

Una mirada crítica al paradigma teórico del MULC

AUTOR:

ESTANISLAO, MALIC

Documento de Trabajo N°62 –Octubre de 2014





DIRECTOR

GUILLERMO WIERZBA

INVESTIGADORES

FABIÁN AMICO
MARTÍN BURGOS ZEBALLOS
JUAN MATÍAS DE LUCCHI
JORGE GAGGERO
RODRIGO LÓPEZ
PABLO MARESO
ESTANISLAO MALIC
ANDREA MEDINA
MARÍA ANDREA URTURI
MARÍA SOL RIVAS

INVESTIGADORES INVITADOS

CLAUDIO CASPARRINO
NORBERTO E. CROVETTO
ALEJANDRO GAGGERO
VERÓNICA GRONDONA
GUILLERMO HANG
FERNANDO PORTA
ARIANA SACROISKY
JUAN SANTARCÁNGELO
DANIEL SCHTEINGART

CONSEJO ACADÉMICO

CECILIA CARMEN FERNÁNDEZ BUGNA
ROBERTO FRENKEL
ALFREDO T. GARCÍA

Las opiniones vertidas en el trabajo no necesariamente coinciden con las de las entidades patrocinantes del Centro.

Para comentarios, favor dirigirse a: informacion@cefid-ar.org.ar

Tabla de contenido

Introducción	4
El dólar en los países periféricos	8
El sistema bimonetario	8
El endeudamiento soberano nominado en divisas.....	9
Los roles del dólar en los países periféricos	10
Una matriz de demanda	11
La demanda de dólares actual en Argentina	14
La restricción externa y la fuga de capitales	14
El MULC (Mercado Único y Libre de Cambios)	15
El mercado de dólares reciente	16
La matriz de demanda en Argentina.....	19
1. El dólar transaccional.....	19
La bancarización y el dólar	19
El mercado inmobiliario	20
2. El dólar como refugio de valor.....	21
La trampa de la liquidez en Argentina y el individuo girardiano	22
La inflación y la devaluación	23
Las actividades ilegales y no declaradas.....	27
3. El dólar como unidad de medida.....	28
El tipo de cambio: redistribuidor de la riqueza	29
La medición del ahorro y de los portafolios.....	32
4. El dólar como inversión	33
La paridad de las tasas de interés, las expectativas de devaluación y la apertura de la economía.....	36
Conclusión	40
¿Es razonable un Mercado Único y Libre de Cambios?	42
Anexo I: la prima de riesgo de default, el “investment grade”y la presión de los mercados	45
Bibliografía	47

“...en él [el dinero] todos los distanciamientos e incompatibilidades de la existencia encuentran su unidad e igualación, surge la paz, la seguridad, el sentimiento de bienestar completo que reverbera con la misma noción que tenemos de Dios”.

Georg Simmel

Introducción

Tras un período relativamente prolongado de continuidad en las regulaciones y mecanismos del mercado cambiario argentino (pensando como extremos temporales la estabilización de la crisis del 2001-2002 y la profundización de las restricciones a la compra de divisas en 2011), nuestro país se encuentra nuevamente con enormes desafíos en materia de gestión del mismo. De cara a futuras medidas, resulta imprescindible profundizar en las características propias del mercado citado, intentando descifrar las variables determinantes y precisando la capacidad de acción del Estado sobre las mismas.

A diferencia de las anteriores crisis externas de la Argentina, dadas por las limitaciones en la cuenta corriente, provenientes de déficit comerciales y pago de servicios de deuda, en el lustro 2007-2011 el drenaje de divisas aparece fundamentalmente ligado a la cuenta capital del balance de pagos, resultando la compra de dólares billetes por parte del sector privado no financiero de los argentinos una variable clave al momento de entender el problema.

Al observar las operaciones de divisas encontraremos que hay roles donde el dólar y las monedas periféricas decididamente no compiten, estos son el comercio exterior y el pago de deuda nominada en moneda externa, en ambos casos el único medio de pago aceptado es el dólar. Sin embargo, no es el objetivo del presente trabajo estudiar los condicionantes ni la evolución de este tipo de transacciones, sino concentrarnos en las compras definidas como “formación de activos externos del sector privado no financiero” en el Mercado Único y Libre de Cambios, dada la relevancia que han tomado en el período y las constantes perturbaciones sobre el sector externo que generaron.

Al buscar paradigmas útiles que funcionen como plataforma de análisis para este comportamiento, no encontramos en los antecedentes de las ideas monetarias del *mainstream* una base teórica que consideremos firme: mientras que en la economía clásica el dinero es simplemente una mercancía fruto del trabajo social, en la tradición neoclásica se introduce el dinero como un “segundo tratado” (Keynes, 1936) ad hoc y desvinculado del tratamiento de la teoría de la producción y la distribución. Aunque sabemos que de allí parte Keynes para cimentar su exitosa crítica a la determinación de la tasa de interés y al mercado de capitales, la misma se concentra en una economía cerrada. Mismo problema encuentran las teorías cartalistas decididamente más heterodoxas (Knapp, 1924) que ven en el Estado al fundador del sistema monetario, la competencia entre espacios monetarios de diferentes economías solo puede configurarse aquí de una manera que entendemos forzada. Así es que en la actualidad no solo no existe consenso, sino tampoco debate relevante entre los economistas acerca del origen del dinero y sus aspectos esenciales, dejando en el pasado los grandes debates sobre el dinero como la llamada “controversia bullionista” británica.

La modelización de un comportamiento regular de los agentes respecto a la moneda parecería ser a primera vista, al menos delicada. La propia endogeneidad del dinero, incluso la volatilidad de las tasas de interés o de los tipos de cambio en países periféricos son expresiones de la incapacidad de las instituciones gubernamentales para dominar completamente aspectos monetarios bajo un entorno de mercado. Como explica De Lucchi (2011), la idea actualmente dominante en los círculos académicos y gestores de las principales instituciones monetarias es que las cantidades de dinero nacional son prácticamente inmanejables, transformándose la tasa de interés en la principal herramienta y objetivo de política monetaria. Sin embargo, el problema que nos atañe surge particularmente cuando la moneda nacional es en parte reemplazada por dinero emitido por otro Estado. El dominio de las instituciones propias sobre las variables monetarias se ve sumamente limitado. La tasa en moneda extranjera se torna endógena y la administración de cantidades de moneda extranjera aparece como objetivo primordial (la escasez se torna preponderante, cuestión olvidada al analizar el flujo de moneda local bajo un enfoque endógeno).

Por ello, es necesario buscar enfoques teóricos que hayan profundizado en el origen de la moneda, su rol social y su forma de reproducción. El análisis regulacionista parece ser el entorno encontrado más adecuado para profundizar en nuestra problemática. Este

paradigma, originado en teóricos económicos franceses como Aglietta y Orlean, descarta de lleno el análisis mercantil de la moneda (siendo la misma una institución históricamente previa a la aparición de las modernas sociedades mercantiles) y la define como institución social, producto de interacciones sectoriales, presencia estatal y dependiente de una construcción histórica propia de cada sociedad. La utilización del agente individual optimizador queda naturalmente descartada, ya que la moneda como producto social (entendida la sociedad como un ente con una dinámica propia, diferente a la mera agregación de sus integrantes), se impone sobre los individuos. No se trata de una coerción estatal (como sería el enfoque cartalista), sino de una imposición social como expresión concreta de lo colectivo, del conflicto incesante y el juego de fuerzas sectoriales.

El sujeto por ellos modelizado abandona las características del *homo economicus* y se transforma en el llamado "individuo Girardiano", en referencia a las teorías de René Girard (Aglietta y Orlean, 2002, 1990). El mismo en ningún momento dispone de información previa a la instancia social para realizar elecciones. No tiene la capacidad de ser autónomo, se encuentra en permanente búsqueda de reconocimiento y acuciado por la indecisión. Es a través de un mecanismo de imitación (*mimesis*) y competencia con el resto de los individuos como él conforma su deseo. No llega al mercado con una estructura de preferencias previas a la instancia social de la transacción, menos aún si se trata de monedas. El análisis de la competencia usualmente estabilizador en mercados de bienes no posee esas propiedades en la lectura monetaria regulacionista. La elección social de la moneda pasa individualmente por identificar el bien más requerido. Es el proceso mimético extremo, una carrera de todos los agentes por apropiarse de lo más deseado, no por ellos mismos, sino por el conjunto. El precio no funciona como desestimulador, ya que mayor precio indica un interés creciente del grupo, por ende del demandante. De esta forma, la moneda, como institución, se encuentra en permanente construcción, es permanentemente puesta en tela de juicio.

Las características sociales vinculadas a la utilización de una u otra moneda, sustentadas por una determinada estructura nacional y cultural, complejizan el análisis de forma sustancial. Mientras que el examen de la mercancía puede basarse en relaciones de producción, donde los precios y cantidades pueden arrojar algún tipo de luz sobre la realidad, el dinero, creación pre mercantil, al no ser resultado de proceso productivo

alguno, aparece en un plano donde las dificultades para una simplificación y sistematización de los comportamientos humanos resultan mucho más complejas.

De aquí surge la necesidad de realizar un análisis a través de la aproximación, descartando de lleno la búsqueda de cualquier explicación unívoca y esperando esbozar las sucesivas capas de una estructura social que nos permita entender ciertos comportamientos de las variables a tratar.

Nuestra principal hipótesis es que en la periferia, y particularmente en Argentina, existe una permanente competencia de espacios monetarios (Aglietta y Orléan, 2002), las crisis de la moneda nacional permitirían que otra moneda, emitida por un Estado *central*, ocupe e invada el espacio de la moneda periférica a nivel interno de esta seconomías. La dinámica competitiva que se entabla entre las monedas tendría grandes componentes miméticos. La utilización o elección de una de ellas por un agente no aleja el deseo ajeno por la misma, sino que lo acrecienta. Profundizaremos en la demanda de esta moneda importada fragmentándola por diferentes motivaciones, esbozando los posibles intereses de clase o sectores sociales vinculados a cada una.

Esta idea abre múltiples aristas a analizar. Por ejemplo, la preferencia por la liquidez puede estar vinculada al dólar en lugar de a la moneda local. Bajo ciertas circunstancias, no importa cuánto interés pague un activo en pesos, los agentes se quedarán líquidos en dólares. Frente a un aumento de la preferencia por la liquidez, el resultado no es solo una recesión por falta de inversión (como observaba Keynes), sino que se genera una situación inflacionaria combinada con una crisis de balanza de pagos. La solución ya no sería nada simple, la demanda de liquidez sería insostenible por el banco central, pues la misma no es en moneda doméstica.

A fin de orientar el rumbo de la investigación, presentaremos un cuadro de doble entrada donde se determinan las funciones de la moneda extranjera en una economía periférica y se establece el tipo de relación que tiene su demanda con los principales actores sociales que la suelen utilizar.

A continuación explicaremos brevemente la problemática de la divisa en los países periféricos, para luego indagar en la problemática propia de la Argentina. Continuaremos analizando la estructura de la demanda de dólares reciente, para luego estilizar las diferentes motivaciones y clases sociales que delinearían la misma.

La pregunta final a la que deberemos enfrentarnos es: ¿Hasta dónde un país periférico tiene herramientas disponibles a nivel gestión de gobierno para reducir la exposición de su economía a la influencia de espacios monetarios no dominados por las instituciones nacionales?

El dólar en los países periféricos

La salida del sistema de Bretton Woods y la caída de la convertibilidad dólar oro abre a nivel mundial un nuevo espacio para los mercados financieros: la compra/ venta de monedas soberanas (Eatwall y Taylor, 2005). Esta nueva oportunidad presiona junto a la oleada neoliberal la apertura de la cuenta capital en las economías periféricas, permitiendo de esta forma la competencia interna entre los ya nombrados espacios monetarios, llegando incluso al sometimiento total de la moneda nacional frente a la divisa, como en el caso de la convertibilidad argentina o la dolarización ecuatoriana.

El sistema bimonetario

Entenderemos a los sistemas bimonetarios como economías que utilizan internamente dos tipos de dinero fiduciario, de dos Estados soberanos diferentes, los cuales se solapan y cumplen funciones similares compitiendo permanentemente. Se trataría de dos espacios monetarios, dos instituciones construidas de forma esencialmente diferente, con diferentes recorridos históricos, pero funcionando en simultáneo. Donde uno u otro tendrán preeminencia en función del momento histórico, las condiciones macroeconómicas y socioculturales.

Si se tratara de dos monedas libremente convertibles y con exactamente las mismas funciones, para entender los flujos entre ambos espacios, las variables para el análisis serían el tipo de cambio, las tasas de interés y las expectativas de devaluación. Sin embargo, a lo largo del siguiente trabajo buscaremos profundizar respecto al rol del dólar en una economía periférica (particularmente en el presente profundizaremos en la Argentina), analizando si el mismo cumple las mismas funciones que la moneda local y hasta dónde pueden tratarse como sustitutos. En Argentina, por ejemplo, la posibilidad de realizar contratos, publicar precios y realizar múltiples transacciones en ambas monedas

(incluso en algunos casos, como el inmobiliario, mayormente en USD) presenta una situación donde existen evidentes restricciones a la política monetaria basadas en la no utilización de la moneda propia como dinero por parte del público en determinadas circunstancias.

Sabemos también que el dólar cumple el rol de dinero internacional, mientras que las monedas periféricas obviamente no, por lo que partimos de una asimetría notable. De lo que no existe duda es que el dólar como resguardo de valor en los países periféricos resulta históricamente más conveniente que las monedas nacionales (no así que los activos nominados en moneda nacional, lo cual es materia de discusión). En el largo plazo no existiría motivo aparente por el cual el circulante local resulte atractivo para el atesoramiento frente al dólar.

El endeudamiento soberano nominado en divisas

A pesar de las trágicas crisis de la deuda vivida en Latinoamérica, existe cierta ilusión, vinculada a la visión clásica de la economía, donde: los desbalances temporales de cuenta corriente se pueden financiar con la cuenta capital, y existe un nivel aceptable de endeudamiento externo. Lo curioso es que si ello fuera posible probablemente el mismo sea tan bajo que ni siquiera valga la pena recurrir a él. Una deuda a pagar, aunque sea pequeña, requiere usualmente de acceso a los mercados para “rollearla”, y el mismo depende tanto de la propia evolución económica (y política), de la mirada neoliberal que las calificadoras de riesgo tengan sobre la misma (ver Fitch Ratings – Criteria Report, 2014), y de las políticas de tasa propias de la economía emisora de la moneda de denominación. De esta forma niveles de endeudamiento relativamente bajos pueden resultar catastróficos si por alguna razón no se puede llevar adelante una refinanciación del capital. Tan solo el hecho de la necesidad de endeudarse en una moneda que no es propia, determina el lugar subordinado que ocupa una nación en el orden financiero y comercial internacional. En casos donde las reservas internacionales son abundantes, y por lo tanto el país deudor tiene capacidad de repago, vale preguntarse si tiene algún sentido endeudarse.

En la nombrada puja de espacios monetarios, perder espacio monetario es perder soberanía. El endeudamiento en moneda de otro país implica someterse a sus reglas,

sus niveles de tasa y depender de su evolución económica y política. Significa aceptar instituciones extranjeras (el dinero la principal de ellas) como espacios de contención de dinámicas locales.

Los roles del dólar

El dinero, bajo las concepciones de la ciencia económica, usualmente está definido por sus usos o roles: medio de cambio, unidad de medida y refugio de valor. Se analizará la capacidad que tiene el dólar para desempeñar cada una de estas funciones en nuestro país, pensando sus implicancias y considerando un nuevo espacio analítico: el dólar como inversión, ya que la mera mención del uso como refugio de valor suele confundir en una, diferentes tipos de motivaciones que impulsan la compra de la divisa.

El análisis del precio de una moneda es sumamente complejo, ya que no es equiparable al de ningún bien. Siguiendo el enfoque denominado “primer tratado clásico” por J.M. Keynes, donde la teoría neoclásica analiza el equilibrio parcial de cada mercado (Marshall, 1890), el aumento del precio de dólar no necesariamente desestimula su compra. Es dudoso que su utilidad marginal sea decreciente, y obviamente la oferta no se corresponde a ningún tipo de rendimientos en su producción.

Usualmente la teoría económica analiza el comportamiento de la cotización de una divisa con criterios propios del llamado “segundo tratado”, donde la moneda pertenece a una esfera diferente a la de la economía real interna. La oferta y demanda de moneda extranjera estaría vinculada a motivos, como ya nombramos, internacionales.

A diferencia del nombrado paradigma, nuestro objetivo es desmembrar la divisa al igual que al dinero local realizando cierta equivalencia entre ambos, para así profundizar en la competencia del dólar con la moneda local a nivel interno en cada una de las funciones sociales realizadas por el dinero.

En la competencia entre los espacios monetarios, el tenedor de dinero decide en cuál de los dos jugará el rol de acreedor frente al resto de la sociedad, de poseedor del derecho a compra. Es clave dilucidar cómo se realiza esta elección. Sin olvidar la configuración institucional de las monedas, y la instancia social de su creación. Como explican Aglietta

y Orléan (2002, 1990), la moneda impone cierta soberanía sobre los individuos, quienes siendo agentes sociales también la reciben en forma de imposición. Se trata de sujetos inmersos en un agregado más rico y complejo que la simple sumatoria de elementos autónomos (propios de la modelización basada en el *homo economicus*).

Una matriz de demanda

Los motivos que impulsan a reflejar una fragmentación en la demanda de divisas son variados, pero principalmente entendemos que tanto la información como el acceso a los mercados cambiarios y financieros son absolutamente asimétricos. Desde la dificultad para comprender las complejas variables financieras hasta la capacidad de contratar futuros de cambio o acceder a los mercados de capitales, todo indica que los agentes no observan ni dominan las mismas variables. También es de destacar, que frente a una crisis monetaria, se evidencian múltiples sectores y agentes sociales que, disconformes con el sistema monetario vigente y acorralados por el mismo, buscan desarrollar e impulsar otros espacios monetarios, más acordes a sus necesidades e intereses. La moneda no se encontraría definida estrictamente y de forma estática por un agente particular de la sociedad (el Estado por ejemplo) sino que se encuentra en permanente mutación y disputa. Cada sector intentará en la medida de sus posibilidades imponer la moneda donde, como institución, pueda intervenir más decisivamente.

Estas consideraciones nos impulsan a utilizar una herramienta más compleja que la usual ecuación optimizadora a fin de desmembrar el comportamiento social respecto al dólar: una matriz. La misma implica un sistema de ecuaciones, donde cada ecuación respondería a un agente en particular.¹

1 El planteo analítico aquí utilizado, estilizado en un sistema de ecuaciones expresado a través de una matriz hace de la estimación econométrica una tentación. Más allá de que la misma excede largamente el objeto y la capacidad del presente trabajo, consideramos a la misma de difícil realización. Inicialmente existirían grandes dificultades para medir conceptos psicológicos altamente volátiles de forma individual como la preferencia por la liquidez, que vinculados a un modelo con comportamientos miméticos no deberían por qué ser estables en el agregado, sino al contrario, inestables. Por otro lado, respecto a variables más estables como el poder de mercado financiero, no encontramos estadísticas públicas que permitan siquiera aproximarnos a las mismas; no solo existen grandes cantidades de recursos financieros “fuera del sistema”, sino que la capacidad de creación de dinero de forma endógena implica actores con potencial poder desestabilizante vinculado a perfil crediticio y a la regulación vigente. No descartamos a futuro, sin embargo, la posibilidad de incursionar en la estimación de algunas de estas variables y en sus mecanismos e influencia.

Los agentes sociales seleccionados funcionan simplemente como facilitadores al momento de describir el comportamiento de un agente que utiliza la divisa bajo un rol y una lógica determinada, no implicando de ninguna manera exclusividad, ya que un individuo puede funcionar dentro de varios estratos. El objetivo simplemente es destacar que el dólar no tiene por qué tener la misma función (refugio de valor por ejemplo) y por ende la demanda no debería por qué tener una misma lógica para cualquier tipo de actividad o agente. Recordemos que el sistema que hemos decidido utilizar no se nutre de múltiples agentes optimizadores con un sistema monetario ajeno y neutral, sino de individuos sociales que se ven sometidos a la utilización de la moneda (o monedas en el caso que nos atañe) como institución, y que la relación con la misma, tanto en su creación como en su utilización, depende del total del entramado social, con sus organizaciones, instituciones y política. La estratificación de la demanda busca sistematizar las diferentes relaciones, dada la inserción en la estructura social y productiva, que pueden tener los individuos con las funciones de la moneda.

De esta forma, en el rol valuador del dinero, encontraremos a los exportadores como los principales observadores del tipo de cambio, ya que su ingreso está absolutamente influido por el mismo. A nivel transaccional interno, el mercado inmobiliario, al cual tienen acceso los estratos superiores de la pirámide de ingresos. Luego existe la función de refugio de valor o inversión (usualmente unificada, decidimos escindirla ya que juzgamos que ambas facetas pueden estar regidas por diferentes motivaciones), aquí es donde más sectores parecen destacarse. El motivo para dividir entre los cuatro tipos de agentes se debe a que las motivaciones que los impulsan a operar en el mercado son esencialmente diferentes, en el apartado correspondiente profundizaremos al respecto.

Cuadro 1. Matriz de demanda de divisas para atesoramiento por función y sector social

Roles del dólar				
	Transaccional (interno)	Unidad de medida	Refugio de valor	Inversión
Exportadores / importadores	-	$e - e^*$; ϑ	δ_1	-
Carteras de inversión institucionales	-	-	-	PTI; ϑ
Ingresos altos / medios con capacidad de ahorro	Inmob	Inmob	δ_2	W; PTI
Actividades ilegales y no declaradas	-	-	ω	-

W: riqueza

ϑ : poder de mercado

δ : preferencia por la liquidez

ω : capacidad de blanqueo de dinero proveniente de actividades ilegales (la suponemos = 0)

$e - e^*$ = tipo de cambio de mercado – tipo de cambio requerido

PTI: paridad de tasas de interés

Inmob: actividad inmobiliaria

La demanda de dólares actual en Argentina

“La moneda debe probar a toda hora su legitimidad, renovando la confianza que la funda y luchando contra la aparición incesante de monedas embrionarias que vienen a cuestionar su monopolio”

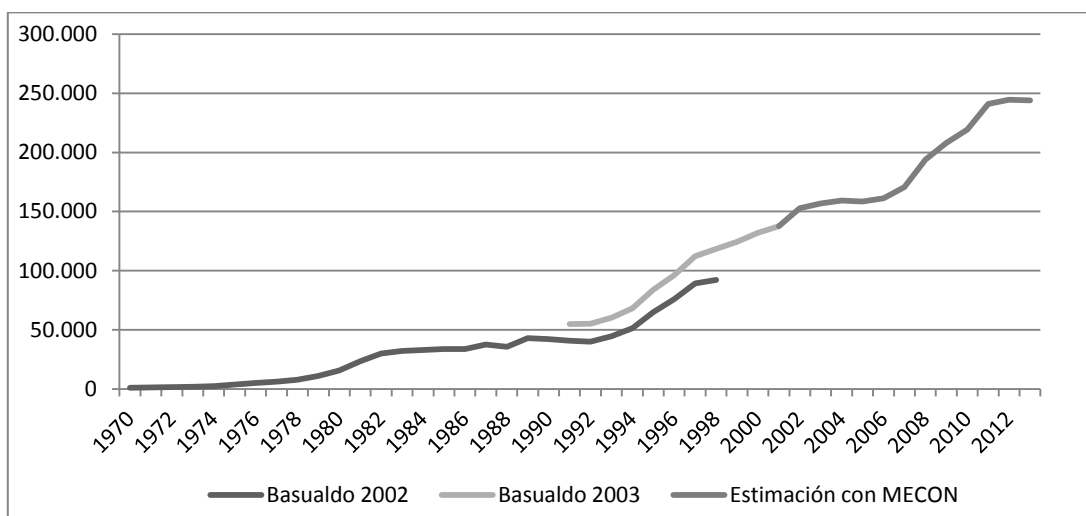
Aglietta y Orlean

La restricción externa y la fuga de capitales en Argentina

La fuga de capitales ha sido desde la década del 70 una sangría permanente de la economía argentina. Los renovados impulsos liberales de la década del 70 resultaron en la apertura de la cuenta capital de la balanza de pagos durante la gestión de Martínez De Hoz, mientras se inauguraba en la Argentina la etapa de “valorización financiera” (Basualdo, 2003). Desde entonces la tendencia a la acumulación de activos externos por parte de la población no ha cesado de crecer. Mientras los mercados de capitales internacionales permitían el endeudamiento la situación se sostenía a través de incrementos en el endeudamiento en divisas, siendo las crisis más significativas (hiperinflación del 89/91 y default del 2001) resultado de las cíclicas retracciones de los flujos de capital sobre el mercado cambiario.

En el gráfico a continuación se destacan los altos niveles de formación de activos externos.

Gráfico 1. Fuga de capitales acumulada desde 1970 (stock)



*Elaboración propia en base a datos de Basualdo 2002, Basualdo 2003 y Mecon

Más recientemente, desde el año 2007 se ha observado una creciente presión en la cuenta capital del balance de pagos debido a las compras de dólares para atesoramiento, siendo novedosa la financiación vía cuenta corriente. Las mismas solo se detuvieron una vez iniciadas restricciones cambiarias aplicadas a través de la Administración Federal de Ingresos Públicos y el Banco Central.

El MULC (Mercado Único y Libre de Cambios)

En febrero de 2012, a través de la comunicación “A” 3471 del Banco Central de la República Argentina, se instaura el régimen cambiario que, con ciertas modificaciones regulatorias ha estado vigente hasta el presente. El mismo establece que existirá un mercado unificado donde...“El tipo de cambio resultará del libre juego de la oferta y la demanda.”

Al tratarse de un régimen cambiario de flotación sucia, la modalidad disponible para el BCRA a fin de influir sobre la cotización de las divisas será a través de operaciones de mercado abierto.

Un solo tipo de cambio y un mercado donde confluyen la totalidad de las operaciones y agentes, sin distinción del destino de los fondos o la actividad.

Este tipo de mercado contrasta con los utilizados a lo largo de la historia argentina (Rapoport, 2000; FIEL, 1989), donde se destaca la existencia de fuertes restricciones a la adquisición de divisas por motivos no comerciales, y en varias ocasiones la utilización de cotizaciones múltiples. O sea, varios mercados para un mismo objeto (la divisa), pero donde actúan diferentes agentes y a diferentes precios, pudiendo ser los mismos fijos o flotantes.

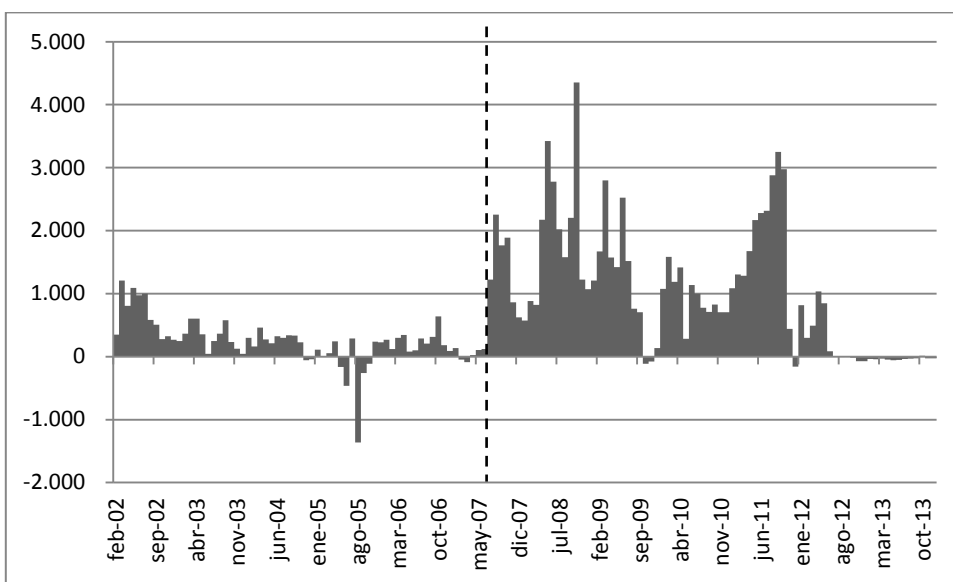
En el paradigma actual, al momento de realizar políticas referidas a los precios relativos de los bienes transables, las mismas se llevaron adelante a través de la estructura tributaria, siendo el ejemplo más destacable las retenciones a las exportaciones agropecuarias.

Es de destacar que esta modalidad, a pesar de fragmentar el precio de la divisa sectorialmente, no los desvincula. Todos los “tipos de cambio” se establecen a razón del establecido en el MULC, pudiendo existir diferentes niveles de precio pero volatilidades unificadas (todos varían cuando cambia el tipo de cambio de referencia).

El mercado de dólares reciente

Al observar el volumen de compras de dólares del sector privado no financiero para formación de activos externos (FAE), encontraremos que, desde el año 2003 hasta el 2007 existía una demanda relativamente estable. La misma podría estar distorsionada por las compras destinadas a turismo catalogadas erróneamente, sin embargo resulta útil a fin de analizar la evolución. Al estallar el crack bursátil de 2008, de indudable impacto en los mercados globales, la Argentina encontraba su frente externo firme pero ya con ciertos golpes. El conflicto por la aplicación de la ley de retenciones móviles, la intervención del INDEC, las diferencias entre el gobierno y los principales grupos mediáticos o el salto inflacionario del 2007 pueden haber sido factores de inestabilidad que hayan impactado en el nivel de compras de divisas previo a la crisis internacional, ilustrando de esta forma claramente la combinación de fuentes externas e internas de inestabilidad en el mercado cambiario (Gaggero et al, 2014). Este salto en las compras puede observarse claramente en el gráfico siguiente:

Gráfico 2. Formación de Activos del Sector Privado No Financiero

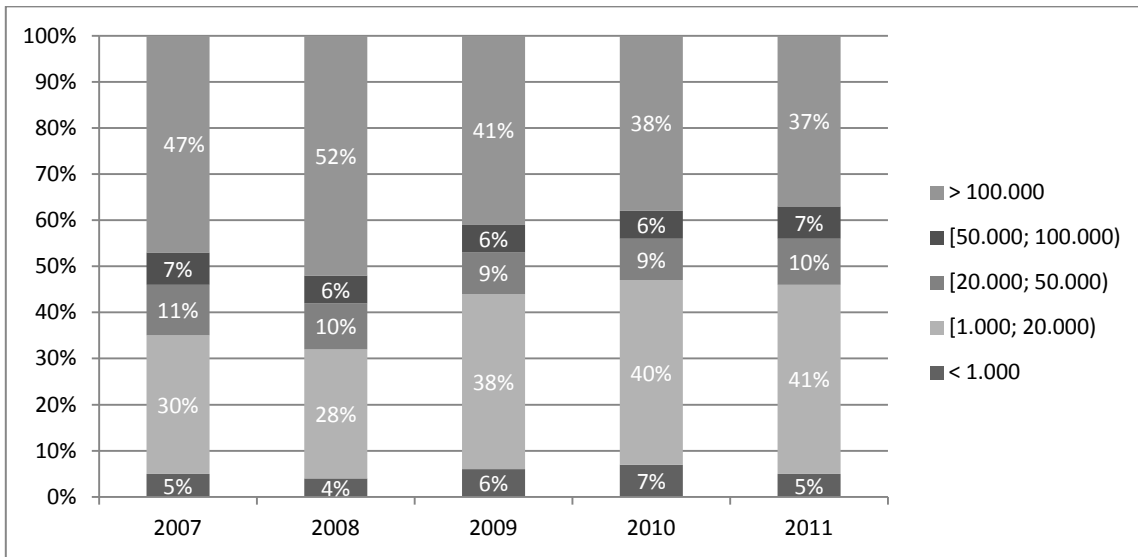


Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

En los años previos a la aplicación de las restricciones (fines del 2011, donde merman las compras de dólares de este tipo para virtualmente desaparecen en 2012 producto de los controles nombrados), podemos observar que la demanda de dólares billete de ninguna forma se encontraba limitada a los grandes agentes de la economía.

Es notable como desde 2008 en adelante ha ido cambiando gradualmente la composición de la demanda, siendo creciente la participación de demandantes de los sectores medios. Sin embargo debemos resaltar que tan solo un 6% de la adquisición total de divisas está explicada por personas físicas o jurídicas con compras menos de 1.000 US, indicando que la clave no parece estar en las clases populares. En el gráfico a continuación puede observarse la composición de la demanda, estratificada por compras mensuales por persona:

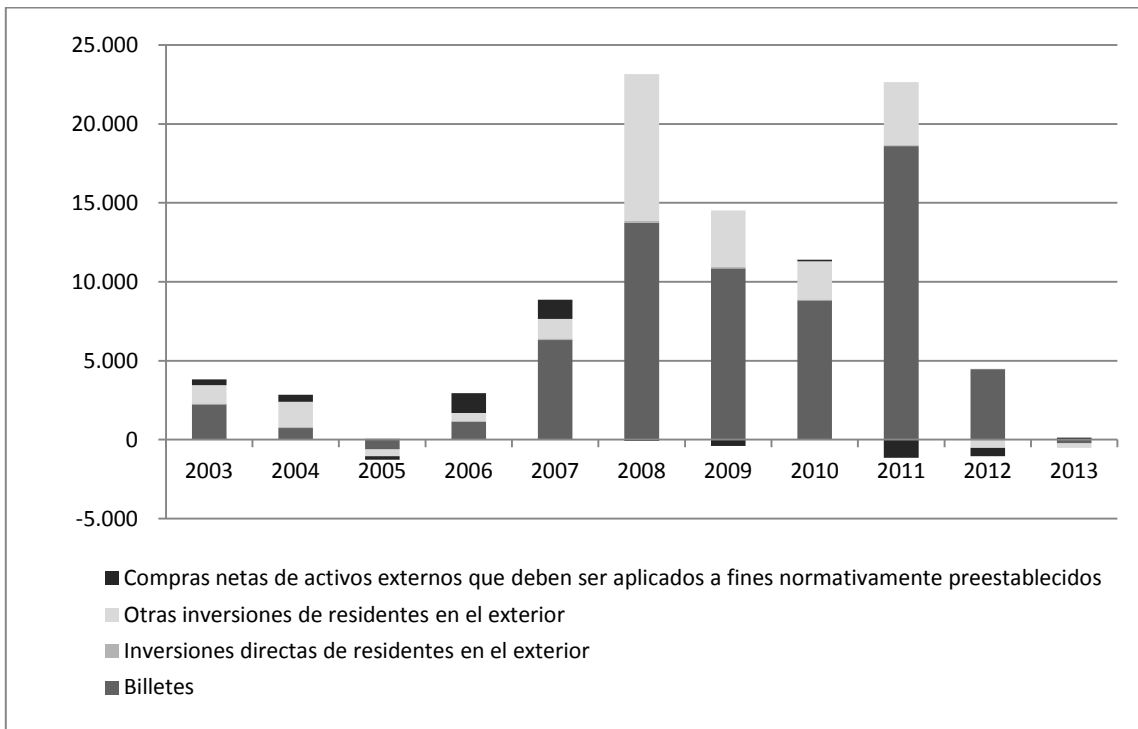
Gráfico 3. Demanda de divisas estratificada por monto



Fuente: Gaggero et al

Este mismo comportamiento se destaca al observar la creciente participación que tiene la compra de billetes desde 2007, observadas en el gráfico 4:

Gráfico 4. Formación de Activos del Sector Privado No Financiero según destino



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

Entendiendo que los diferentes estratos de la demanda podrían responder a diferentes motivaciones, pasaremos a profundizar en las cualidades que hacen del dólar una divisa sumamente demandada en la Argentina.

La matriz de demanda en Argentina

1. El dólar transaccional

La bancarización y el dólar

Una gran dificultad para una economía periférica sería si gran parte de la transaccionalidad se realiza a través de apalancamiento en moneda extranjera, o si el sistema bancario está atravesado por altos niveles de dolarización. Podríamos pensar que un sector financiero dolarizado implica un alto nivel de transaccionalidad denominada en moneda extranjera.

A pesar de que no existen datos acerca de la cantidad de contratos denominados en dólares en Argentina, el endeudamiento privado y los depósitos en dólares en el sistema financiero no parece ser un problema significativo en la coyuntura. En el cuadro 3 pueden observarse los reducidos indicadores argentinos.

Es de destacar, sin embargo, que la bancarización de la economía argentina se encuentra regionalmente lejos del promedio ilustrando el largo trecho que aún queda por recorrer. Si se mantiene el paradigma actual con los controles de cambio vigentes, un mayor nivel de bancarización podría implicar, obviamente, mayores niveles de control. El limitado espacio ocupado por el sector bancario indica un alto grado de transaccionalidad por fuera del mismo, siendo materia de simple especulación el nivel de dolarización. En el cuadro nombrado se observa el alto nivel de monetización relativo en Argentina y la sumamente escasa participación de los depósitos, dando lugar a altos niveles de circulante no registrado o influenciado por el sector bancario, con potencial interacción con dólares billete.

Cuadro 3. Agregados monetarios sobre PBI

	Base Monetaria	M3
Argentina	11%	28%
Brasil	5%	79%
Chile	6%	101%
Colombia	8%	45%
Venezuela	4%	44%

El mercado inmobiliario.

El mercado de viviendas actuales se encuentra en gran parte dolarizado, no solo nominalmente (desde la valuación de los activos) sino de hecho, ya que las operaciones se realizan en esta moneda. En este tipo de operaciones, la relevancia de la primera vivienda para las clases medias, y ciertas características rentistas de las clases más acomodadas (ver Medici, Panigo, Garriz y Gallo 2012), hacen que muchas veces el objetivo del ahorro financiero sea la compra de inmuebles. Cualquier tipo de acumulación financiera con este objetivo, que no sea la mera acumulación de dólares, contempla cierto riesgo cambiario. Probablemente la capacidad de cubrirlo o asumirlo sea particularmente propia de individuos vinculados al mercado financiero (el manejo de contratos de futuros no solo es complejo, sino que también requiere obtener líneas crediticias particulares para esta operatoria, siendo una significativa barrera a la entrada).

Cualquier tipo de especulación acerca del volumen de esta demanda resultaría poco serio. La abundancia de dólares en cajas de seguridad, las compras (acumulativas) previas al momento de la transacción, sumado al llamado mercado actualmente llamado “blue” (paralelo o ilegal), hacen de esta medición sumamente dificultosa.

2. El dólar como refugio de valor

“...lo que el hombre quiere <<por naturaleza>> no es ganar más y más dinero, sino vivir pura y simplemente, como siempre ha vivido, y ganar lo necesario para seguir viviendo.”

Max Weber

En la Argentina el dólar funciona como refugio. No se trata de activos nominados en dólares (depósitos o títulos de deuda), sino del dólar como billete que compite con el peso y con otro tipo de activos (incluso los nominados en dólares). La reciente normativa² que habilita la compra para atesoramiento validaría esta idea.

Si el dólar cumple este rol en nuestra economía habría que preguntarse si los individuos lo consideran una alternativa de especulación (que compite con otras) o simplemente dinero, o sea, la herramienta de ahorro más difundida en la historia, la institución con la cual pueden mantener poder adquisitivo (capacidad acreedora frente al resto de la sociedad), el objeto de deseo por excelencia (Simmel, 1958). ¿Por qué deberíamos simplificar las decisiones a tal extremo de pensar que una persona está dispuesta a poner en riesgo su riqueza financiera a fin de obtener un rendimiento financiero? ¿Es razonable asumir este comportamiento en los agentes? El mainstream económico supone que los individuos tienen información perfecta. ¿Por qué un ingeniero, un psicólogo o un repositor deberían estar pensando en la evolución de las variables monetarias al momento de decidir atesorar? ¿Su “negocio” no pasa por otro lado? ¿La población está tan desapegada a sus ahorros que está dispuesta a asumir riesgos (por mínimos que sean) y entregar sus dólares, su dinero, fuente de seguridad y andamio de proyectos, para intentar obtener un rendimiento financiero en un mercado que le es totalmente desconocido? En el presente trabajo, buscaremos esbozar herramientas analíticas que permitan, alejándonos del homo economicus, entender de una manera alternativa el comportamiento de los agentes.

² Resolución General 3583 de AFIP (año 2014)

Podríamos pensar que en su mayoría el sistema de créditos y pagos es en pesos (como especificamos anteriormente), pero que el atesoramiento puede ser en dólares, idea avalada por la previamente descrita abundante formación de activos externos.

Nos encontraríamos por lo tanto en un problema ya conocido por los economistas: una preferencia por la liquidez monetaria de los agentes volátil y potencialmente desestabilizadora, donde la gravedad radica en que la misma no es en moneda local.

La trampa de la liquidez en Argentina y el individuo girardiano (9)

Retomando la concepción descrita por el economista post keynesiano M G Hayes (2012), la “liquidez”, en el sentido utilizado por Keynes, hace referencia al mantenimiento del poder adquisitivo del activo en cuestión, no solo a la convertibilidad de los mismos. La moneda funcionaría como refugio líquido tanto por su capacidad de mantener el valor, su trocabilidad y bajo costo (criterios de liquidez descritos por López y Mareso, 2014). Esta visión no difiere mucho de la planteada por versión del dinero del filósofo Georg Simmel, donde el mismo es la referencia para anclarnos en un mundo de permanentes variaciones, en un mundo relativo.

Para entender más profundamente la necesidad de liquidez, surge nuevamente como figura útil la idea del individuo girardiano y su comportamiento mimético. Como dijimos, según este pensador, los comportamientos particulares y la estructura de deseos personal están básicamente contruidos bajo procesos de imitación. Es la búsqueda de parecerse al otro (real o subjetivo) donde hay que buscar el origen del valor, en la violenta competencia que existe entre los seres humanos por ser iguales pero diferenciándonos. La moneda es, según las ideas regulacionistas, la institución que condensa esta violencia y permite gestionarla de forma social. El problema es definir cuál es (o será) la moneda, cuál es o será la riqueza social, el elemento que a futuro sea aceptado por todos los miembros de la comunidad y a su vez mantenga su poder de compra. Es aquí donde la idea de mimesis y comportamiento de manada se vuelve inapelable: cada individuo debe comportarse como todos, para asegurar su capacidad de compra futura, para reducir la incertidumbre, y para ello busca lo que cree que será el activo más deseado, la riqueza más líquida. ¿Cuál es, al fin y al cabo, la búsqueda individual? Simplemente la protección frente a la incertidumbre y fragilidad, particular producto del sistema mercantil. Para afirmarse en el presente el individuo querrá estar seguro que en cualquier futuro

hipotético, la sociedad responderá a sus necesidades. La forma de asegurarse esa colaboración es a través de acumulación de riqueza líquida. La institución por excelencia que intermedia a fin de canalizar las fuerzas sociales con un determinado fin es el dinero. El problema es definir cuál será el dinero que cumpla mejor este rol.

Volviendo al dólar, todas las políticas que presentan alternativas de inversión a fin de menguar la demanda de dólares físicos suponen que existe cierta sustituibilidad del billete norteamericano por otro tipo de activos. Y aquí es donde se vuelve obligada la misma duda que aquejaba a Keynes. ¿Por qué alguien tendría dinero si puede obtener un activo que le rinde un interés? ¿Cuál es la elasticidad de cierta demanda de dólares a la tasa de interés en pesos dominada por el BCRA?

Aquí la trampa de la liquidez keynesiana no solo detiene la demanda agregada. Puede presionar lo suficiente sobre el mercado cambiario como para generar una depreciación de la moneda doméstica a niveles no buscados por el gobierno, alentando de esta forma la fuga hacia el dólar nuevamente. Lamentablemente este fenómeno aparece relativamente poco tratado en la literatura. Incluso los estructuralistas latinoamericanos, defensores de la necesidad de implementar tipos de cambios múltiples y estudiosos de los desequilibrios cambiarios de la periferia, veían esencialmente en los problemas de cuenta corriente el origen fundamental de las devaluaciones inflacionarias. A lo largo del período analizado, las presiones alcistas del tipo de cambio no proceden de la insuficiencia de divisas comerciales, sino del excesivo acaparamiento de las mismas por parte de los agentes.

La inflación y la devaluación

Desde David Ricardo, quien buscó incansablemente un patrón invariable de medida del valor sin hallarlo, la teoría económica se nutre de la idea de que todos los valores son relativos y permanentemente fluctuantes. En lo referente a nuestra economía, afirma A. Bunge (1940): “Algunos han creído que las oscilaciones de <<nuestra>> moneda se salvaban refiriéndose a una moneda considerada <<estable>>, como el dólar o la libra (...). Ni aún hoy se ha desvanecido esa suposición.”

No debemos pretender, sin embargo, que los individuos incorporen esta realidad de su comportamiento económico y lo naturalicen. La inestabilidad permanente es real, pero sin

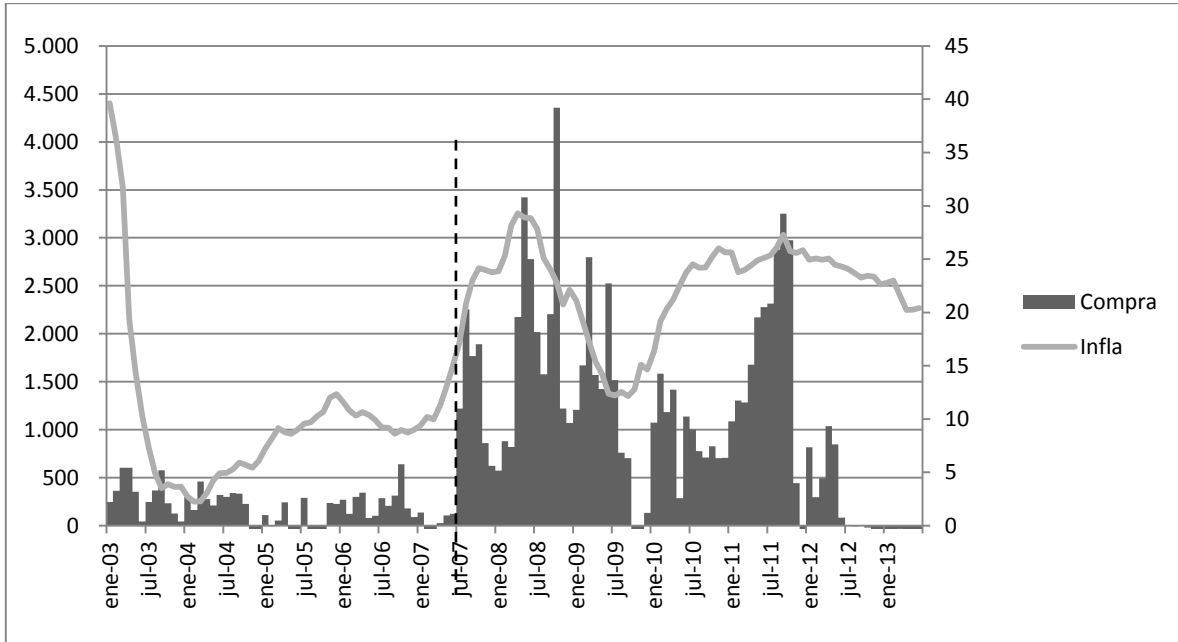
dudas es incómoda. La falta de un mástil al cual atarse, una unidad a partir de la cual construir escenarios futuros, posibilidades reales de cambio para una familia y mensurar todo tipo de deseos materiales, debería ser desconcertante para cualquier individuo. Es un mundo donde el trabajo es real y concreto, pero los ahorros y el salario variables y efímeros. En cualquier caso la inflación en moneda doméstica debió (y debe) generar limitaciones en el peso al momento de ocupar su rol social esperado. La pérdida de poder de compra de los ahorros dinerarios, es de suponer que puede llegar a resultar sumamente desestabilizadora a nivel emocional para los trabajadores y ahorristas (Simmel, 1958)

Existió inflación en ambas monedas ¿Existe la posibilidad de que haya una percepción solo de inflación en pesos? ¿O expectativas de que a la larga vaya a ajustar la cotización de la divisa? Es aquí donde una competencia entre los espacios monetarios puede llegar a volverse más tensa. Se daría una suerte de ley de Gresham³ (quien se refería a la utilización de una misma moneda circulante en metálico con diferentes calidades), donde la moneda de menor calidad desplaza a la mejor en los aspectos transaccionales, pero no así para atesoramiento.

En el gráfico 5 se puede observar que la aceleración de la inflación es ligeramente previa al inicio del comienzo del primer ciclo de intensificación de la fuga, mientras que en el gráfico 6 se destaca que la devaluación solo llega como consecuencia (o al menos a posteriori de la misma). Por lo que las versiones que explican las compras en base al nivel de depreciación se ven claramente contradichas por los hechos. No solo el aumento de la cotización no explica el crecimiento de las compras de dólares, sino que previo al recrudecimiento del fenómeno a mediados del 2007 existió una importante apreciación del peso.

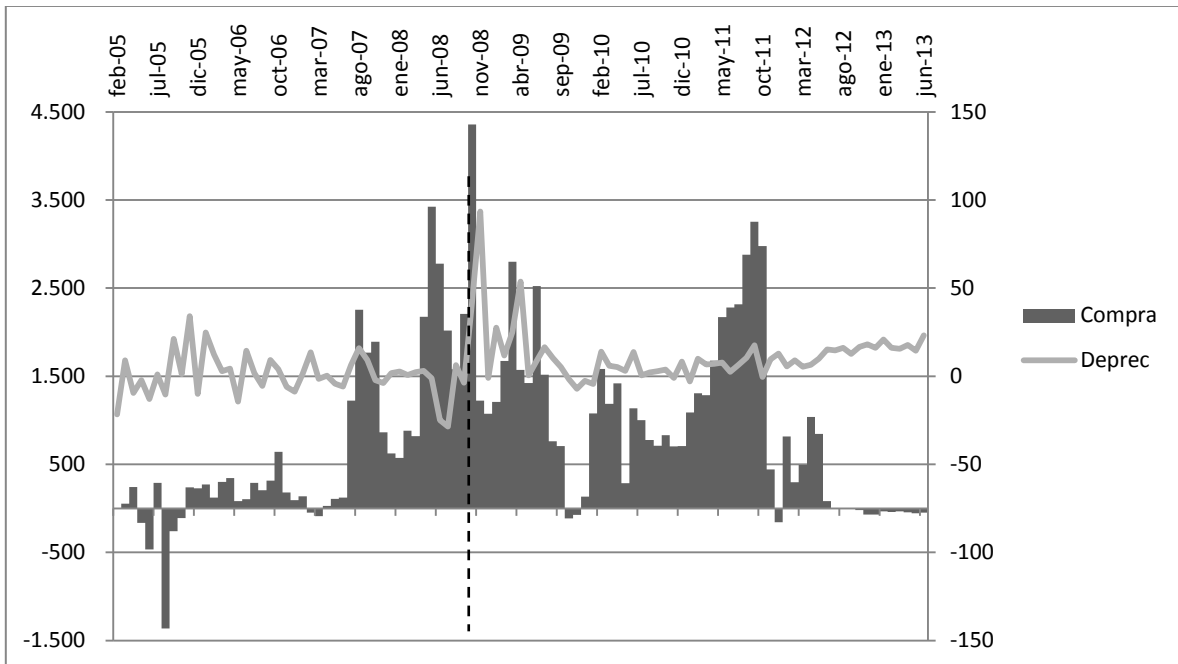
³ Ley de Gresham: idea vinculada al mercader del siglo XVI Thomas Gresham, quien afirmó que la “buena moneda es desplazada del mercado por la mala”. A pesar de su referencia a un sistema a un sistema metalista, en la actualidad se utiliza para referir, en una economía donde existen dos monedas en circulación, la preferencia de atesoramiento de una (la buena) sobre otra (la mala) que sería preferida para motivos transaccionales meramente.

Gráfico 5. Formación de activos externos del sector privado no financiero e inflación (a/a)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y estadísticas provinciales recopiladas por el CESO.

Gráfico 6. Formación de activos externos del sector privado no financiero y depreciación mensual del peso anualizada (TNA)



Fuente: Elaboración propia en base a información del BCRA

En el caso de las variaciones de precios, es posible que a pesar de percibir la pérdida inmediata de poder adquisitivo que resultó durante años la tenencia de dólares producto de la inflación, con una depreciación acotada de la moneda, los ahorristas hayan optado por la opción menos perjudicial, no siendo muchas veces el mercado financiero una alternativa considerada (ya destacamos los bajos niveles de bancarización y las cíclicas crisis sectoriales como fueron el plan Bonex en 1989 o el “Corralito” de 2001). Las nombradas crisis estructurales del sistema bancario, vinculadas a otro tipo de modelo financiero pero aún así parte del pasado monetario argentino, sumadas a la debilidad estructural que presenta la moneda nacional, entendiéndola como institución no como mercancía, hacen del escenario inflacionario uno sumamente dificultoso. Si se trató de una elección estricta entre dólares o pesos, no parece esta última lógicamente viable.

Si, como sospechamos, el comportamiento del ahorrista medio contempla a la tenencia de dólares como un resguardo frente a la volatilidad, o sea, responde a preferencias por la liquidez, la explicación de la fuga a través de una variable objetiva y mensurable (o un conjunto) puede ser un mero espejismo. Es el caso de la posible correlación que existe con la inflación, la misma puede haber disparado compras de divisas para atesoramiento, pero debemos ser cautos, dada la historia argentina plagada de crisis financieras y cambiarias cualquier situación política o mediática (como las acontecidas los años 2007-2008) debería alterar la percepción de estabilidad del ahorrista. Este, recurriendo a su más básico instinto, correrá a protegerse de posibles fluctuaciones (o peores escenarios) comprando el único activo que le brinda seguridad emocional: el dinero, en este caso, el dólar. Por ende la correlación temporal no debe interpretarse como causalidad, si el salto inflacionario tiene componentes importados a través del precio de los alimentos (Asiain, 2011) y el crecimiento de los ingresos del sector agropecuario se canalizan al mercado cambiario (Medici, Panigo, Garriz, Gallo, 2012), ambos eventos, la inflación y la formación de activos externos pueden tener un mismo origen, sin existir necesariamente una determinación mutua.

Como fuera señalado, el inicio de la fuga coincide con una etapa de agudización del conflicto político en argentina dinamizado por los principales agentes mediáticos, pequeños ahorristas que forman sus expectativas basados en información publicada por medios masivos, o ven en la inestabilidad política una referencia de la inestabilidad económica, pueden haber respondido a ella con creciente compras de dólares.

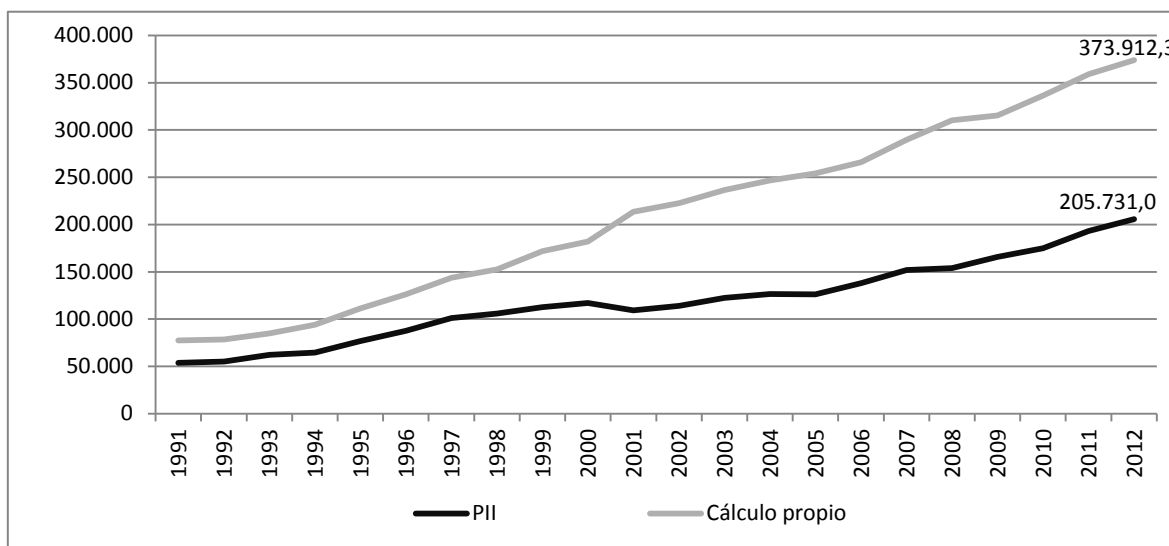
Las actividades ilegales y no declaradas

Existen tres tipos de canales que podrían generar presiones sobre el mercado cambiario: los fondos provenientes de actividades ilegales, la fuga realizada para evadir imposiciones fiscales y la evasión para fugar a plazas externas. Es de destacar que gran parte de estos movimientos se encuentran camuflados en la cuenta corriente de la balanza de pagos, escapando de esta forma al alcance del siguiente trabajo.

En este caso, la elección excluyente peso – dólar parece irrefutable. La circulación por fuera de la legalidad limita las posibilidades de activos líquidos tan solo al circulante, y la tendencia a la depreciación del peso ha sido casi constante a lo largo de todo el período, siendo entonces la única alternativa el dólar

Asimismo, sabemos que para transferir dinero proveniente de actividades ilegales o no declarado a paraísos fiscales, es necesario proveerse de dólares, y el atractivo que generan esas plazas para esta clase de actores no es para nada despreciable. Lamentablemente no pueden considerarse estos movimientos como meras decisiones optimizadoras, existen en este caso motivaciones legales y de corte moral. Para ilustrar el nivel que puede llegar a alcanzar el nivel de fuga de capitales en Argentina, podemos recurrir a la estimación de stock de activos externos en manos de residentes realizada por Gaggero, Rua, Gaggero en 2014 realizada a través del método residual de balanza de pagos:

Gráfico 7. Estimación del stock de activos externos. Estimación Gaggero, Rua, Gaggero (“cálculo propio” en el gráfico) y Posición de Inversión Internacional (PII, Ministerio de Economía). 1991-2011. En millones de dólares corrientes.



Fuente: Gaggero, Rua, Gaggero

Debemos resaltar que las estimaciones incluyen rendimientos de los activos, o sea, que pagan un interés. Aunque tratándose de niveles bajos, la aclaración vale para considerar que el aumento del stock no se debe en su totalidad a la fuga de capitales, aunque sí en su mayoría.

A diciembre de 2012 existían colocados en plazo fijo privados en el sistema financiero un total de 187.550 millones de pesos (BCRA), a tipo de cambio oficial hablamos del equivalente a 38.141 millones de dólares. Cualquiera sea la estimación contemplada (Gaggero o PII), el stock de plazos fijos y por ende la capacidad del Banco Central para desestimular la dolarización a través del sistema oficial bancario parece ser reducida.

3. El dólar como unidad de medida

Son conocidas las complicaciones que acarrea la existencia del dinero (y las variaciones de su precio) para el análisis económico. Tanto en un paradigma walrasiano de equilibrio general, donde no existe el dinero sino tan solo el numerario, como en el análisis neoclásico marshalliano de equilibrio parcial donde el dinero solo es utilizado para fijar

precios relativos, la existencia de dinero es molesta para el mainstream económico. En el caso que nos atañe de una economía abierta con competencia de espacios monetarios, el cambio de cotización de una de las monedas no modifica su precio relativo de forma homogénea con el resto de las mercancías, sino que arrastra tras de sí la totalidad del sistema de precios relativos, haciendo ridículamente complejo cualquier tipo de análisis basado en la tradición marginalista. Los parches teórico introducidos por los enfoques monetaristas (el nombrado “segundo tratado” del dinero) tampoco resultan satisfactorios desde ningún aspecto y no ameritan su tratamiento en el siguiente texto.

Asimismo, las asimetrías distributivas que generan las variaciones del tipo de cambio hacen del precio del dinero un espacio para la puja, tanto los exportadores de commodities (tomadores de precios) como los tenedores de divisas, encuentran en el mercado de dólares el único espacio mercantil donde presionar por su porción del ingreso. Hablamos de una competencia por imponer la unidad de medida, para establecer el tamaño de la vara “fundamental”. Despreciar los aspectos estructurales del mercado de divisas, reduciendo el mismo a una negociación de agentes optimizadores homogéneos no consideramos que sea acertado, lo que nos obliga a indagar en los conflictos y presiones sectoriales.

El tipo de cambio: redistribuidor de la riqueza ($e - e^*$; ϑ)

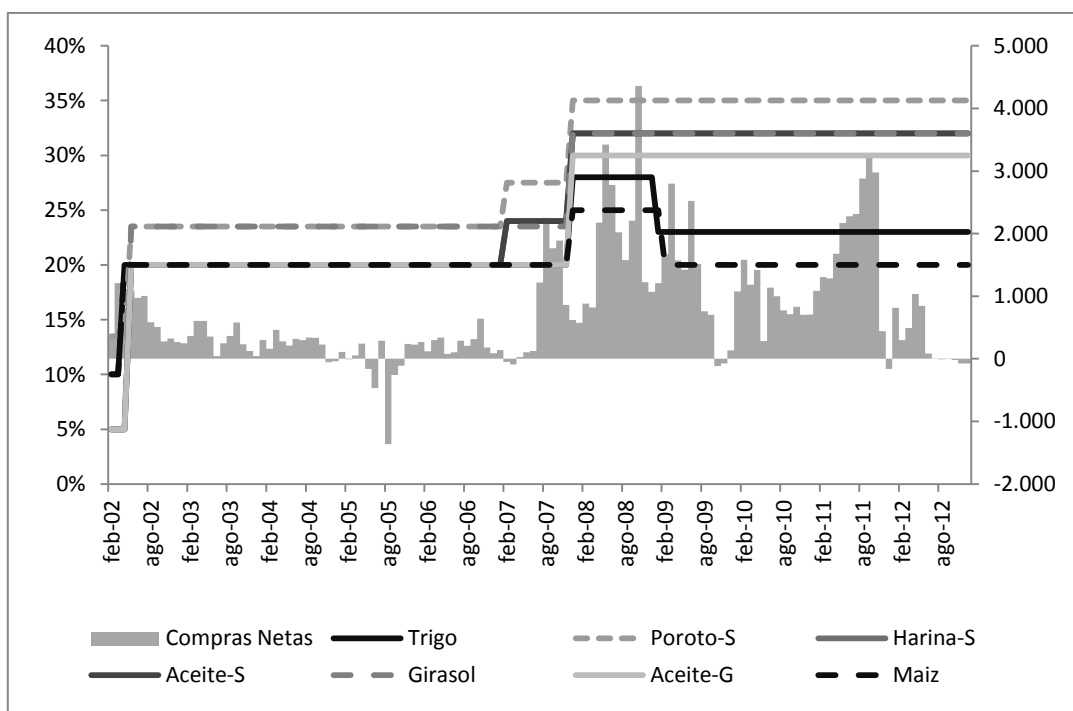
El precio de la divisa, cumple un rol social mucho más complejo que el de simple señal para asignación de recursos. Se trata de un enorme redistribuidor de la riqueza a nivel estructural. Entendemos a la economía argentina como una estructura productiva desequilibrada, con una baja elasticidad de las exportaciones a los precios en el corto plazo (ver Berretoni y Castresana (2009), Mecon (2009)). . El dólar cumplirá un rol esencialmente distributivo, primando el efecto ingreso sobre el efecto precio al momento de una devaluación. Un sistema bimonetario con grandes niveles de billetes físicos extranjeros y mercados abiertos, genera estímulos para las actitudes particularmente especulativas, teniendo el sector agroexportador un gran poder relativo en el mercado cambiario⁴, y siendo, como dijimos anteriormente, la única manera de pujar por sus ingresos presionar sobre la cotización de la divisa, la libertad del MULC (Mercado Único y Libre de Cambios) resulta en un espacio de contienda por la distribución de la riqueza que

⁴ En el lustro 2008-2012 las exportaciones primarias representaron un 22% del total mientras que las manufacturas de origen agropecuario un 34%.

supera el rol del mercado como mero asignador de recursos. Más allá de la evolución de las variables, las negociaciones entre el gobierno y las cerealeras por la liquidación de exportaciones a finales de 2013 parecen sumamente ilustrativas de los componentes corporativos e institucionales del mercado cambiario.

Asimismo la coincidencia temporal entre los aumentos a las retenciones (incluyendo el intento de implementación de la resolución 125) y el inicio de la fuga dan un indicio de posibles componentes de presiones devaluatorias.

Gráfico 8. Fuga de capitales y retenciones al sector agrícola



Fuente: Elaboración propia en base a información del BCRA y el INDEC

No debemos entender, producto del gráfico anterior, que el aumento de las retenciones necesariamente aumenta el nivel de fuga, ya que las mismas al reducir el excedente rentístico agropecuario pueden incluso reducirla. Medici y Panigo (2013) presentan evidencia de que las economías donde existe un factor fijo de producción, presentan elevados niveles de componentes rentísticos, los cuales no tienen tendencia a mantener altos niveles de inversión y son propensos a la formación de activos externos. Según los autores, se puede observar la alta correlación que existe entre el precio de las materias primas y la formación de activos externos. Siendo las actividades agrarias de exportación

poco capital intensivas, el excedente rentístico obtenido por el alza de los precios internacionales no tendría canales de absorción productivos a nivel interno, destinándose entonces a la formación de activos externos.

Tampoco debemos olvidar que el caso de los exportadores es sumamente particular, ya que si los mismos tienen el suficiente poder de mercado (ϑ) para influir en la cotización de la divisa, las depreciaciones obtenidas, si son sostenidas en el tiempo, no solo mejorarán el precio corriente de los bienes a exportar sino que mejorarán todo el flujo de fondos a futuro. O sea, si el sector contara con suficientes fondos (en pesos) como para presionar a una depreciación del mismo vía compra de dólares, no habría ningún estímulo suficiente que evite este mecanismo⁵.

En el mercado cambiario se juega el flujo de fondos total del exportador. La tasa de interés en pesos no compite con una inversión en divisas, sino con las ganancias totales (en referencia a la producción hasta el infinito) directamente influenciadas por el tipo de cambio.

Incluso si el productor agropecuario tiene la estructura de costos armada en dólares, por ejemplo el arrendamiento, que se mide en toneladas de soja, o la misma facturación, probablemente la liquidez excedente la vuelque a la divisa, de lo contrario estaría tomando riesgo cambiario (a menos que asuma el costo de asegurarlo, lo cual solo tendría sentido si la tasa de depósitos en pesos supera a la del contrato a futuro, escenario difícil dada su tendencia al arbitraje).

Claramente esta situación se volvería explosiva, ya que el tipo de cambio requerido (e^*) sería simplemente el más alto posible. La limitación de la presión del sector exportador sobre el precio de la divisa se encontraría determinada por la proporción del excedente

⁵ Ejemplificando con la tasa de interés en pesos:

$$(1) i = i^* + \Delta e^e + \Delta VA(\sum_{t=1}^{\infty} X_t^e \cdot e_t^e)$$

$$(2) e_t^e = e_t^e(\vartheta)$$

$$(3) \vartheta = \vartheta\left(\frac{X}{R}\right)$$

R = reservas

X = exportaciones agrarias

VA = Valor Actual

proveniente de las exportaciones que pueda obtener (suponiendo que las de períodos anteriores ya han sido dolarizados). La forma propuesta de medirlo es sobre el nivel de reservas internacionales que maneja el BCRA.

La medición del ahorro

También resulta clave estimar cuál es la unidad de medida tomada por los sectores concentrados para medir sus rendimientos, si el dólar o la moneda local. Si se trata del dólar, la explicación a varios fenómenos de las economías latinoamericanas puede simplificarse, de esa forma la única manera de mantener el excedente en el país (bajo un régimen de libre movilidad de capitales) es a través de rendimientos en dólares altamente competitivos a nivel internacional.

En este caso, la inversión deja de ser el dólar para ser los activos en pesos. Todos estarían “dolarizados” (en cuanto a valuación). Sin embargo, hay que considerar que no serían equivalentes los agentes que compran dólares resguardándose frente a una posible depreciación del peso, que los que compran activos en pesos especulando con una potencial apreciación del mismo. Unos serían completamente adversos al riesgo (o inversores poco sofisticados) mientras que los otros serían tomadores del mismo.

Asimismo se entiende que a mayor dolarización de las carteras de activos, más estímulos existen para realizar ataques especulativos y permeabilidad a soluciones devaluatorias. En 2006, la Reserva Federal estimó que las tenencias de billetes norteamericanos por parte de argentinos alcanzaba los 50 mil millones, mientras que Gaggero et al (2014) determinaron que el valor de los activos de argentinos en el exterior podría alcanzar los USD 400.000 millones siendo su piso USD 200.000 millones.

La evaluación es simple: a mayor cantidad de activos nominados en dólares por parte de argentinos, mayor será la aceptación de una depreciación de la moneda local. Esta propuesta no es para nada novedosa, Keynes ya la planteaba cuando describía la puja entre cartalista y metalistas, y su vinculación con los deudores y los acreedores en moneda respaldada.

Asimismo el dólar es el único activo que tan solo por comprarlo genera presiones al alza del flujo futuro de ingresos. Si un empresario tiene su facturación esperada vinculada a la evolución del dólar, la cotización del mismo no funcionará simplemente como un activo

cualquiera en su poder, sino que su rendimiento será exponencial. Un actor con suficiente poder de mercado como para presionar al alza del cambio, no debería dudar en comprar divisas.

4. El dólar como inversión

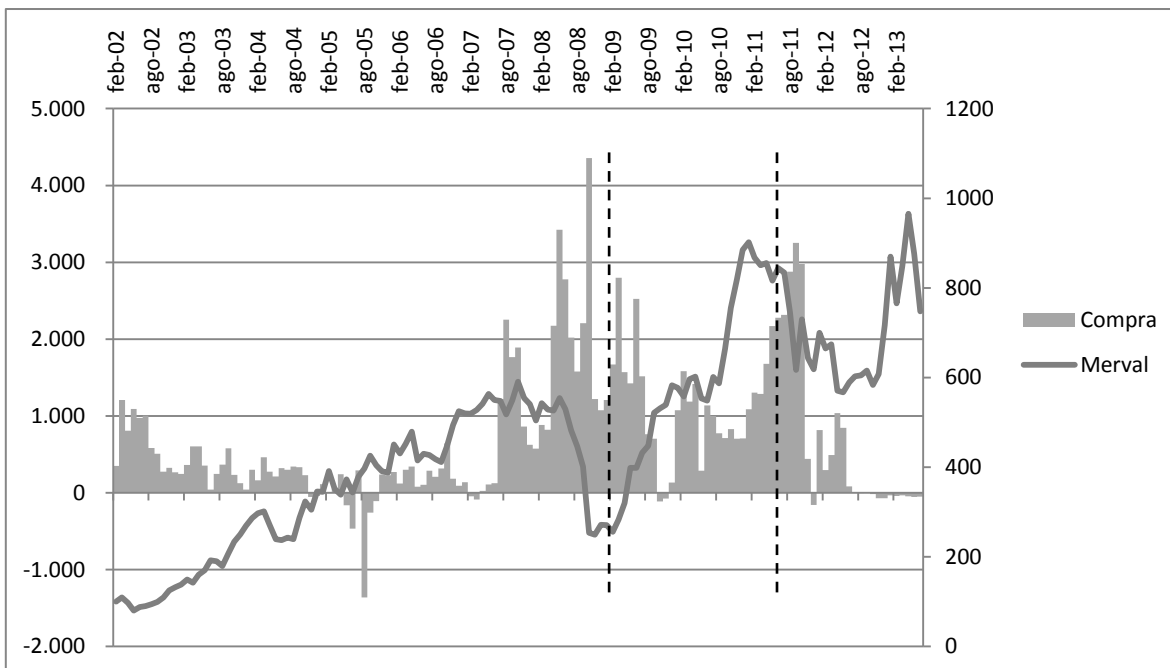
“La sociedad actual está construida sobre el hecho de que algunos no poseen dinero alguno (clases bajas), otros pueden ahorrar algo (clases medias), y una tercera clase puede vivir permanentemente de los intereses (clases altas). Esta es una estructura social casi totalmente independiente de las personas. Este estado injusto de la cuestión, ha llegado a través de una justa victoria en la competencia, una victoria de los más astutos, los más perspicaces, o incluso los más inescrupulosos.”

Georg Simmel

Como hemos señalado anteriormente ¿Por qué no incluir el siguiente análisis en el apartado de “refugio de valor”? Simplemente por considerar que puede existir cierta demanda de dólares especulativa, vinculada a las fluctuaciones del tipo de cambio, una demanda que impulsa estrategias de inversión agresivas, y no como pretende el término “refugio”, meramente defensivas.

Al observar la serie de fuga comparada con el índice Merval, es fácil detectar que no se trata de los mismos actores los que invierten en la bolsa argentina y los que compran dólares, los picos de fuga no requirieron desarmar posiciones en acciones e incluso existen períodos donde convive un alza del Merval con formación creciente de activos externos. Es sabido que el mercado accionario porteño no es de una envergadura relevante, sin embargo la evolución de las cotizaciones indica que mientras algunos individuos tenían expectativas pesimistas y apostaron al dólar, otros (probablemente más sofisticados) se volcaban a la bolsa.

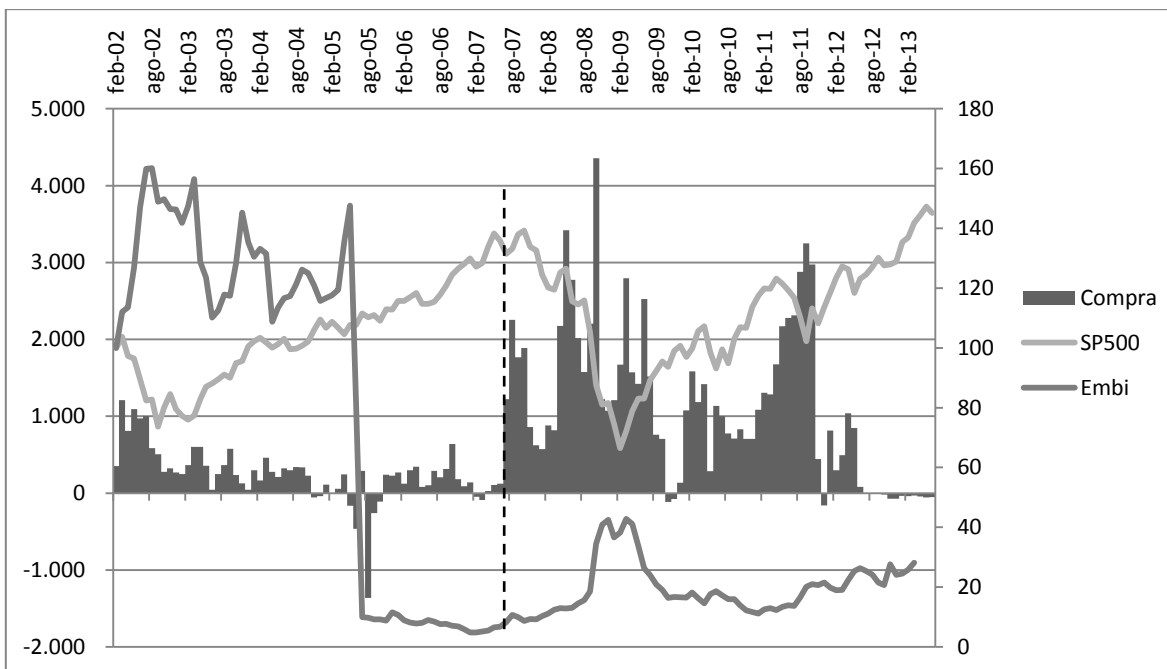
Gráfico 9. Compra de dólares del sector privado no financiero para atesoramiento y evolución del Merval



Fuente: Elaboración propia en base a información del BCRA y Bolsar

Al analizar el impacto de la crisis global y del comportamiento de los bonos argentinos en plazas extranjeras sucede algo similar. El fondo de la crisis, donde el índice S&P500 toca su mínimo nivel, coincide con un salto del riesgo país argentina, el cual de ninguna manera parece explicar las compras masivas de dólares por parte de los argentinos. Pareciera que los grandes agentes del mercado financiero no forman parte (o lo hacen en una pequeña proporción) de las corridas en contra del peso. No se desarman posiciones financieras riesgosas en otros activos (sofisticados, como los bonos y las acciones) para fugar al dólar.

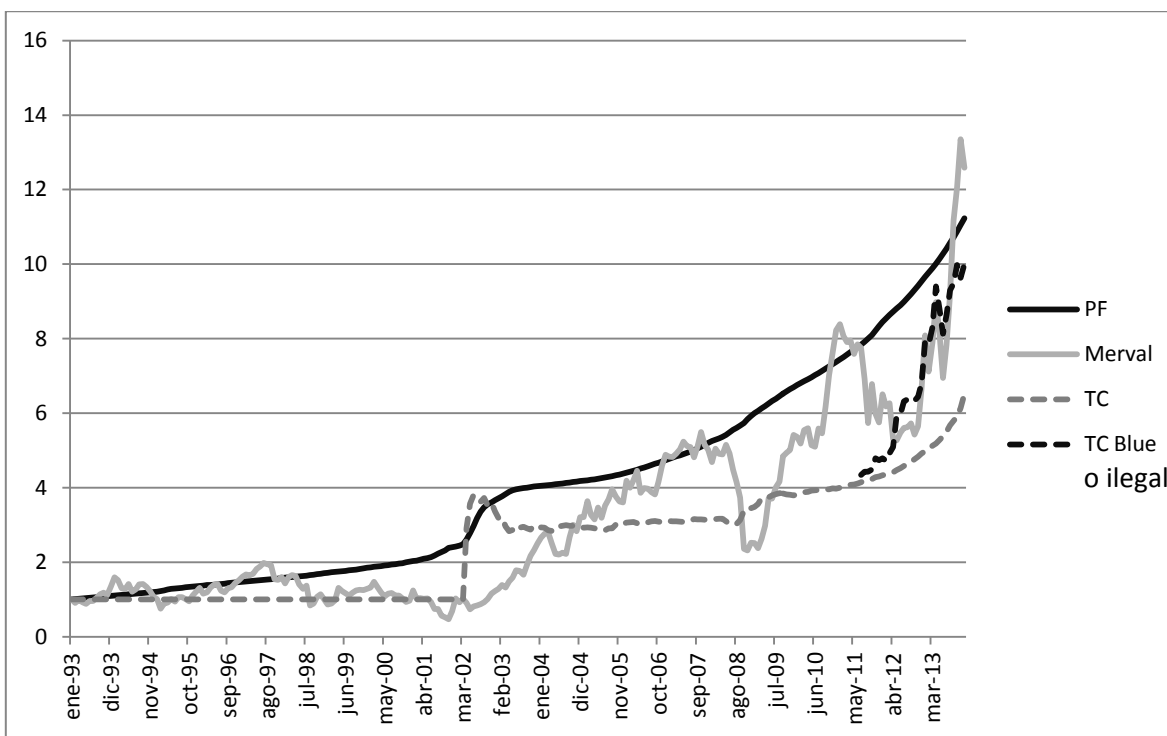
Gráfico 10. Compra de dólares del sector privado no financiero para atesoramiento, crisis internacional y riesgo país argentino (embi)



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA y Bloomberg,

Finalmente, es notable observar el rendimiento de diferentes activos a lo largo de las últimas dos décadas. La elección del plazo no es fortuita, ya que se considera como inicio de la serie la salida de la hiperinflación, la estabilidad de la convertibilidad, y el inicio de bajos niveles de tasa. Haber invertido un peso en plazo fijo a 30 días durante dos décadas nos ubica en los mismos niveles de rendimiento prácticamente que el Merval, y supera levemente a la tenencia de dólares billete. Durante largos períodos el dólar no es la mejor inversión. Para que realmente sirva como tal hay que comprarlo en el momento previo a la devaluación, o esperar plazos inciertos. Este tipo de resultados se dá con muchos tipos de activos: a mayor volatilidad, mayor riesgo (de que el rendimiento sea bajo o negativo). Pero en caso de acertar en el momento de la compra, la ganancia es excepcional. Todos los compradores de dólares estarían jugando esta ruleta. Más que ahorristas conservadores parecería tratarse de inversores avezados. Recordemos que esta hipótesis sería válida siempre que pensemos al dólar como una inversión. Si el ahorrista medio piensa en una cartera dolarizada, la relación se invierte y la volatilidad es propia del peso. En ese caso, simplemente se trataría de agentes adversos al riesgo con alta preferencia por la liquidez.

Gráfico 11. Rendimientos acumulados comparados de activos financieros



Fuente: Elaboración propia en base a información del BCRA , Bolsar y Ámbito Financiero

La paridad de tasas de interés, la expectativa de devaluación y la apertura de la economía (PTI)

El análisis de paridad de tasas de interés podría ser de difícil aplicación en el contexto actual de regulación del mercado de divisas, siendo un gran obstáculo a la hora de estimar las tasas pasivas necesarias para arbitrar con los activos nominados en divisa. Sin embargo pasaremos a detallar la ecuación supuesta y trataremos de entender si es la que regula el comportamiento de los inversores, lo más cercano a la ecuación tradicional de PTI aplicada a Argentina sería lo siguiente:

$$r = r^* + NDF + \beta + \varphi$$

β = prima riesgo de default = 0

NDF = non delivery forward = futuro de dólar

φ = riesgo de inconvertibilidad

La prima de riesgo de default la consideramos inexistente debido a que la emisión de deuda tratada se realizaría en moneda local.

El NDF no define las expectativas de devaluación, sino que las reemplaza, ya que es el costo de asegurarse contra cualquier variación del tipo de cambio.

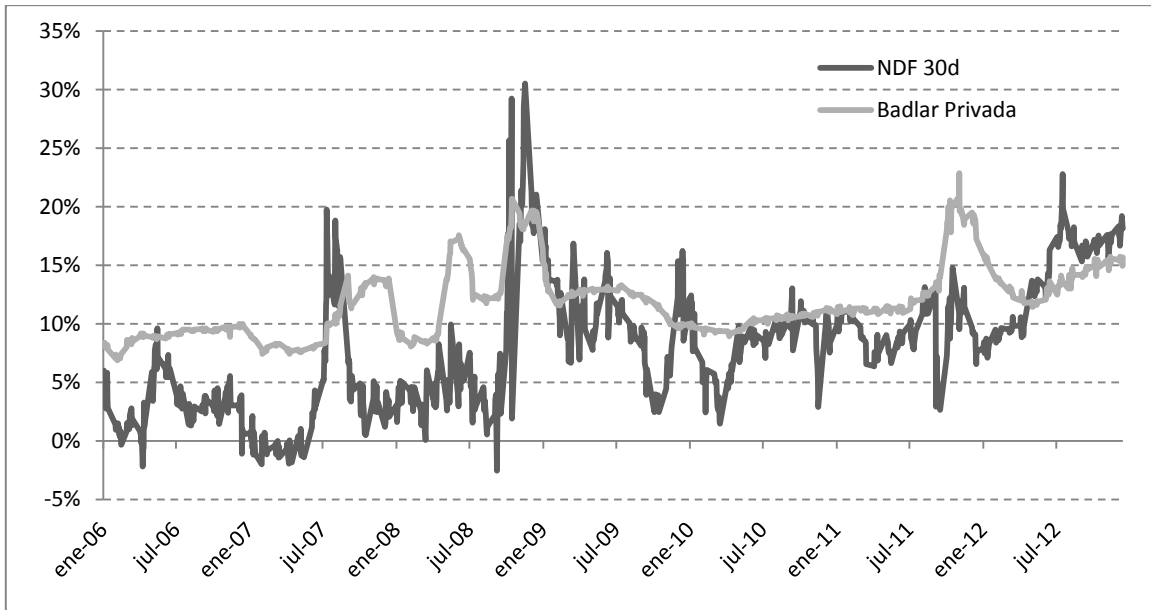
En cuando al riesgo de inconvertibilidad, reiteraremos la distinción: no es lo mismo la paridad vista desde un portafolio valuado en dólares que desde un portafolio valuado en pesos.

Desde un portafolio valuado en dólares, situación a la que se enfrentan los agentes transnacionales y los locales “dolarizados” la dificultad radica en estimar el riesgo de inconvertibilidad, ya que no existe producto en el mercado (de futuros, seguros de cambio o calificadoras de riesgo profundizadas en el anexo I) que contemple esta posibilidad. Tan solo podemos esperar que frente a una caída acelerada de las reservas internacionales el mismo se dispare. De no ser así, como en gran parte del período estudiado, no hay porque pensar que esta variable haya juegue un rol determinante.

En el caso de concebir una cartera de activos valuada en pesos (ej: compañías de seguro, FCI, Bancos, etc.), el riesgo de inconvertibilidad no debería jugar ningún papel relevante, más aún considerando que los objetivos fijados (“benchmark”) suelen determinarse en referencia a tasas en pesos.

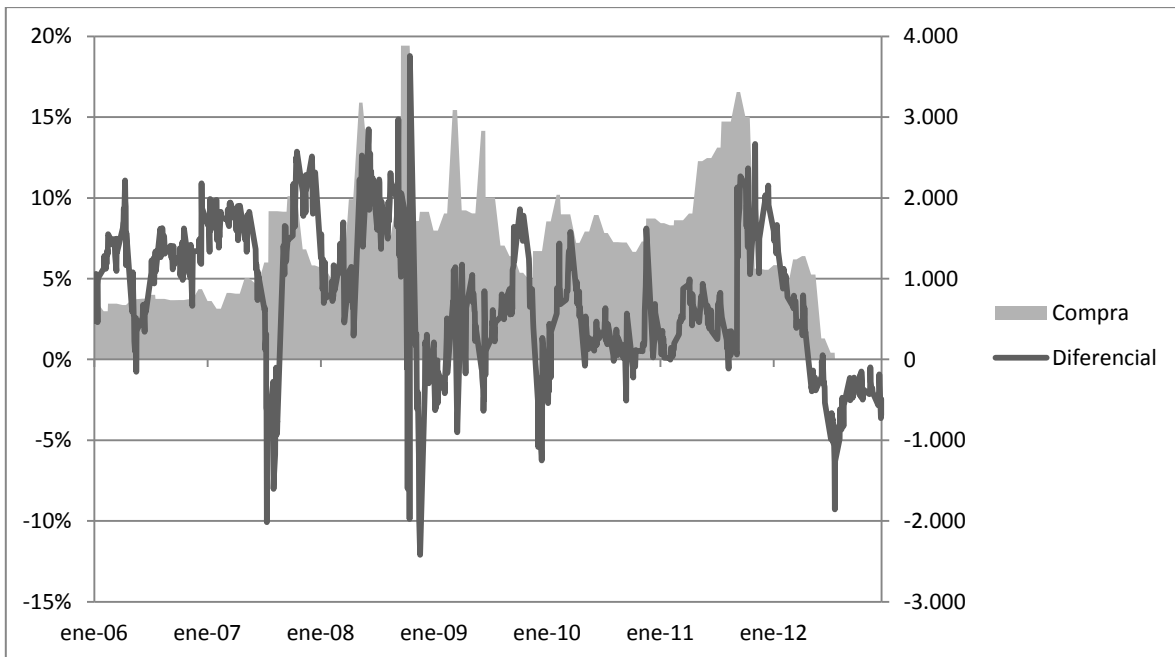
Al profundizar en los incentivos para dolarizarse de los inversores sofisticados, encontramos que la Badlar (tasa altamente influenciada por la política del BCRA) resultó a lo largo del período sistemáticamente superior al futuro de dólar de Rofex a 30 días, y el diferencial graficado a continuación de ninguna manera acompaña las oscilaciones de la preferencia por el dólar. Debemos destacar que el riesgo de inconvertibilidad es inmensurable. Sin embargo, para los agentes locales este no debería revestir mayor importancia, ya que no se trata de un riesgo de incobrabilidad. Entendemos que la compra compulsiva de dólares se debió a una intensa percepción de próxima inconvertibilidad (de difícil modelización, ya que existió en una coyuntura de récord de reservas internacionales mantenida durante cuatro años), o que la paridad de tasas de interés en pesos simplemente y por lo enunciado no juega un rol central en la toma de decisiones de los agentes.

Gráfico 12. Evolución de la tasa pasiva y el costo de cobertura a 30 días⁶ en Argentina



Fuente: elaboración propia en base a Rofex y BCRA

Gráfico 13. Evolución del diferencial de tasa en pesos a 30 días y compra de dólares para atesoramiento



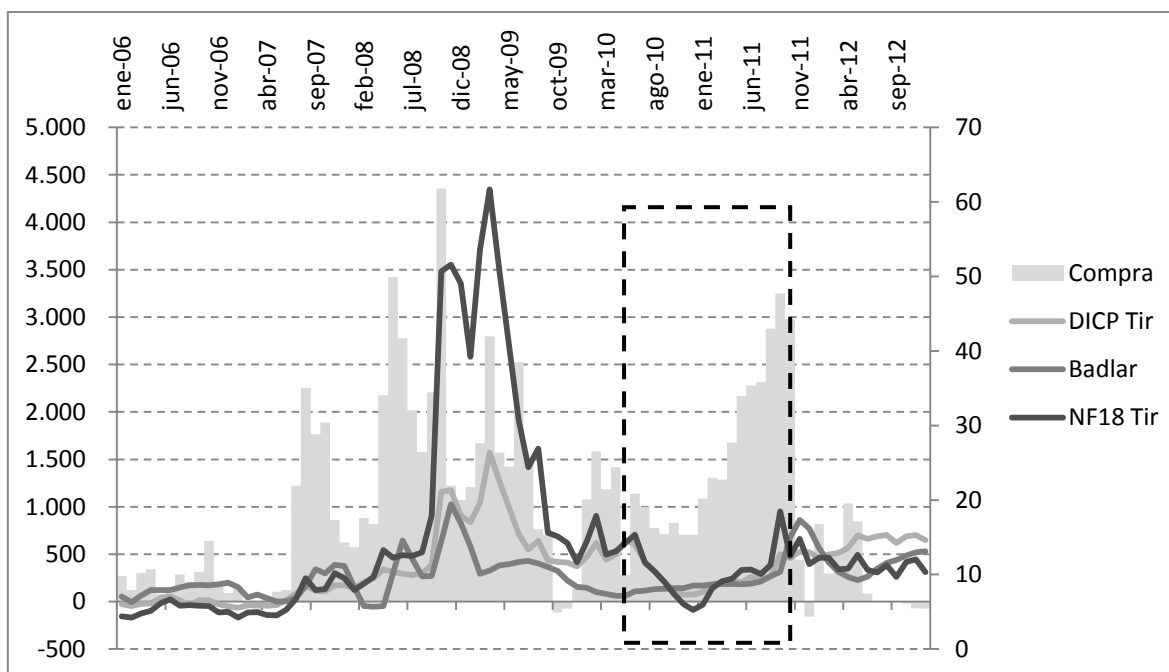
Fuente: elaboración propia en base a Rofex y BCRA

⁶ El período elegido, 30 días, se debe a la elevada concentración de depósitos en el sistema bancario argentino en ese plazo y a motivos convencionales (el informe mensual del principal mercado a término argentino, el ROFEX, confecciona el diferencial de tasa también bajo este criterio).

Si deseamos observar los estímulos para los agentes más avezados, y nos detenemos en la evolución de los rendimientos de los bonos argentinos de largo plazo en pesos (limitadamente influenciada por el BCRA), encontraremos que la tasa es sustantivamente mayor a la de corto plazo, y que no existe un claro patrón de causalidad entre la dolarización y los rendimientos del bono. Períodos de altos niveles de compra de dólares coinciden con caída del precio de los títulos públicos así como de alzas del mismo.

Tampoco el comportamiento de las curvas es estable, descartando el período inicial de intervención del INDEC, donde se desploman los precios de los bonos ajustables por CER, es destacable el prolongado período iniciado en abril del 2010 donde la curva de bonos tiende a aplanarse e incluso invertirse (se alinean todas las tasas), lo que indica cierto apetito de los inversores por la deuda en pesos argentina con expectativas de baja de tasas. La convivencia de esa lectura con la creciente compra de dólares hace pensar que no existen comportamientos homogéneos o unívocamente lógicos en el mercado financiero.

Gráfico 14. Evolución de tasas en pesos y compra de dólares para atesoramiento



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

*al rendimiento del Discount en pesos (DICP) y del Bogar 2018 (NF18) en pesos debe sumársele el CER (coeficiente de estabilización de referencia, usualmente situado en el 10% a lo largo del período).

Conclusión

Tras años de sangría de divisas originada en las compras para atesoramiento, aparentemente las dificultades para limitarlas a través de mecanismos de mercado (tipos de cambio, futuros y tasas en pesos) no solo resultaron insuficientes en la práctica, sino que tampoco presentan ningún tipo de solidez teórica, ya que utilizan una simplificación extrema del comportamiento de los agentes. Y, aunque no lo enuncien, suponen un mercado de competencia perfecta. Ningún agente tendría poder de mercado, todos dispondrían de la misma información (afirmación dudosa dada la complejidad del mercado de futuros), y no habría barreras a la entrada (difícil suposición si tomamos en cuenta el nivel de bancarización argentino y la imposibilidad de realizar contratos de futuros para la gran mayoría de la población).

Si entendemos al dinero como una construcción social dependiente de la existencia y gestión del Estado, tanto en la génesis del sistema bimonetario como en la erradicación del mismo debemos buscar en las acciones concretas de los gobiernos el origen de las mismas. Suponer que la dolarización de nuestro sistema es debido a una característica propia del “gen” argentino sería una simplificación derrotista. Pero asumir que no existe cierta trayectoria histórica en el comportamiento, y que tan solo se trata de optimizaciones de corto plazo aisladas de cualquier estructura económica, productiva y social parecería, al menos simplista. Se trataría del análisis enmarcado y limitado por el paradigma de agentes optimizadores descartado al inicio del presente trabajo.

La demanda de pequeños y medianos ahorristas parece originarse en una preferencia por la liquidez en dólares, siendo extremadamente dudosa su competencia contra activos locales.

La historia argentina no puede modificarse, los constantes vaivenes financieros hacen impensable a corto plazo la instauración de la moneda propia como resguardo de valor, y la poca presencia del mercado financiero y del sistema bancario impiden pensar en los activos en pesos como alternativa. Estudiar el funcionamiento y las alternativas brindadas por el sistema financiero, a fin de generar una suerte de “sustitución de importaciones” del servicio brindado por el dólar a los argentinos en el mediano o largo plazo podría ser parte del camino a seguir. El sistema financiero debería liderar este cambio, sin embargo, su inestable trayectoria en la historia argentina, evidenciada en su baja participación sobre el producto, limita decididamente su capacidad. Al funcionar gran parte de la economía por

fuera del sistema financiero regulado, dados los bajos niveles de bancarización citados, los márgenes de maniobra para realizar políticas de desestímulo a la dolarización vía tasa parecen reducidos. Productos indexados por inflación pueden ser una alternativa atractiva para los ahorristas, sin embargo los mismos terminan limitando las capacidades de fijar tasa del BCRA siendo discutible la utilidad de su implementación. Es clave también considerar el desglose del mercado argentino de productos financieros de ahorro, para analizar la posibilidad de realizar modificaciones complementarias a la política monetaria, siendo la nueva ley de mercados de capitales la posibilidad más concreta de llevarlas adelante. Productos como los bonos dollar link son un ejemplo de las posibilidades existentes.

El gran tamaño de economía no declarada acrecienta el problema, ya que limita la competencia al circulante (al no poder ingresar al sistema oficial no existe la opción de realizar colocaciones en el sistema financiero). La combinación de inflación y depreciación no dejarían otra alternativa más que la de dolarizarse.

En el caso de los exportadores de granos (en sentido amplio), al parecer no existen estímulos racionales que los inclinen a abstenerse de comprar divisas. Tanto la propia dinámica de su actividad que no requiere altos niveles de reinversión de utilidades, como las características de las formaciones de precios y su peso en el mercado de divisas, indican que no es esperable un cambio sostenido de su comportamiento en un contexto de libremercado. Con altos precios relativos de los commodities agrarios, Argentina parecería encontrarse en una situación hace décadas no vivida: existen recursos externos relativamente abundantes, pero la apropiación no reproductiva del excedente a nivel interno en un contexto de transnacionalización de las finanzas, impiden establecer un régimen de libre acceso a las divisas.

La encrucijada es compleja: los conflictos acarreados por los intentos de apropiación de la renta por parte del Estado podrían generar situaciones de inestabilidad política, que traccionando la demanda de divisas de los sectores medios, atentarían contra cualquier solución basada en la optimización de rendimiento basada en los mercados financieros. Vale preguntarse en la actualidad cuál es el modelo de acumulación, con aumentos en las retenciones y un tipo de cambio que no logra cumplir las expectativas del sector agropecuario ¿Es deseable volver a un modelo de valorización financiera (como el descrito por Basualdo) a través del acercamiento a los mercados internacionales de capital para atenuar los conflictos redistributivos? ¿Es posible evitar devaluaciones

bruscas que conllevan enormes transferencias de riqueza para estabilizar las compras de dólares? Más aún: ¿Hay que atenuar los conflictos distributivos?

¿Es razonable un Mercado Único y Libre de Cambios?

Como respuesta a las interrogantes vinculadas a nuestra propuesta de demanda analizada matricialmente, un mercado único y libre de cambios resulta, por definición, insuficiente. Así como en un mercado pueden existir varios precios para un mismo bien (siempre en cierto sentido limitado por su distancia del precio normal), respondiendo cada uno a diferentes estratos de la demanda, el dólar, al no poseer precio normal, podría responder a múltiples demandas con sus respectivos precios. La dificultad claramente estriba en la capacidad de fragmentar el mercado al momento de la comercialización y evitar el arbitraje (discusión, dado su nivel de complejidad, que no trató el presente estudio).

De las anteriores interrogantes surge y queda planteada para futuras investigaciones la viabilidad estructuras cambiarias alternativas en Argentina, considerando que existen múltiples actores sociales con capacidad para pujar por su porción de la distribución.

La política más acertada parecería ser no entrar en la competencia de espacios monetarios a través de mecanismos de mercado. En ese ámbito el Estado nacional tiene escasísima capacidad de maniobra, tanto respecto a otros Estados dominantes a nivel mundial como frente al sector privado. El MULC es un enorme campo de juego donde las reglas son de mercado, es un espacio de contienda absolutamente asimétrico. Para peor, en el caso de no disponer de reservas internacionales que absorban la volatilidad de las preferencias por la liquidez en dólares, es imposible establecer un tipo de cambio que equilibre el precio de la divisa al nivel considerado adecuado para la economía, y al mismo tiempo satisfaga la demanda de dólares para atesoramiento. No existe ningún mecanismo que equilibre o tienda un puente entre ambas funciones del tipo de cambio. Se trata de dos precios para la divisa que no deberían converger por ningún motivo.

Parecería difícil concebir un funcionamiento aceitado de la economía argentina mientras exista libre acceso a la liquidez en dólares. Comportamientos miméticos en busca de un refugio de valor dinerario o agentes con gran poder de mercado, hacen del precio un desestimulante limitado. Mientras que la tasa de interés, así como en Keynes no es una

herramienta eficaz para el estímulo a la inversión, en la Argentina no lo sería para mermar la preferencia por la liquidez, dejando al Estado con escasa capacidad de acción. A priori podría decirse que la relación entre la tasa de interés en pesos y la demanda de dólares debería tener una relación inversa, pero no hay evidencia empírica de que esto suceda. El único camino para contener la demanda a corto y mediano plazo sería a través de los controles cuantitativos o la división del mercado de divisas (resultado de facto de los controles cuantitativos), definiendo una paridad más alta para el caso financiero, limitando así la capacidad de compra de los agentes locales. Es materia de otra discusión sin embargo, la influencia de la “brecha cambiaria” en una economía, si existen niveles aceptables para la misma y los diversos mecanismos para administrarla⁷.

Pensando en el largo plazo, para concentrar la búsqueda de soluciones enfatizando el rol de nuestra moneda como refugio de valor, es estratégico desmantelar el entramado que presenta al dólar como herramienta monetaria. Los múltiples roles que juega la divisa en nuestro país están sustentados en una determinada estructura social, institucional y productiva. Es necesario profundizar en el componente nacional de nuestra moneda, comprendida toda la profundidad del término, para construir un sistema mercantil donde la misma sea esencial. Enraizar profundamente la utilización del peso es un desafío a gran escala y multidimensional, donde herramientas como la expansión de la bancarización y del crédito, o la pesificación de contratos en el código civil y comercial pueden ser un comienzo.

Los temores frente a la intervención son propios de ideas económicas donde el dinero es un residuo teórico, una herramienta marginal para asegurar el buen funcionamiento del intercambio, prácticamente es un fenómeno natural. Nuevamente, de ninguna manera se trata de una institución, por ende no existe la posibilidad de regulación ni imposición, sino tan solo de intervenciones de mercado (para los teóricos del mainstream más avezados), fijaciones de precio y tasa.

Si, como consideramos en las páginas precedente, el dinero es una institución social, configurada a lo largo del tiempo por la totalidad de los agentes y producto de una construcción, no debemos temerle a la intervención y regulación directa del Estado. Como toda otra institución humana la misma se mantiene en permanente mutación,

⁷ El presente trabajo no profundizará en la problemática, dado que la misma excede los temas tratados aquí, implicando sus estudio la estructura de formación de precios, la capacidad de control sobre el sector financiero legal e ilegal, la profundización sobre los múltiples sistemas de administración cambiaria, etc.

buscar reglas inalterables sería descabellado. De lo que no existe duda es que sea por acción o por omisión (por ejemplo, el escaso límite a la compra de divisas previo al control de cambios vigente, o la instauración de una caja de conversión), la sociedad, a través de sus agrupaciones, instituciones, empresas y medios de comunicación, construye y altera de forma permanente su propia definición de moneda.

Anexos I

Prima riesgo de default (β), el “investment grade” y la presión de los mercados

El actual mundo financiero global está regido por las conocidas Agencias Calificadoras de Riesgo, siendo las más destacadas Moody's, Standard and Poors y Fitch Ratings. Estas instituciones (privadas) se encargan de evaluar la calidad de la deuda emitida tanto por agentes privados como por instituciones públicas. Los criterios de evaluación son altamente subjetivos y se basan en el análisis de conceptos como: los riesgos de política y de gobierno, las limitaciones impuestas por la participación en acuerdos internacionales de comercio, el comercio exterior, la integración regional, la inflación, el tipo de cambio, los controles de capitales y de mercado de cambios, incluso llegan a detallar políticas como “irracionales”. En función de este análisis se le otorga a la deuda una calificación alfabética, donde AAA es lo mejor y D lo peor.

La dificultad que presenta este tipo de organizaciones, reside en que las mismas no solo tienen influencia respecto a la opinión del mercado sobre un emisor, sino que pueden llegar a hacer sus activos inaccesibles para cierto tipo de inversores. Las compañías de seguros, los fondos de pensión y la mayoría de fondos comunes de inversión globales están limitados a comprar activos que alcancen el llamado “investment grade” (BBB). Todo activo por debajo de esta calificación es considerado “junk” (basura).

Tan solo ingresando al grupo de emisores “junk”, las limitaciones a la política de tasas se hacen visibles, la demanda potencial de una emisión primaria de deuda se reduce drásticamente respecto a los bonos con calificación “investment grade”. Los compradores de bonos “basura”, serán inversores poco aversos al riesgo, pero que solo se verán atraídos por una gran prima de riesgo en la tasa.

Por supuesto, ingresar al selecto grupo de los países periféricos investment grade, supone realizar políticas acordes a un buen comportamiento fiscal, monetario, anti inflacionario, aperturista, y demás acciones cimentadas en las ideas neoliberales propias de este tipo de consultoras. Podría afirmarse que un país periférico, con ideas “extravagantes” en materia económica, de ninguna manera podría tener acceso al mercado internacional de capitales sin pagar una alta prima por ello (ver “La Regulación Financiera” CEFID AR)

Cuadro anexo. Calificaciones de riesgo deuda soberana argentina 2013

	Moneda Extranjera	Moneda Nacional
Moodys	Ba2	
S&P	CCC+	BB+
Fitch	CC	B-

Bibliografía

Aglietta, Michel; Orléan, André. *La Violencia de la Moneda*, Siglo XXI, 1990.

Aglietta, Michel; Orléan, André. *La Moneda entre Violencia y Confianza*. Odile Jacob. 2002.

Arias Gómez, Helmuth. *La Moneda en la Teoría de la Regulación Francesa*. Apuntes del CENES, 2003.

Asiain, Andrés. *Génesis de la Crisis Cambiaria*. CEMOP, 2011.

Basualdo, Eduardo M.; Kulfas, Matías. *Fuga de capitales y endeudamiento externo en la Argentina*. CLACSO, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales, 2002.

Basualdo, Eduardo M. *Las reformas estructurales y el plan de convertibilidad durante la década de los noventa: el auge y la crisis de la valorización financiera*. FLACSO, Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales, Sede Argentina, 2003.

BCRA. *Evolución del Mercado Único y Libre de Cambios y Balance Cambiario*. Cuarto Trimestre de 2011 y Cuarto Trimestre de 2010.

Berretoni, D.; Castresana, S. *Elasticidades de comercio de Argentina para el período 1993-2008*. Anales de la Asociación Argentina de Economía Política, XLIV Reunión Anual, Mendoza, Noviembre, p. 1-14. 2009.

Blanchard, O. y D. Pérez Pérez Enrri. *Macroeconomía. Teoría y Política Económica con aplicaciones a América Latina Perú*. Prentice Hall., 2002.

Brindici, Martín. *Comentario sobre los Nuevos Arts. 765 y 766 del Proyecto de Unificación de Código Civil y Comercial: Análisis sobre Posible Pesificación de los Contratos*.

Bunge, Alejandro. *Una Nueva Argentina*. Editorial Kraft. 1940.

De Lucchi, Matías. *El Enfoque de Dinero Endógeno y Tasa de Interés Exógena: Reflexiones sobre la Convertibilidad y Pos-convertibilidad Argentina*. CEFIDAR, 2012.

Del Pino Suárez, Estela; Kupelian, R; López, R; Wierzba, G. *La Regulación Financiera*. CEFID AR, 2008.

- Diamand, Marcelo. *Doctrinas económicas, desarrollo e independencia*. Paidós, 1973.
- Eatwell, J; Taylor, L. *Finanzas Globales en Riesgo*. CEFID AR y Siglo XXI Editores, 2005.
- Fitch Ratings. *Criteria Report - Country Ceiling Ratings and Rating Above the Sovereign*
- Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL). *El Control de Cambios en la Argentina*. Ediciones Manantial SRL. 1989.
- Graeber, David. *Debt: The First 5.000 Years*. Melville House Publishing, 2011.
- Gaggero, Rua, Gaggero. *Fuga de capitales III*. CEFID AR, 2013.
- Hart, John Keith. *The Memory Bank*. www.thememorybank.co.uk
- Hayes, M G. *Ingham and Keynes on the Nature of Money*. PKSG, Working Paper 1209, 2012.
- Kamin, Steven. *Argentina's Experience with Parallel Exchange Markets: 1981-1990*. Board of Governors of the Federal Reserve System, 1991.
- Kicillof, Axel. *De Smith A Keynes: Siete Lecciones de Historia del Pensamiento Económico*. Eudeba, 2010.
- Kicillof, Axel. *Fundamentos de la Teoría General: Las Consecuencias Teóricas de Lord Keynes*, Eudeba, 2008.
- Keynes, J.M. *Teoría general del empleo, del interés y de la moneda* (1936). Fondo de Cultura Económica, 2003.
- Knapp, Georg Friedrich. *The State Theory of Money*. Mrs. H. M. Lucas, James Bonar, 1924.
- López, Rodrigo; Mareso, Pablo. *Racionamiento de Crédito en un Marco de Dinero Pasivo y Preferencia por la Liquidez de los Bancos*. CEFID AR, 2014.
- Marshall, Alfredo. *Principios de Economía* (1890). Síntesis, 2006.

Mishkin, Federico S. *Moneda, Banca y Mercados Financieros*. 8º Edición, Adison Wesley, 2008.

Smith, Adam. *An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (1776). Electronic Classics Publication Pennsylvania State University, 2005.

Rapoport, Mario. *Historia Económica, Política y Social de la Argentina (1880-2000)*. Editorial Machchi. 2000.

Ricardo, David. *Principios de Economía Política y Tributación* (1817). Pirámide, 2003.

Medici, Florencia; Panigo, Demian T.; Garriz, Ana Inés; Gallo, Pablo. *Una primera aproximación al análisis sobre la importancia de la renta agropecuaria en la dinámica de la Formación de Activos Externos de Argentina (2002-2012)*. IV Congreso Anual AEDA, 2012.

Rubin, Isaac Ilych. *A History of Economic Thought* (1929). Ink Link, 1979.

ROFEX, *Informe Derivados Financieros, Informe 41, Diciembre 2011*.

Simmel, Georg. *Filosofía del Dinero* (1958). Instituto de Estudios Políticos, 1976.

Ministerio de Economía. *Comercio Argentina-Brasil Una Perspectiva Desagregada*, Notas Técnicas N°15, 2009.

Guttman, R. *Moneda y Crédito en la Teoría de la Regulación*

Mises, Ludwig Von. *Teoría del dinero y el crédito* (1912). Unión Editorial S.A. 2012.

Panel "Intersubjectivity: Rene Girard's Vision of Mimetic Desire and Economic Dynamics" en el Institute for New Economic Thinking's "Changing of the Guard?" conferencia en Hong Kong. Panelistas Edward Fullbrook, Jean-Pierre Dupuy, Mark Anspach, Paul Dumouchel, and André Orléan.

Wray, L. Randall. *Understanding Modern Money* (1953). Edward Elgar Publishing Limited, 1998.

DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL CEFID-AR:

N° 1 – “METAS DE INFLACIÓN: IMPLICANCIAS PARA EL DESARROLLO”. Martín Abeles y Mariano Borzel. Junio 2004

N° 2 – “ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE EL ROL DE LA BANCA PÚBLICA”. Daniel Kampel y Adrian Rojze. Noviembre 2004

N° 3 – “REGULACIÓN BANCARIA EN ARGENTINA DURANTE LA DÉCADA DEL 90”. Guillermo Wierzba y Jorge Golla. Marzo 2005

N° 4 – “BANCA COOPERATIVA EN FRANCIA. UN ESTUDIO DE CASO”. Mariano Borzel. Junio 2005

N° 5 – “LA CUESTIÓN TRIBUTARIA EN ARGENTINA. LA HISTORIA, LOS DESAFÍOS DEL PRESENTE Y UNA PROPUESTA DE REFORMA”. Jorge Gaggero y Federico Grasso. Julio 2005

N° 6 – “SOCIEDAD DE GARANTÍA RECÍPROCA. UNA HERRAMIENTA PARA EL DESARROLLO DEL CRÉDITO PYME”. Alejandro Banzas. Octubre 2005

N° 7 – “EL MANEJO DE LA CUENTA CAPITAL: ENSEÑANZAS RECIENTES Y DESAFÍOS PARA ARGENTINA” Autor: Mariano Borzel, Colaborador: Emiliano Libman. Diciembre 2005

N° 8 – “FINANCIAMIENTO A PYMES EN LA BANCA PÚBLICA. ESTUDIO DE CASO: DESARROLLO DE MODELOS DE SCORING DE RIESGO CREDITICIO EN EL BANCO DE LA PROVINCIA DE BUENOS AIRES”. César Marcelo Ciappa. Enero 2006

N° 9 – “LA CRISIS ARGENTINA DE 2001. ALGUNOS TÓPICOS SOBRE SU IMPACTO EN EL PORTAFOLIO Y LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO”. Máximo Sangiácomo. Febrero 2006

N° 10 – “DIMENSIÓN DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS. EL CASO ARGENTINO” Autor: Jorge Golla Colaborador: Lorena E. Fernández. Mayo 2006

N° 11 – “EL SPREAD BANCARIO EN LA ARGENTINA. UN ANÁLISIS DE SU COMPOSICIÓN Y EVOLUCIÓN (1995-2005)”. Federico Grasso y Alejandro Banzas. Agosto 2006

N° 12 – “LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN LA POST-CONVERTIBILIDAD. PRINCIPALES TENDENCIAS EN UN NUEVO PATRÓN DE CRECIMIENTO” Ariana Sacroisky Octubre 2006

N° 13 – “ESTRUCTURA PRODUCTIVA Y DETERMINACIÓN DE PRECIOS. UN ABORDAJE SECTORIAL (2002-2005)” Mariano Borzel y Esteban Kiper. Noviembre 2006

N° 14 – “LA FUGA DE CAPITALES. HISTORIA, PRESENTE Y PERSPECTIVAS”. Jorge Gaggero, Claudio Casparrino y Emiliano Libman. Mayo 2007

N° 15 – “LA INVERSIÓN Y SU PROMOCIÓN FISCAL ARGENTINA, 1974 – 2006” Jorge Gaggero y Emiliano Libman, Junio 2007

N° 16 – “DESAFÍOS DE LA RECONFIGURACIÓN PRODUCTIVA EN ARGENTINA. APORTES PARA EL DEBATE ACTUAL”. María Agustina Briner, Ariana Sacroisky y Magdalena Bustos Zavala. Julio 2007

N° 17 – “LA SOSTENIBILIDAD DE LA POLÍTICA DE ESTERILIZACIÓN”. Roberto Frenkel. Agosto 2007

N° 18 – “EL FINANCIAMIENTO A LA VIVIENDA EN ARGENTINA. HISTORIA RECIENTE, SITUACIÓN ACTUAL Y DESAFÍOS”. Alejandro Banzas y Lorena Fernández. Septiembre 2007

N° 19 – “NUEVAS ARQUITECTURAS FINANCIERAS REGIONALES. SU INSTITUCIONALIDAD Y CARACTERÍSTICAS”. Guillermo Wierzba. Diciembre 2007

N° 20 – “UN ESTUDIO DE CASOS SOBRE BANCA DE DESARROLLO Y AGENCIAS DE FOMENTO” Claudio Golonbek y Emiliano Sevilla. Mayo de 2008

N° 21 – “BANCA DE DESARROLLO EN ARGENTINA. BREVE HISTORIA Y AGENDA PARA EL DEBATE” Claudio Golonbek, Septiembre 2008

N° 22 - “LA REGULACIÓN FINANCIERA BASILEA II. LA CRISIS Y LOS DESAFÍOS PARA UN CAMBIO DE PARADIGMA” Guillermo Wierzba, Estela del Pino Suarez, Romina Kupelian y Rodrigo López. Noviembre 2008

N° 23 – “LA PROGRESIVIDAD TRIBUTARIA. SU ORIGEN, APOGEO Y EXTRAVÍO (Y LOS DESAFÍOS DEL PRESENTE)” Jorge Gaggero. Diciembre 2008

N° 24 – “LAS ESTRATEGIAS DE FOCALIZACIÓN DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA. LECCIONES PARA LA ARGENTINA DE LAS EXPERIENCIAS DE SINGAPUR, MALASIA Y LA REPÚBLICA CHECA” Ariana Sacroisky. Abril 2009

N° 25 – “DESIGUALDAD Y CRECIMIENTO. LA LITERATURA, LOS DEBATES Y SU MEDICIÓN” Autor: Federico Grasso Colaboración: María José Castells. Mayo 2009.

N° 26 – “CRISIS MUNDIAL. ELEMENTOS PARA SU ANÁLISIS”. Enrique Arceo, Claudio Golonbek y Romina Kupelian. Julio 2009

N° 27 – “TITULIZACIÓN HIPOTECARIA EL INSTRUMENTO. RESEÑA DE EXPERIENCIAS. ENSEÑANZAS Y DESAFIOS POST-CRISIS PARA SU USO EN LA ARGENTINA”. Alejandro Banzas y Lorena Fernández. Agosto 2009

N°28 – “BANCA DE DESARROLLO UN ESTUDIO DE CASO: BNDES, DISEÑO INSTITUCIONAL Y ROL CONTRACICLICO”. Claudio Golonbek y Andrea Urturi. Marzo de 2010.

N°29- “LA FUGA DE CAPITALES II. ARGENTINA EN EL ESCENARIO GLOBAL (2002-2009). Jorge Gaggero, Romina Kupelian y María Agustina Zelada. Julio de 2010.

N°30- “CENTRO, PERIFERIA Y TRANSFORMACIONES EN LA ECONOMIA MUNDIAL”. Enrique Arceo y María Andrea Urturi. Agosto de 2010.

N°31- “EL REGIMEN BAJO PRESION: LOS ESQUEMAS DE METAS DE INFLACION EN BRASIL, CHILE, COLOMBIA Y PERU DURANTE EL BOOM EN LOS PRECIOS INTERNACIONALES DE MATERIA PRIMA”. Martin Abeles y Mariano Borzel. Septiembre de 2010.

N°32- “LOS DESAFÍOS PARA SOSTENER EL CRECIMIENTO. EL BALANCE DE PAGOS A TRAVÉS DE LOS ENFOQUES DE RESTRICCIÓN EXTERNA”. Rodrigo López y Emiliano Sevilla. Octubre de 2010.

N°33- “EL SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO. LA EVOLUCIÓN DE SU REGIMEN REGULATORIA DESDE LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA. IMPACTOS RELEVANTES SOBRE EL CRÉDITO Y LA ECONOMÍA REAL”. Guillermo Wierzba, Estela del Pino Suarez y Romina Kupelian. Noviembre de 2010

N°34 - "AMERICA LATINA: EXPANSIÓN, CRISIS Y DESPUÉS. UN ESTUDIO DE CASO SOBRE LA POLÍTICA CONTRACÍCLICA EN ARGENTINA". Guillermo Wierzba y Pablo Mareso. Diciembre 2010.

N°35 - "PRODUCTO POTENCIAL Y DEMANDA EN EL LARGO PLAZO: HECHOS ESTILIZADOS Y REFLEXIONES SOBRE EL CASO ARGENTINO RECIENTE". Fabián Amico, Alejandro Fiorito y Guillermo Hang. Enero 2011.

N°36 - "SECTOR FINANCIERO ARGENTINO 2007/2010. NORMALIZACIÓN, EVOLUCIÓN RECIENTE Y PRINCIPALES TENDENCIAS". Claudio Golonbek y Pablo Mareso. Marzo 2011.

N°37 - "LA REGULACIÓN DE LA BANCA EN ARGENTINA (1810-2010). DEBATES, LECCIONES Y PROPUESTAS". Guillermo Wierzba y Rodrigo López. Junio 2011.

N°38 - "PLANIFICAR EL DESARROLLO. APUNTES PARA RETOMAR EL DEBATE". Claudio Casparrino, Agustina Briner y Cecilia Rossi. Julio 2011.

N°39 - "MÁRGENES UNITARIOS FLEXIBLES, CICLO ECONÓMICO, E INFLACIÓN". Gustavo A. Murga y María Agustina Zelada. Agosto 2011.

N°40 - "IMPACTO DEL PRESUPUESTO SOBRE LA EQUIDAD. CUADRO DE SITUACIÓN (ARGENTINA 2010)". Jorge Gaggero y Darío Rossignolo. Septiembre 2011.

N°41 - "DIMENSIÓN Y REGULACIÓN DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS. EL CASO ARGENTINO". Romina Kupelian y María Sol Rivas. Diciembre 2011.

N° 42 "Globalización financiera y crisis. Los límites que impone la OMC para la regulación estatal". Ariana Sacroisky y María Sol Rivas. Abril 2012

N° 43 – "Estrategias de desarrollo y regímenes legales para la inversión extranjera". Enrique Arceo y Juan Matias De Lucchi. Mayo 2012.

N° 44 – "El enfoque de dinero endógeno y tasa de interés exógena". Juan Matías De Lucchi. Junio 2012.

N° 45 – "Expansión económica y sector externo en la Argentina de los

años 2000". Balance y desafíos hacia el futuro. Fabián Amico, Alejandro Fiorito y María Agustina Zelada. Julio 2012.

Nº 46 – “Impacto sobre la equidad II. Simulación de los efectos distributivos de cambios en el gasto público y los impuestos. (Argentina, 2010)”. Jorge Gaggero y Darío Rossignolo. Septiembre 2012.

Nº 47 – “Impacto sobre la equidad III. Fiscalidad y Equidad en la Argentina: un enfoque de equilibrio general”. María Priscila Ramos y Leandro Antonio Serino. Con el asesoramiento de Jorge Gaggero y Darío Rossignolo. Octubre 2012.

Nº 48 “SECTOR EXTERNO Y POLÍTICA FISCAL EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO. LA EXPERIENCIA DE AMÉRICA LATINA ANTE LA CRISIS INTERNACIONAL DE 2008-2009. Martin Abeles, Juan Cuattromo, Pablo Mareso y Fernando Toledo. Marzo 2013.

Nº 49 “FONDOS BUITRE. EL JUICIO CONTRA ARGENTINA Y LA DIFICULTAD QUE REPRESENTAN EN LA ECONOMÍA MUNDIAL” Romina Kupelian y Maria Sol Rivas. Septiembre 2013.

Nº 50 “LA UNIDAD Y LA INTEGRACIÓN ECONÓMICA DE AMÉRICA LATINA: SU HISTORIA, EL PRESENTE Y UN ENFOQUE SOBRE UNA OPORTUNIDAD INÉDITA”. Guillermo Wierzba, Jorge Marchini, Romina Kupelian y María Andrea Urturi. Octubre 2013.

Nº 51 “LA POLÍTICA FISCAL EN EL ENFOQUE DE HAAVELMO Y KALECKI. EL CASO ARGENTINO RECIENTE”. Fabián Amico. Noviembre 2013.

Nº 52 “LA FUGA DE CAPITALES III. ARGENTINA (2002-2012). MAGNITUDES, EVOLUCIÓN, POLÍTICAS PÚBLICAS Y CUESTIONES FISCALES RELEVANTES. Jorge Gaggero. Magdalena Rua, Alejandro Gaggero. Diciembre 2013.

Nº 53 “MACROECONOMÍA DE LA DEUDA PÚBLICA. EL DESENDEUDAMIENTO ARGENTINO (2003-2012) Juan Matías De Lucchi. Enero 2014.

Nº 54 “CRECIMIENTO Y BRECHA DE INFRAESTRUCTURA”. Norberto E. Crovetto, Guillermo Hang, Claudio Casparrino. Febrero 2014.

Nº 55 “RACIONAMIENTO DE CREDITO EN UN MARCO DE DINERO PASIVO Y REFERENCIA POR LA LIQUIDEZ DE LOS BANCOS” Rodrigo López y Pablo Mareso. Marzo 2014.

Nº 56 " CRÉDITO Y COMUNIDAD. DEBATES, ESQUEMAS Y EXPERIENCIAS EN EL CAMPO DE LAS FINANZAS SOLIDARIAS" Ariana Sacroisky y Andrea Urturi. Abril 2014

Nº 57 "SOSTENIBILIDAD E IMPLICANCIAS DEL DESACOPLE ENTRE EL CENTRO Y LA PERIFERIA EN EL CONTEXTO LATINOAMERICANO" Fabián Amico. Mayo 2014

Nº58 "FUGA DE CAPITALES IV. ARGENTINA, 2014. LA MANIPULACIÓN DE LOS PRECIOS DE TRANSFERENCIA" Verónica Grondona con la supervisión de Jorge Gaggero.

Nº 59 "EXCEDENTE Y DESARROLLO INDUSTRIAL EN ARGENTINA: SITUACIÓN Y DESAFÍOS" Autores: Fernando Porta, Juan Santarcangelo y Daniel Schteingart. Julio 2014

Nº 60 "FUGA DE CAPITALES V. ARGENTINA, 2014. LOS "FACILITADORES" DE LA FUGA". Autora: Magdalena Rua con la supervisión de Jorge Gaggero. Agosto 2014

Nº 61 "POLÍTICA MONETARIA, BANCOS PÚBLICOS Y FLUJOS DE CAPITALES EN CHINA. UN MERCADO FINANCIERO LIDERADO POR EL ESTADO" Autor: Juan Matías De Lucchi. Septiembre 2014