

**UNIVERSIDAD DEL CEMA**  
**Buenos Aires**  
**Argentina**

Serie  
**DOCUMENTOS DE TRABAJO**

**Área: Economía**

**UN ATRASO CAMBIARIO CRÓNICO ES  
INCOMPATIBLE CON EL CAMBIO LIBERAL**

**Mario Teijeiro**

**Febrero 2025**  
**Nro. 892**

**[https://ucema.edu.ar/publicaciones/doc\\_trabajo.php](https://ucema.edu.ar/publicaciones/doc_trabajo.php)**  
UCEMA: Av. Córdoba 374, C1054AAP Buenos Aires, Argentina  
ISSN 1668-4575 (impreso), ISSN 1668-4583 (en línea)  
Editor: Jorge M. Streb; Coordinador del Departamento de Investigaciones: Maximiliano Ivickas



# Un atraso cambiario crónico es incompatible con el cambio liberal

Mario Teijeiro\*

1ro de febrero de 2025

En la acción del gobierno en 2024, coexisten dos Milei. El Milei que habla defendiendo el libre comercio, la reforma laboral y el achicamiento del Estado y adopta una política fiscal sin déficit y un programa desregulatorio microeconómico. El otro Milei repite el camino fallido de experiencias neoliberales anteriores, manteniendo el cepo y los tipos de cambio múltiples, preservando el peso del estado asistencialista creado por el kirchnerismo, recaudando impuestos distorsivos, mientras adelanta el cobro de impuestos sobre Bienes Personales de los próximos 5 años, paraliza la obra pública, y posterga políticas estructurales esenciales (apertura económica, reforma laboral, reforma jubilatoria, reforma educacional, entre otras). Para que esta vez sea diferente, Milei debe reconocer la contradicción entre el atraso cambiario y la implementación de las reformas liberales que prometió. Debe iniciar lo antes posible una nueva etapa, con una agenda clara enfocada en implementar las reformas estructurales decisivas, adecuando tanto su discurso como la política macroeconómica para que estas reformas sean viables.

Un balance estratégico del primer año

El problema de calificar la acción del gobierno en 2024 es que coexisten dos Milei actuando simultáneamente. El Milei que entusiasma al liberalismo es el que habla en foros nacionales e internacionales, defendiendo el libre comercio, la reforma laboral y el achicamiento del Estado; el que adopta una política fiscal sin déficit y da vía libre a Sturzenegger para su programa desregulatorio microeconómico.

---

\* Los puntos de vista del autor son personales y no necesariamente representan la posición de la Universidad del CEMA.

Pero el entusiasmo liberal se marchita cuando actúa el otro Milei, el que subordina la economía a los objetivos políticos de corto plazo, otorgando prioridad absoluta a la eliminación de la inflación y al aumento de las remuneraciones en dólares para consolidar su posición electoral en las elecciones de medio término. Es el Milei que repite el mismo camino fallido de experiencias neoliberales anteriores, sometiendo la economía a decisiones cortoplacistas. Lo hace de múltiples formas: postergando la rentabilidad de los sectores exportadores, manteniendo el cepo y los tipos de cambio múltiples. Escoge un ajuste fiscal que preserva -indexando sus beneficios- el peso del estado asistencialista creado por el kirchnerismo, mientras sigue recaudando impuestos distorsivos como los derechos de exportación, aranceles de importación, el Impuesto País (hasta fines de 2024), Ingresos Brutos y el impuesto a las transferencias bancarias; mientras adelanta el cobro de impuestos sobre Bienes Personales de los próximos 5 años y sanciona blanqueos que refuerzan una cultura de impunidad fiscal; mientras paraliza la obra pública, una medida insostenible que inevitablemente requerirá una privatización, opción atractiva si se implementa correctamente, pero que de todas maneras implicará un costo adicional para los usuarios a través de peajes. También cuando condiciona y posterga políticas estructurales esenciales (apertura económica, reforma laboral, reforma jubilatoria, reforma educacional, entre otras).

Muchos analistas aplauden su pragmatismo inesperado. Han normalizado la politización de la política macroeconómica, primero con los “planes platita” del populismo y ahora con el atraso cambiario. Pero quienes somos conscientes de las causas de los fracasos de las experiencias

neoliberales de las últimas décadas, vemos con preocupación que el atraso cambiario pueda frustrar las reformas liberales. La historia indica que las decisiones iniciales determinan el margen de acción futuro, y que las reformas estructurales que no se realizan en el inicio de un gobierno, rara vez llegan a implementarse.

Las micro reformas de Sturzenegger, por más meritorias que sean en términos de liberación del sector privado, resultan insuficientes para resolver el principal problema de la economía argentina: la profunda discriminación de impuestos y subsidios al comercio exterior, que beneficia a la producción industrial prebendaria a costa de los sectores productivos y de servicios más eficientes.

¿El atraso cambiario era inevitable?

Milei responde a quienes denuncian el atraso cambiario argumentando que este es el resultado natural del equilibrio fiscal, el control monetario y la confianza generada por la nueva política económica. Afirma que el comportamiento de los precios internos es un reflejo del mercado, mientras que el Banco Central solo fija el valor nominal del dólar oficial.

Esta defensa es solo parcialmente cierta. Para empezar, no se puede hablar de un tipo de cambio real de equilibrio en un mercado intervenido por cepos cambiarios. Pero aun si estos controles fueran eliminados y existiera un mercado único y libre, seguiría siendo imposible ignorar que el comportamiento privado continúa dependiendo de una serie de otras políticas gubernamentales

de enorme influencia, como el cierre de importaciones y la indexación ex post de los salarios públicos y privados. El sector público no solo influye, sino que define en gran medida el tipo real de cambio cuando fija simultáneamente el tipo de cambio nominal y el gasto público; cuando modula el grado de apertura de la economía; cuando interviene en la política salarial, avalando acuerdos entre las cúpulas sindicales e industriales en un contexto de economía cerrada; cuando habilita bicicletas financieras (carry-trades) de capitales golondrina, entre otras medidas que determinan el tipo de cambio real, más allá del impacto del déficit fiscal y su financiamiento.

A fines de 2023, el gobierno enfrentaba tres opciones:

- a) una devaluación que licuara el exceso de pesos,
- b) una devaluación que asegurara una depreciación real del peso frente a precios y salarios internos (similar a la de Remes Lenicov en 2002),
- c) una combinación de ambas.

Eligió una alternativa muy cercana a la primera: una devaluación básicamente licuadora de activos en pesos, sin atacar las distorsiones estructurales. El diagnóstico oficial priorizó la lucha contra la inflación como principal problema, atribuyéndola exclusivamente al exceso de pesos en la economía. Desde esta perspectiva fiscalista y monetarista, el gobierno minimizó el impacto de las distorsiones estructurales y del tipo de cambio real en la caída del ingreso per cápita y la ineficiencia productiva.

Los ingresos declinantes en Argentina no son solo resultado de la inflación, sino de un modelo de economía cerrada e ineficiente, con una legislación laboral que desincentiva el empleo formal y promueve la marginalidad; un sector público hipertrofiado, que sostiene a ñoquis, planeros y beneficiarios de la AUH, imponiendo una carga fiscal asfixiante sobre el sector privado productivo. Mientras persista este modelo, es ilusorio esperar una mejora repentina de la productividad laboral que justifique los aumentos de remuneraciones en dólares registrados en 2024, y menos aún en el sector público, donde muchas actividades no generan valor económico.

En definitiva, el atraso cambiario gestado en 2024 no fue casual ni inevitable. Fue el resultado de un conjunto de políticas fiscales y cambiarias que derivaron en efectos similares a los que Milei prometía con la dolarización: una rápida reducción de la inflación, seguida de un incremento extraordinario de las remuneraciones públicas y privadas en dólares. En síntesis, el atraso cambiario de 2024 se consolidó tras una gran devaluación (de \$350 a \$800 por dólar), que luego propició una explosión de precios industriales, al liberarlos en un contexto de economía cerrada sin competencia externa. Posteriormente, la indexación de salarios privados y remuneraciones públicas absorbió prácticamente todo el ajuste inicial del tipo de cambio real.

Un programa de devaluación real, y no meramente licuador, habría requerido simultáneamente la liberalización de importaciones (al menos al nivel del arancel externo del Mercosur) para frenar los aumentos de precios posteriores a la devaluación, seguido de un proceso de desindexación salarial.

Atraso cambiario y reformas liberales profundas son incompatibles

El gran interrogante sobre la política macroeconómica de Milei es que, si algo caracteriza los fracasos económicos de los últimos 50 años, es que los intentos de estabilización basados en atraso cambiario han sido recurrentes y han terminado en crisis. Así ocurrió con la Tablita de Martínez de Hoz, la Convertibilidad de Menem y la experiencia de Macri. Aunque estos programas difirieron en su duración y aplicación, todos compartieron un mismo patrón inicial: consolidar el poder político mediante una mejora del salario real.

Ninguno de estos programas logró avanzar hacia reformas estructurales profundas. Ni siquiera durante la Convertibilidad, cuando el oficialismo consolidó su poder tras las elecciones de 1995, hubo un impulso decidido a las reformas pendientes. La razón fundamental fue que el éxito inicial en la estabilización generó una complacencia generalizada: con la baja inflación y el aumento de los salarios en dólares, se instaló la idea de que el éxito ya estaba asegurado. En este punto, una estabilización basada en atraso cambiario deja de ser una fase transitoria y se convierte en un obstáculo para las reformas estructurales necesarias.

Si el programa de estabilización de Milei continúa reduciendo la inflación en 2025, se corre el riesgo de que se repita este patrón, donde el crecimiento del salario en dólares refuerce la percepción superficial de que no es necesario avanzar en cambios de fondo.

El estado asistencialista y sus incentivos perversos

Con remuneraciones públicas de empleados excedentes (“ñoquis”), beneficiarios de planes sociales y receptores de AUH elevadas en dólares, no habrá incentivos para que quienes dependen del Estado asistencialista busquen empleo en el sector privado. El Estado consolidará así una estructura de dependencia en la que los beneficiarios reciben un ingreso lo suficientemente alto como para preferir permanecer en la pobreza “cómoda”, sin incentivos para ingresar al mercado laboral productivo.

Si bien se eliminó la explotación política de la pobreza por parte de los piqueteros, los incentivos perversos del sistema siguen vigentes, minando la cultura del esfuerzo y la responsabilidad personal. El sistema debe reformarse urgentemente para minimizar sus consecuencias inmediatas, y eliminarse progresivamente en el mediano plazo.

Mientras el Estado asistencialista continúe, con un sistema jubilatorio quebrado y un sobreempleo público aún masivo, los gobiernos nacionales, provinciales y municipales no podrán reducir la presión tributaria a niveles razonables, lo que perpetuará el elevado “costo argentino”. Como consecuencia, la economía informal de baja productividad seguirá creciendo, mientras el sector privado formal continuará soportando una carga fiscal desproporcionada.

El atraso cambiario como obstáculo para la apertura económica

Un atraso cambiario crónico y remuneraciones elevadas en dólares también impedirán la apertura económica y la integración de Argentina al mercado externo. Si el tipo de cambio real sigue apreciándose artificialmente, la eliminación de barreras comerciales desprotegerá la industria local sin haber reducido antes el “costo argentino” para los sectores exportadores eficientes.

La experiencia de los países que abrieron con éxito su economía —como Chile a fines de los 70— demuestra la necesidad de complementar la reducción de aranceles con una devaluación efectiva del tipo de cambio. Es decir, una devaluación que no sea absorbida inmediatamente por la indexación automática de salarios públicos y privados.

Para evitar desequilibrios inabarcables en la balanza de pagos o una deflación prolongada, la apertura debe compensar la pérdida de protección de la industria de mercado interno con un entorno más competitivo para el sector exportador eficiente. Sin un tipo de cambio competitivo, el lobby industrial del mercado interno tendrá argumentos para resistir la apertura, justificando su rechazo en el supuesto “industrialicidio” que conllevaría la eliminación de protecciones sin un sector exportador en expansión.

Como ocurrió en los 90, una apertura sin condiciones cambiarias adecuadas provocaría desempleo persistente, generando mayor resistencia a una reforma laboral profunda y dificultando cualquier cambio estructural en el país.

## La promesa del liberalismo económico

La promesa del liberalismo económico no puede limitarse a lograr estabilidad macroeconómica sin reformas estructurales. Argentina no puede seguir atrapada en una economía cerrada y dependiente de financiamiento externo (FMI, swap chino, Club de París, Banco Mundial, carry-trades financieros), con un mercado interno protegido y un Estado que ahoga la actividad productiva. Este modelo solo perpetuaría la decadencia y la pobreza.

La única alternativa sostenible es abrir la economía, como lo hicieron países como China, Chile, Perú e Irlanda, que lograron un crecimiento espectacular al integrarse en mercados externos. Esta apertura es la única vía para atraer la pobreza estructural al empleo productivo y devolver a la población la posibilidad de prosperar mediante su esfuerzo.

¿La apreciación cambiaria, ha llegado para quedarse?

Todo indica que las políticas de tipo de cambio atrasado seguirán vigentes. Milei ha comenzado su gestión tomando un rumbo opuesto al necesario para avanzar en su promesa libertaria. Si los objetivos políticos no cambian, el atraso cambiario continuará, con o sin cepo, con o sin dolarización, siempre y cuando las condiciones permitan financiar el déficit externo derivado de esta política.

También es posible, aunque igualmente indeseable, que el régimen fiscal del RIGI genere un boom de exportaciones de recursos naturales no renovables (petróleo, gas, litio, cobre, oro), provocando una “enfermedad holandesa” a la Argentina. Esto podría sostener artificialmente el modelo desarrollista-industrialista, aplazando nuevamente el desarrollo de los sectores genuinamente eficientes y con potencial de generar empleo formal.

¿Hay margen para un cambio de estrategia?

Un cambio de rumbo estratégico después de unas exitosas elecciones legislativas en 2025 es posible, pero constituirá todo un desafío político. Una vez superadas esas elecciones, la atención se centrará de inmediato en las presidenciales de 2027. La inercia triunfalista que suele generar una estabilización inicial —con inflación baja y salarios en dólares en alza— ha sido históricamente un obstáculo difícil de revertir.

Para que esta vez sea diferente, Milei debe reconocer la contradicción entre el atraso cambiario y la implementación de las reformas liberales que prometió. Debe iniciar lo antes posible una nueva etapa, con una agenda clara enfocada en implementar las reformas estructurales decisivas, adecuando tanto su discurso como la política macroeconómica para que estas reformas sean viables.

Mientras esto no ocurra, los liberales conscientes de la historia y de las opciones estratégicas disponibles seguiremos en vilo sobre el futuro de su promesa liberal.