.2 Análisis del TCR, CLURR y desempeño exportador

El periodo 2016-2019 se caracteriza por una marcada inestabilidad del TCR, con episodios de apreciación y depreciación significativas, lo cual se vincula con la implementación de un régimen de libre flotación del tipo de cambio nominal y con la evolución del proceso inflacionario que, si bien mostró una desaceleración transitoria en 2017, resurgió en los años posteriores. La apreciación del tipo de cambio durante la primera mitad del gobierno se relaciona con el fuerte ingreso de capitales derivado de la liberalización y apertura financiera.

Como se estableció previamente, el CLURR y la rentabilidad del sector transable mantienen una relación inversa con el TCR, lo cual, en un contexto de alta volatilidad de este mismo, podemos determinar que estas variables también presentaron marcadas

²¹ El sector gobierno se endeudaba en moneda extranjera para solventar el gasto, vendía esas divisas en el mercado, el BCRA las compraba otorgándole pesos y esterilizaba a través de las LEBACS.

fluctuaciones. El comportamiento del TCR impidió que los agentes económicos percibieran un entorno estable y adecuado para llevar a cabo sus decisiones de producción e inversión.

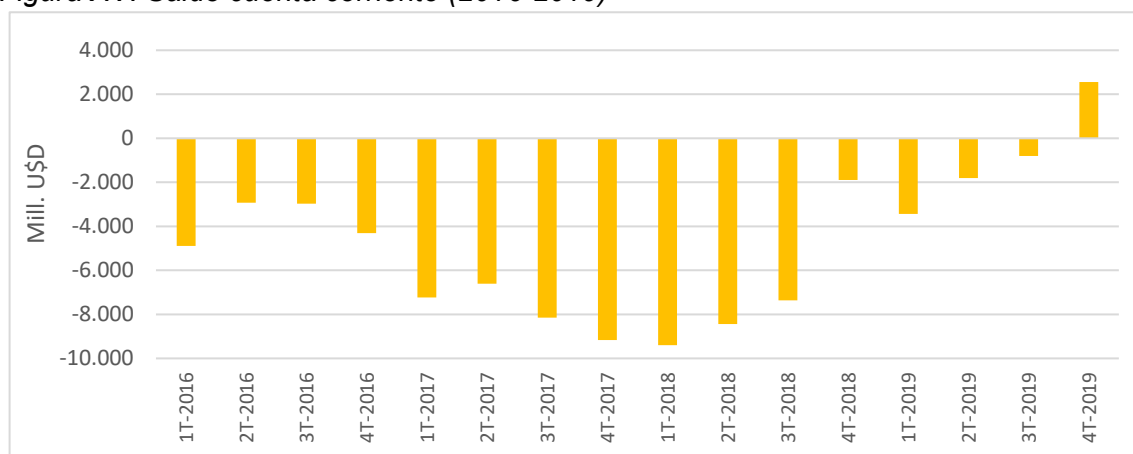
Sin embargo, las exportaciones presentaron una conducta errática. Fuerte aumento en 2016 (vinculado a que muchas exportaciones estaban reprimidas en el periodo anterior, a la baja/eliminación de las retenciones y a la depreciación del tipo de cambio durante los primeros meses de 2016), leve estancamiento en 2017 y 2018, y explosivo repunte en 2019, impulsado por la exportación de bienes (las exportaciones de servicios caen desde el 2017) cerrando con el valor más alto de toda la serie analizada. A pesar de esto, el marcado incremento de las importaciones (relacionado a la apertura comercial), generó sostenidos y crecientes déficits de balanza comercial y cuenta corriente, a excepción del año 2019.

En cuanto a la composición de las exportaciones de **bienes**, se observa un fuerte aumento en la participación de productos primarios (23% a 27%) y de combustibles/energía (4% a 7%) (Estos productos explican la explosión exportadora del año 2019). A su vez, una disminución de MOA (41% a 37%) y MOI (32% a 30%).

Respecto a los **servicios**, se observa un fuerte aumento en la proporción de exportaciones de servicios mano de obra intensivos en los dos primeros años (de 76% en 2015 a 79% en 2019), con posterior estancamiento en 78% (niveles de 2011). Resulta llamativo que, a pesar de la apreciación del TCR durante 2016 y 2017, la participación de los servicios mano de obra intensivos haya aumentado durante estos años. Este fenómeno puede interpretarse como un efecto “exportaciones reprimidas” durante el periodo precedente, que encontraron condiciones para reactivarse.

A pesar del repunte en la participación de los servicios intensivos en mano de obra y del aumento de las exportaciones totales hacia fines del 2019, el desempeño exportador fue heterogéneo y estructuralmente débil. La recuperación se concentró en ciertos rubros y no fue suficiente para revertir la pérdida de competitividad ni el desequilibrio de cuenta corriente. En un contexto de fragilidad externa y fuerte volatilidad macroeconómica, el TCR competitivo no logro consolidarse como motor del sector transable.

Figura XV. Saldo cuenta corriente (2016-2019)



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

3.3.3 Evolución Macroeconómica

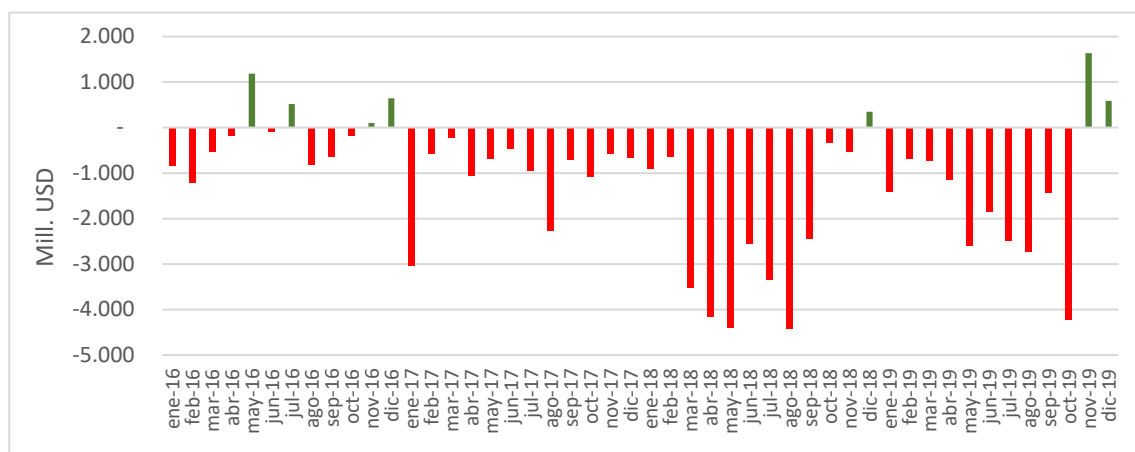
El periodo 2016-2019 se caracteriza por una alta volatilidad y deterioro generalizado de las variables económicas analizadas, a pesar de que la ortodoxia explicaba que la retirada del Estado de la economía generaría las condiciones necesarias para el desarrollo. La producción cayó en 3 de los 4 años de gobierno, la inversión y el empleo mostraron mejoras transitorias durante 2016 y 2017, pero caen fuertemente durante 2018 y 2019. Sin embargo, la ocupación aumenta durante el periodo analizado, lo que se debe al aumento de la informalidad laboral y al cuentapropismo.

A pesar de que el TCR experimentó una fuerte depreciación punta a punta, la inestabilidad y la apreciación predominaron por sobre esta, lo que impidió que los agentes económicos perciban las señales necesarias para llevar a cabo sus decisiones de producción e inversión, impactando en la reconfiguración de la estructura productiva, predominando los sectores primarios y extractivos.

Pese a esto, se observa un fuerte aumento de reservas internacionales brutas, llegando a valores máximos en el año 2019, sin embargo, esto respondió al gran endeudamiento externo público (principalmente con el acuerdo del FMI en 2018) más que con el desempeño exportador.

Dos variables reflejan el fracaso del régimen: la formación de activos externos del sector privado no financiero y la intervención neta del BCRA en el mercado cambiario, que llegan niveles extremos de toda la serie. Esto se vincula con el esquema cambiario, casi completamente sin restricciones, lo cual, en un contexto de pérdida de credibilidad y volatilidad política y económica, sumado a fuertes apreciaciones del tipo de cambio, incentiva la adquisición de divisas para atesoramiento y fuga de capitales (el cambio de esquema cambiario en 2018 se debe a la fuga y la pérdida de reservas a que el FMI permitió usarlas para convalidar la fuga).

Figura XVI. Intervención neta mensual del BCRA en el mercado cambiario (2016-2019)



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

En conclusión, el periodo 2016-2019 se caracterizó por un empeoramiento de todas las variables económicas de relevancia, incluso habiendo liberado el tipo de cambio, entendido como requisito para crecer y generar inversión y empleo. A pesar de haber alcanzado un TCR más competitivo al final del mandato, la inestabilidad y la apreciación de los primeros años pesaron sobre las decisiones productivas. Así se confirma la relevancia de la estabilidad, sobre todo bajo esquemas de tipo de cambio libre y en economías primarizadas y financieramente abiertas. En definitiva, el análisis del periodo permite observar la influencia del TCR en la economía a través de los canales de transmisión.

4. Conclusión

El presente trabajo arroja una evidencia preliminar, a través de un análisis histórico y económico, de que el tipo de cambio es un instrumento central y esencial dentro de la política económica, debido a su impacto sobre el nivel de actividad, el empleo, la estabilidad macroeconómica, el sector externo y la estructura productiva de una economía. Sin embargo, este debe ser complementado con la política monetaria y fiscal. Se determina que, en contextos inflacionarios y con déficit fiscal, se imposibilita mantener un régimen de TCREC.

A través del estudio de tres periodos comprendidos entre los años 2002 y 2019, se observa que, tanto la estabilidad como la competitividad del TCR son condiciones necesarias

para el desarrollo de un país como Argentina. Sin embargo, para que se genere una modificación radical de la matriz productiva, el TCR debe ser competitivo durante largos periodos de tiempo. Por otro lado, la estabilidad es un requisito indispensable para contener y alinear las expectativas de los agentes económicos y para que no se desencadenen presiones inflacionarias que obstaculicen el cumplimiento del régimen. Teniendo en cuenta esto, es indispensable la coordinación de política cambiaria, monetaria y fiscal.

Los periodos de TCR alto y estable coinciden con los periodos de mayor aumento de la producción, de las exportaciones, de la inversión, de la generación de empleo, de la acumulación de reservas y, al mismo tiempo, con los periodos de menor formación de activos externos y deuda externa. A su vez, se observa el cumplimiento de las condiciones necesarias para la implementación eficaz del régimen macroeconómico de TCREC, superávit fiscal y baja inflación. De manera complementaria y en concordancia con Libman (2017), se puede observar que, a medida que los regímenes cambiarios se tornan más inflexibles (tipo de cambio fijo, crawling-peg) estos tienden a generar una sobrevaluación sobre la moneda doméstica.

Durante el periodo 2002-2011, se mantuvo un TCR **estable y competitivo** que implicó una fuerte expansión del nivel de actividad, de la inversión, del empleo, de las exportaciones y de la acumulación de reservas, en un contexto de una reducida formación de activos externos del sector privado no financiero y de saldos de cuenta corriente positivos. A su vez, se observa un desarrollo de los sectores transables intensivos en mano de obra, tanto de bienes como servicios. La combinación y coordinación de la política cambiaria, monetaria y fiscal fue determinante para poder sostener el régimen macroeconómico, permitiendo competitividad y estabilidad.

En contraposición, entre 2012 y 2015, el TCR mantuvo una relativa **estabilidad**, pero con una fuerte tendencia a la **apreciación**, en un contexto de resurgimiento de fuertes presiones inflacionarias e inestabilidad política. Esta configuración implicó un estancamiento del nivel de actividad, de la inversión, de la generación de empleo, y de las exportaciones y, a su vez, una fuerte formación de activos externos del sector privado no financiero, una sustancial pérdida de reservas internacionales (que culminaron en la determinación del cepo cambiario) y la consolidación de saldos negativos de cuenta corriente. A su vez, se observa una desaceleración de los sectores de bienes transables intensivos en mano de obra, pero, en contraposición a lo esperado, una mayor participación de los servicios intensivos en mano de obra. La descoordinación de política cambiaria, monetaria y fiscal fue determinante para terminar con el régimen de TCREC durante el anterior periodo.

Finalmente, el periodo 2016-2019 estuvo caracterizado por una considerable **volatilidad e inestabilidad** del TCR, con periodos de fuertes apreciaciones y depreciaciones, vinculadas con la incapacidad de controlar la inflación y con el esquema de libre flotación del tipo de cambio, en un contexto de marcada inestabilidad política, apertura y malos resultados económicos. Este escenario derivó en una disminución del nivel de actividad, de la inversión, pérdida de empleo, en una explosiva formación de activos externos y saldos negativos de cuenta corriente cada vez más grandes. Sin embargo, se observa un marcado aumento de reservas internacionales, pero este suceso está principalmente vinculado al fuerte endeudamiento externo del sector público, no así con el desempeño exportador del entramado productivo. Por otro lado, se destaca la retracción de la participación de sectores de bienes intensivos en mano de obra, en favor de sectores primarizados y extractivos intensivos en capital, pero, en contraposición a lo esperado, se observa un mayor dinamismo de los servicios intensivos en mano de obra. Por último, resulta notable la pérdida de grados de autonomía en términos de política cambiaria y la coordinación de política monetaria y fiscal para reducir el déficit y, por ende, la inflación.

En este contexto, se observa el funcionamiento entre TCR y los canales de transmisión identificados, el **canal macroprudencial**, asociado a la formación de activos externos, la deuda externa y las reservas internacionales, y el **canal de crecimiento liderado**

por los transables, asociado con el nivel de actividad, la inversión, el empleo y la estructura productiva.

Mirando hacia adelante, la coyuntura actual presenta ciertos desafíos. En abril de 2025, se estableció la finalización del esquema de apreciación real perseguida por el gobierno, el crawling peg, por uno de libre flotación entre bandas, sin intervención del BCRA entre estas y con una actualización de las mismas hacia una tendencia a una fuerte apreciación. En este contexto, como advierte Alejandro Gay en su cuenta de X (antes Twitter) en mayo de 2025, la Argentina presenta dos restricciones estructurales que operan en simultáneo que deben superarse para poder crecer, el TCR bajo y la inflación. Esta doble restricción condiciona severamente el margen de maniobra de la política económica y plantea interrogantes respecto de la sostenibilidad del nuevo régimen. La resolución de esta tensión exigirá articular políticas que logren evitar un nuevo ciclo de atraso cambiario, sin agravar la inercia inflacionaria ni comprometer la estabilidad macroeconómica.

En este sentido, el presente trabajo contribuye a destacar el valor estratégico del tipo de cambio como instrumento de política económica en la planificación de un sendero de crecimiento y desarrollo sostenido, en la cual la estabilidad interna y externa pueden ser complementados de manera virtuosa.

Finalmente, se abre la posibilidad de líneas futuras de investigación que puedan extender, complementar y fortalecer los hallazgos presentados. Entre ellas, se propone ampliar el análisis hacia periodos más recientes y aplicar modelos econométricos que permitan evaluar con mayor rigurosidad la magnitud e intensidad de los efectos del TCR, fortaleciendo la robustez de las conclusiones presentadas en este trabajo.

Bibliografía

- Aguila, N. P. (2018). *Tipo de Cambio Real y Fundamentals en Argentina, Brasil, Chile, Mexico y Venezuela*. Cordoba.
- Braun, O., & Joy, L. (1981). Un modelo de estancamiento económico- Estudio de caso sobre la economía. *Desarrollo Económico*, Vol. 20, No. 80., 585-604.
- Canitrot, A. (1975). La experiencia populista de redistribución de ingresos. *Desarrollo Económico*, 331-351.
- Coiteux, M. (1999). El tipo de cambio real y el problema del ajuste: una síntesis de los tres enfoques clásicos de la balanza de pagos. *DESARROLLO Y SOCIEDAD*.
- Curia, E. L. (2003). La odisea argentina y la regla de tipo de cambio real. *Comercio Exterior*, 808-819.
- Curia, E. L. (2007). *Teoría del modelo de desarrollo de la Argentina: Las condiciones para su continuidad*. Buenos Aires: Galerna.
- Damill, M., & Frenkel, R. (2013). La economía argentina bajo los Kirchner: una historia de dos lustros. En E. Peruzzotti, & C. Gervasoni, *La Década Kirchnerista*. Buenos Aires: Sudamericana.
- Diamand, M. (1972). La Estructura Productiva Desequilibrada Argentina y el Tipo de Cambio. *Desarrollo Económico* Vol. 12 N° 45.
- Edwards, S. (1989). EXCHANGE RATE MISALIGNMENT IN DEVELOPING COUNTRIES. *The International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank*.
- Frenkel, R. (2004). Tipo de cambio real y empleo en Argentina, Brasil, Chile y Mexico.
- Frenkel, R. (2008). Las políticas monetaria y fiscal en un régimen de tipo de cambio competitivo. *Economía e Sociedade*, 611-628.
- Frenkel, R. (2008). Tipo de cambio real competitivo, inflación y política monetaria. *Revista de Economía Política de Buenos Aires*. N° 3 y 4, 21-32.

- Frenkel, R., & Rapetti, M. (2014). *The real exchange rate as a target of macroeconomic policy*. Buenos Aires.
- Gay, A. (2 de Mayo de 2025). [*@alegay_*]. Obtenido de X (antes Twitter): https://x.com/alegay_/status/1918291665493869032
- Gerchunoff, P., & Llach, L. (2018). *El ciclo de la ilusion y el desencanto*. Critica Argentina.
- Gerchunoff, P., & Rapetti, M. (2016). La economia argentina y su conflicto distributivo estructural (1930-2015). *EL TRIMESTRE ECONOMICO*, Vol N°83, núm. 330, 225-272.
- Keifman, S. N. (2009). Tipo de cambio, nivel de actividad y empleo: en torno a ciertos virajes del estructuralismo. *Revista de Economia Política de Buenos Aires*. N° 5 y 6, 95-107.
- Kulfas, M. (2019). *Los tres kirchnerismos: Una historia de la economía argentina, 2003-2015*. United States: Siglo XXI Editores Argentina.
- Lall, S. (2000). The Technological Structure and Performance of Developing Country Manufactured Exports, 1985-98. *Oxford Development Studies*, 28:3, 337-369.
- Levy-Yeyati, E., & Sturzenegger, F. (2007). Fear of Appreciation. *Policy Research Working Paper*. The World Bank.
- Libman, E. (2012). *Tipo de cambio y crecimiento. Un ejercicio de robustez*. Buenos Aires.
- Libman, E. (2017). The effects of exchange rate regimes on real exchange rate misalignment. *International Review of Applied Economics* N°32, 39-61.
- Peón, S. B. (2003). El tipo de cambio real: teoria y evidencia empirica utilizando la prueba de razon de varianzas. *Problemas del Desarrollo*.
- Pereira, L. C. (2009). *La tendencia a la sobrevaluación del tipo de cambio*.
- Porto, A. (1975). Un modelo simple sobre el comportamiento macroeconomico argentino en el corto plazo.
- Rapetti, M., & Palazzo, G. (2016). Tipo de cambio real y exportaciones: evidencia de Argentina 2003-2008. *CUADERNOS ECONÓMICOS DE ICE*.
- Rapetti, M., & Palazzo, G. (2017). Real exchange rate and export performance in Argentina, 2002-2008. *Journal of Post Keynesian Economics*.
- Rodriguez, C. (1982). GASTO PUBLICO, DEFICIT Y TIPO REAL DE CAMBIO: UN ANALISIS DE SUS INTERRELACIONES DE LARGO PLAZO. *JSTOR*, 203-216.
- Rodriguez, C. A., & Sjaastad, L. A. (1980). El atraso cambiario en argentina ¿mito o realidad? *ENSAYOS ECONOMICOS* N°13.
- Rodrik, D. (2008). *The real exchange rate and economic growth*.
- Roura, J. C. (2005). *Política Económica: Elaboracion, objetivos e instrumentos*. Madrid: Mcgraw-hill / Interamericana de España, S.A.
- Sawyer, M. C. (1989). *The challenge of radical political economy. An introduction to the alternatives to neo-classical economics*. Savage, Maryland: BARNES & NOBLE BOOKS.
- Trucco, M. A. (2023). *Política macroeconomica en Argentina de Cambiemos: Un analisis de tipo de cambio real*. Cordoba.
- Williamson, J. (2008). *Exchange Rate Economics*.
- Zack, G., & Dalle, D. (2015). Elasticidades del comercio exterior de la Argentina ¿una limitacion para el crecimiento? *Realidad economica*, N°289, 133-154.

Anexo

CUADRO 1. Evolución de las variables clave

Año	TCRM*	PIB*	IBIF*	EMPLEO*	X*	M*	SCC*	RIB*	FAE *
2000	72,9	-	-	-	-	-	-8.955	34.234	-
2001	69,5	-4,41%	-15,66%	-5,72%	2,74%	-13,95%	-3.780	15.232	-
2002	168,4	-10,89%	-36,45%	-7,36%	3,09%	-43,95%	8.702	10.476	-
2003	151,8	8,96%	38,17%	10,89%	6,00%	22,58%	8.073	14.119	-3.856
2004	158,5	8,91%	34,43%	12,76%	4,30%	28,34%	3.076	19.646	-2.754
2005	161,5	8,85%	15,83%	11,41%	12,89%	15,85%	5.055	28.077	1.161
2006	165,6	8,05%	14,47%	8,54%	5,56%	10,99%	6.499	32.037	-2.995
2007	160,4	9,01%	20,45%	8,84%	8,16%	19,64%	6.048	46.176	-9.010
2008	145,8	4,06%	8,70%	3,13%	0,74%	13,56%	5.421	46.386	-23.009
2009	143,9	-5,92%	-22,57%	-1,48%	-9,35%	-18,42%	7.255	47.967	-14.315
2010	130,2	10,13%	26,25%	3,84%	13,90%	35,20%	-1.624	52.145	-11.460
2011	121,7	6,00%	17,38%	4,62%	4,15%	22,03%	-5.340	46.376	-21.574
2012	104,2	-1,03%	-7,08%	0,17%	-4,11%	-4,73%	-2.138	43.290	-3.447
2013	100,4	2,41%	2,34%	0,89%	-3,52%	3,88%	-13.125	30.599	433
2014	105,7	-2,51%	-6,76%	0,41%	-6,98%	-11,48%	-9.180	31.443	-3.223
2015	82,7	2,73%	3,46%	2,07%	-2,78%	4,71%	-17.622	25.563	-8.495
2016	94,2	-2,08%	-5,78%	-0,92%	5,32%	5,82%	-15.106	39.308	-9.821
2017	88,1	2,82%	13,38%	1,39%	2,62%	15,58%	-31.152	55.055	-22.775
2018	109,4	-2,62%	-5,75%	-1,07%	0,65%	-4,46%	-27.083	65.806	-26.882
2019	121,4	-2,00%	-15,95%	-2,47%	9,75%	-18,70%	-3.493	44.781	-27.215

*TCRM: índice de tipo de cambio real multilateral promedio anual (17/12/2015=100).

*PIB, IBIF, X, M: producto interno bruto, inversión bruta interna fija, exportaciones e importaciones desestacionalizados a precios constantes de 2004.

*EMPLEO: empleo privado registrado.

*SCC, FAE: saldo de cuenta corriente y formación de activos externos del sector privado no financiero acumulados en millones de dólares.

*RIB: reservas internacionales brutas en millones de dólares al final del periodo.

Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC, BCRA, MECON y CEPED.

CUADRO 2. Evolución de variables secundarias

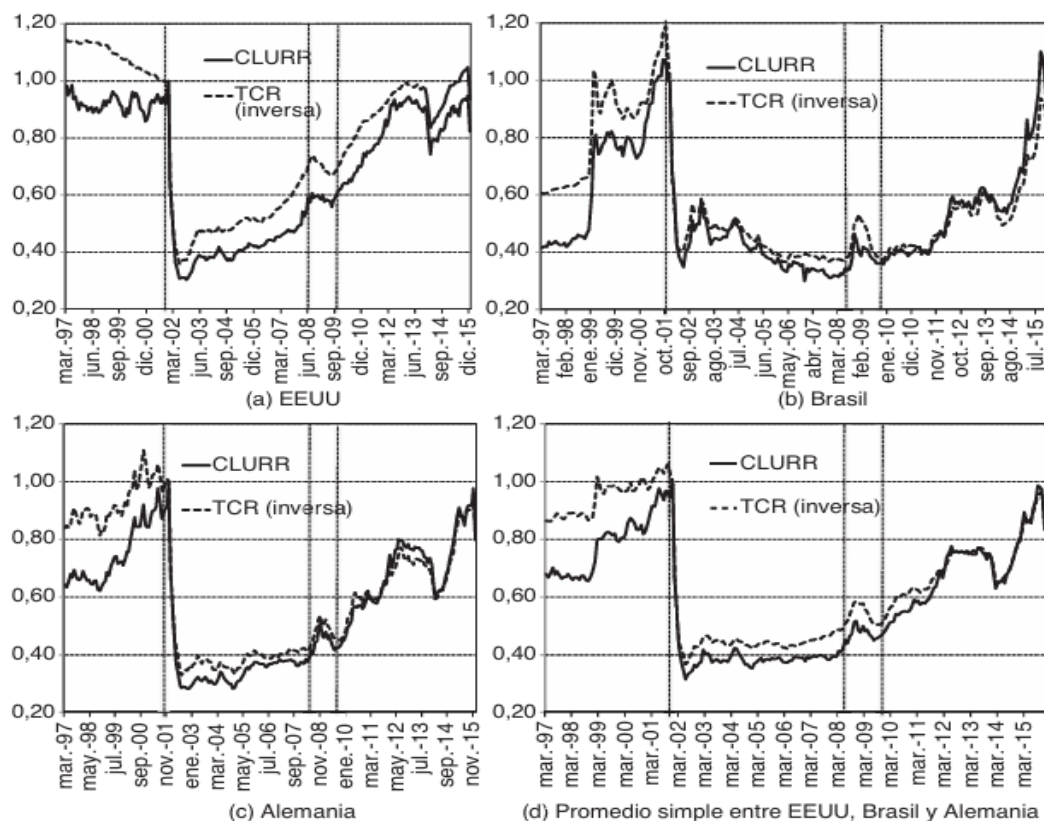
Año	DE*	Var % DE	RF/PIB*
2000	155.015	-	-3,50%
2001	166.272	7,3%	-5,50%
2002	156.813	-5,7%	-2,00%
2003	164.778	5,1%	-1,50%
2004	171.473	4,1%	0,50%
2005	114.255	-33,4%	1,00%
2006	109.504	-4,2%	1,50%
2007	125.366	14,5%	1,00%
2008	125.859	0,4%	0,50%
2009	119.267	-5,2%	-0,50%
2010	134.011	12,4%	-1,00%
2011	145.154	8,3%	-2,00%
2012	145.722	0,4%	-2,50%
2013	141.491	-2,9%	-3,00%
2014	144.801	2,3%	-3,50%
2015	152.632	5,4%	-4,00%
2016	181.432	18,9%	-4,50%
2017	234.549	29,3%	-3,90%
2018	277.827	18,5%	-3,20%
2019	278.489	0,2%	-2,20%

*DE: deuda externa bruta total en millones de dólares.

*RF/PIB: resultado fiscal sobre PIB a precios constantes de 2004.

Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC, MECON y BCRA.

CUADRO 3. Costos laborales unitarios reales relativos e inversa del TCR bilateral



Fuente: Rapetti & Palazzo (2016).

CUADRO 4. Clasificación de productos por intensidad tecnológica

Classification	Examples
Primary products:	Fresh fruit, meal, rice, cocoa, tea, coffee, wood, coal, crude petroleum, gas
Manufactured products	
Resource-based manufactures	
Agro/forest-based products	Prepared meats/fruits, beverages, wood products, vegetable oils
Other resource-based products	Ore concentrates, petroleum/rubber products, cement, cut gems, glass
Low-technology manufactures	
Textile/fashion cluster	Textile fabrics, clothing, headgear, footwear, leather manufactures, travel goods
Other low technology	Pottery, simple metal parts/structures, furniture, jewellery, toys, plastic products
Medium technology manufactures	
Automotive products	Passenger vehicles and parts, commercial vehicles, motorcycles and parts
Medium technology process industries	Synthetic fibres, chemicals and paints, fertilizers, plastics, iron, pipes/tubes
Medium technology engineering industries	Engines, motors, industrial machinery, pumps, switchgear, ships, watches
High-technology manufactures	
Electronics and electrical products	Office/data processing/telecommunications equip, TVs, transistors, turbines, power-generating equipment
Other high technology	Pharmaceuticals, aerospace, optical/measuring instruments, cameras
Other transactions:	Electricity, cinema film, printed matter, "special" transactions, gold, art, coins, pets

Fuente: Llal (2000).