

Sistema cambiario dual y regulaciones financieras durante crisis externas

El final del actual gobierno deja una situación económica y social muy compleja. Deuda pública externa difícil de pagar en los términos establecidos, una recesión profunda, desocupación, pobreza e indigencia casi record, deterioro institucional agudo, la vigilancia del FMI y la mala experiencia de un esquema monetario y cambiario que resultó explosivo. Deja también severos interrogantes sobre los márgenes de política económica disponibles a futuro, dadas las varias restricciones (muchas veces cruzadas) que cualquier solución va a enfrentar. Aquí nos referiremos particularmente al régimen cambiario y la apertura financiera.

Si bien la política económica de Cambiemos puede ser caracterizada por varias decisiones que serán recordadas y analizadas por mucho tiempo, pocas la definen tanto como la obsesión por implementar una apertura externa y una desregulación financiera y cambiaria total, complementadas con un régimen cambiario de flotación “libre”. Todo a ser logrado en tiempo record.

En ese esquema macroeconómico ideal, la desregulación cambiaria y de la cuenta capital era vista como uno de los pilares de la estabilidad nominal y financiera para garantizar el crecimiento de largo plazo. La idea era que la libre entrada y salida de capitales, sin regulaciones cambiarias, con flotación del tipo de cambio y tasas de interés reales positivas, eran la condición necesaria, tanto para financiar la transición gradual hacia el equilibrio fiscal

Jorge Carrera

Prof. Finanzas Internacionales. Investigador CONICET

como para recibir una lluvia de inversiones extranjeras que elevaran el crecimiento potencial de la economía. En esta visión integral, la apertura financiera y flexibilidad cambiaria eran requisitos también necesarios para el éxito del ambicioso programa de metas de inflación propuesto por el BCRA, permitiendo al Tesoro financiarse con deuda y no con emisión del banco central. Por ende, una de las muestras más notorias de que se iniciaba en Argentina una nueva era fue justamente desmontar en pocos meses las regulaciones del gobierno precedente.

Colaboró con esta obsesión liberalizadora de los sectores teóricamente más extremos del gobierno la fatiga que padecía el sistema vigente en los últimos años de la administración anterior. Esto evidenciaba que una regulación del mercado cambiario demasiado centrada en las cantidades presenta fuertes dificultades si no es consistente con un tipo de cambio real adecuado. El otro elemento que posibilitó un desarme tan rápido fue aprovechar la positiva herencia dejada por el gobierno de Cristina Fernández, que consistía en un nivel de deuda con tenedores privados muy bajo y una tortuosa disputa judicial con los buitres que, para la nueva gestión, sólo merecía la plena aceptación –lo más rápido posible– de todas las condiciones solicitadas. También se lanzó un blanqueo que tuvo una altísima respuesta favorable.

De la desregulación a la re-regulación cambiaria en tres años

La veloz y total apertura financiera y cambiaria estaba destinada no solo a usufructuar el amplio espacio heredado para el endeudamiento público externo, sino también a fomentar el endeudamiento de provincias y municipios y, en una escala importante, el de las empresas privadas. La excusa era que el mercado financiero local era muy pequeño, por lo cual financiar ahí la deuda

pública produciría un *crowding out* del crédito privado. Además, en general, los analistas preveían un período de apreciación cambiaria prolongado, reforzado por el gran ingreso de deuda.

La deuda externa tomada en dólares para solventar gastos en pesos llevaba al BCRA a emitir pesos para hacer el cambio (de lo contrario, se apreciaría mucho más el tipo de cambio), que luego esterilizaba emitiendo LEBAC. A su vez, el deseo de implementar en forma muy veloz unas metas de inflación muy exigentes obligaba a sobreactuar el nivel de la tasa de interés real positiva. Esto generó en los primeros años una dinámica de incremento de las reservas (activo con rendimiento muy bajo) que tuvo su contrapartida en el aumento del stock de LEBAC, las cuales tenían una tasa alta que generaba intereses crecientes que se capitalizaban.

Adicionalmente, una tasa tan alta atrajo un gran flujo de capitales especulativos que realizaban *carry trade*, obligando a emitir más LEBAC a cambio de “alquilar” esas reservas adicionales. Esa bola de LEBAC crecía a tasas efectivas altísimas, tanto en pesos como en dólares (dada la estabilidad cambiaria). Era claro que en algún momento los especuladores buscarían efectivizar la ganancia en dólares, anticipando alguna disrupción, y saldrían del esquema. A modo de ejemplo, hágase el ejercicio de pensar una colocación de 100 millones de dólares en enero de 2016 en LEBAC en peso,s que se pasa a dólares en mayo de 2018.

Pocas decisiones definen tanto a la política del actual gobierno como la obsesión por implementar una apertura externa y una desregulación financiera y cambiaria total, complementadas con un régimen cambiario de flotación “libre”. Todo a ser logrado en tiempo record.

A mediados de 2018, con un stock de LEBAC explosivo y endeudamiento externo muy acelerado, en un contexto de una inflación persistente y crecimiento modesto, los capitales externos y los locales aceleraron su salida y el mercado internacional se cerró para la deuda argentina, lo que generó una crisis cambiaria.

Luego de varios cambios de estrategia cambiaria y financiera, se produjo una fuerte devaluación y se recurrió al FMI, que otorgó un crédito extraordinario

de 50.000 millones de dólares e implementó un primer plan, que fracasó de inmediato. Fundamentalmente, por la incapacidad de anclar las expectativas y permitir el retorno a los mercados. En consecuencia, se pasó a un segundo plan, más rústico, basado en una variación cero de la Base Monetaria y un compromiso de llegar a un déficit fiscal cercano a cero en forma aún más rápida. El organismo aumentó el monto a 57.000 millones y adelantó desembolsos. A diferencia de lo ocurrido en otras intervenciones recientes del Fondo en el mundo, en ninguno de estos planes se establecieron restricciones a los movimientos de capitales o cambiarias.

Vale preguntarse por qué el FMI, sobre todo en el segundo plan, no pidió la implementación de controles y, por el contrario, permitió el uso de los fondos para controlar el valor del dólar y que simultáneamente ocurra una fuerte salida de capitales.

En 2019 la economía no se recuperó y la inflación fue más alta de lo previsto. El FMI concedió permisos para modificar la política cambiaria de flotación y usar los desembolsos para financiar la salida de fondos. Vale preguntarse por qué el FMI, sobre todo en el segundo plan, no pidió la implementación de controles y, por el contrario, permitió el uso de los fondos para controlar el valor del dólar y que simultáneamente ocurriera una fuerte salida de capitales¹. ¿Se habrá decidido no implementarlo porque podía perjudicar la performance electoral del Gobierno?

Finalmente, a posteriori de las PASO se desencadena nuevamente la crisis cambiaria, con una fuerte devaluación del peso. En medio de la corrida, Nicolás Dujovne abandona el Ministerio de Hacienda y se nombra en su lugar a Hernán Lacunza. Entre las primeras medidas se decide defaultear la deuda de más corto plazo en dólares (LETES) y en Pesos (LECAP y otras). La justificación de esta novedad para Argentina –el default de un instrumento en pesos– residió en que, de lo contrario, esos fondos irían a alimentar la corrida cambiaria. Sin embargo, solo dos días hábiles después se instalaron restricciones cambiarias muy duras y se subió la tasa, y semanas más tarde se cambió el límite de la Base Monetaria. De modo que parece innecesario haber defaulteado las letras en pesos. Máxime, cuando un bono en pesos como el BoPoMo tampoco se iba a reperfilarse. El default de las letras de deuda de corto

plazo desarticuló todo el sector de Fondos Comunes de Inversión que las empresas y personas usaban como una protección contra la pérdida de valor de la liquidez transaccional. Esto produjo una ruptura de la cadena de pagos que acentuaría la recesión.

Como una parábola notable, el mismo Gobierno que desarmó en tiempo record las regulaciones cambiarias y financieras y “resolvió” el contencioso con los buitres en forma exprés, terminó implementado una abrupta, improvisada y caótica regulación cambiaria y financiera, en algunos aspectos mucho más dura que la del gobierno anterior.

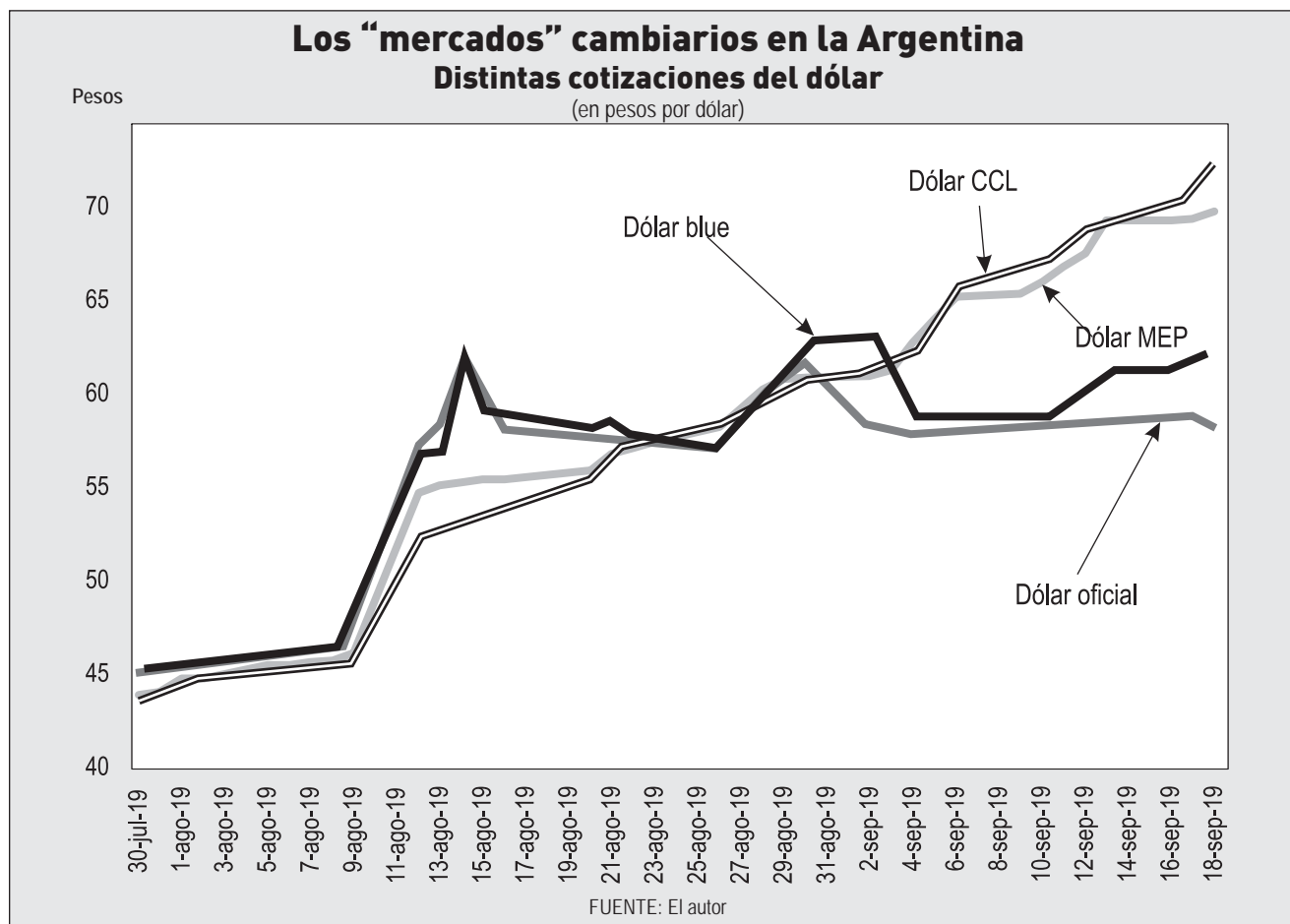
El sistema cambiario en el cierre del gobierno Macri

El actual sistema cambiario de Argentina presenta, luego de las múltiples regulaciones del BCRA y la Comisión Nacional de Valores posteriores a las PASO, una configuración inestable y con límites muy difusos entre las operaciones cambiarias y financieras, e incluso incierta en la legalidad de las mismas. Además, se percibe un contexto de transitoriedad y también la precariedad o inexistencia de los controles.

Si bien nominalmente se mantiene el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC), varias operaciones no se cursan por el mismo y existen distintos tipos de cambio, además del surgido de este mercado, que son mirados con mayor atención por los agentes económicos. Estos son, además del dólar mayorista y minorista, el dólar MEP, el dólar Contado con Liquidación (CCL) que varía según el instrumento cotizante en el exterior y el dólar blue (nuevo nombre del histórico mercado negro o paralelo). Todos tiene un spread de tipo financiero o impositivo respecto al tipo de cambio registrado por el BCRA en el MULC. Pero, además, el dólar que es efectivamente percibido como relevante para ciertos sectores económicos por sus actividades de exportación o importación tiene también una diferenciación relevante respecto al MULC a causa de las retenciones, reintegros y aranceles.

El gráfico de esta página muestra los valores en los distintos “mercados” cambiarios existentes. Se percibe cómo, a partir de las regulaciones impuestas en agosto, se ensancha la brecha entre el oficial y el dólar CCL y MEP y en menor medida respecto a mercado del dólar blue.

Toda la implementación normativa tuvo muchas correcciones, y correcciones de las correcciones. Por



ejemplo, se hizo una excepción para permitir pagos de deuda del Gobierno nacional pero no a los de estados subnacionales y empresas privadas, que deben afrontar los mayores costos para sus pagos.

Nominalmente se mantiene el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC), sin embargo, varias operaciones no se cursan por el mismo y existen distintos tipos de cambio, además del surgido de este mercado, que son mirados con mayor atención por los agentes económicos.

Si bien las restricciones cambiarias fueron presentadas como un “cepo light” en comparación con las restricciones anteriores, con el correr de las semanas fueron mostrando que en muchos aspectos eran más restrictivas. De hecho, recientemente una empresa importante como IRSA se vio imposibilitada de enviar los pagos de su deuda normalmente, a pesar de haber accedido al MULC para comprar los dólares. Por ello, debió usar un camino complejo y costoso, que es pagar usando bonos en dólares para remitir los fondos².

Este punto es muy problemático, porque el Gobierno alentó a las empresas a tomar deuda en el exterior, la cual creció de 53.000 millones de dólares en 2015 a 86.000 millones en 2019 (+24% en divisas y +6 p.p. del PIB). Esto implica que muchos vencimientos a corto plazo de las empresas, ahora, suman una devaluación más allá de lo calculado y el costo adicional de tener que pasar por el CCL. Toda esta incertidumbre sobre cómo y cuánto deberán pagar deteriora los balances y los resultados de las firmas, limitando aún más las inversiones.

En lo que sería un fuerte cuestionamiento a la unicidad del mercado cambiario actual, varios actores del mercado financiero han pedido el 23 de septiembre a la EMTA (*Emerging Markets Traders Association*) usar el CCL en lugar del dólar mayorista como referencia para el cálculo de los NDF (*Non Delivery Forwards*) que habían pactado, a causa de las regulaciones impuestas.

También se establecieron restricciones a la compra de dólares para operaciones inmobiliarias referidas a la compra de la primera casa, con un límite de 100.000 dólares. Más recientemente se impuso la obligación de pesificar las ventas de servicios al exterior, incluso por parte de las personas humanas.

Se hicieron grandes esfuerzos para evitar que pequeños ahorristas pudieran especular con lo que popularmente se llama el “rulo”, maximizando los riesgos de precio, sobre todo, de quienes tenían menos de 10.000 dólares.

En resumen, en menos de un mes la normativa sufrió gran cantidad de modificaciones, sumado a que no estuvo pensada la implementación de los mecanismos de control en los distintos entes, lo que demuestra la gran improvisación de todo el proceso. Sin embargo, cuidando una última esperanza electoral, la intención fue mantener la compra de personas humanas en 10.000 dólares, así como la transferencia plena al exterior de los fondos en dólares.

En otras palabras, tenemos un sistema cambiario que, de forma desordenada y poco clara, se asemeja a un sistema de tipos de cambio múltiples, pero difusos y con límites indefinidos en cada mercado. Entonces, vale la pena preguntarse si, en vez de este esquema tan impreciso, poco transparente e ineficiente, no sería más adecuado establecer un sistema de tipos de cambio múltiples más claro, concreto y definido.

Sistemas de tipos de cambio múltiples

Establecer un sistema de tipos de cambio múltiples no es una situación original en la historia económica moderna de la Argentina (BCRA varios años; Braun, 1973; Dornbusch, 1985, 1986; O’Connell, 1986; Kiguel, 1995; Rapoport, 2000; Libman, 2018). Nuestra historia reciente desde la creación del BCRA cuenta con más de veinte experiencias con mercados formales diferenciados. Así, la experiencia histórica argentina muestra que los regímenes duales han sido transversales a gobiernos de distinto perfil ideológico, tanto en programas económicos de corte ortodoxos como en otros más heterodoxos³.

Si bien las restricciones cambiarias fueron presentadas como un “cepo light” en comparación con las restricciones anteriores, con el correr de las semanas fueron mostrando que en muchos aspectos eran más restrictivas.

La literatura económica también tiene una larga tradición en discutir intensamente los sistemas cambiarios múltiples⁴. Una cita tradicional al respecto es Kaldor (1964), que postula la inexistencia de un tipo de

cambio de equilibrio único entre los costos nacionales de producción y los precios externos. Propone un esquema dual en el cual coexista un tipo de cambio fijo para la exportación de commodities e importaciones esenciales y otro flexible y más alto para los demás bienes importados suntuarios y para las exportaciones manufactureras. En nuestro país uno de los autores que más sólidamente abogó por este tipo de sistema fue Marcelo Diamand (1972).

La idea de que el sistema cambiario no repose en un único mercado parece sensata para muchas economías con alta heterogeneidad en términos de niveles de productividad.

Estas dos referencias nos muestran indirectamente cuáles son los desafíos que enfrenta en la actualidad el pensar un sistema cambiario dual o múltiple. Las dos opciones están centradas principalmente en el uso del sistema cambiario como un instrumento para el desarrollo industrial en un contexto de una estructura económica heterogénea. Pero hoy las preocupaciones respecto a los sistemas cambiarios y su funcionamiento incluyen también la dinámica inflacionaria y distributiva y la estabilidad financiera. Esto se relaciona, por un lado, con el hecho de que las economías son hoy mucho más integradas comercialmente (y, sobre todo, financieramente) con el resto del mundo que décadas atrás. Y, por otro lado, que economías como la argentina han sufrido un persistente proceso de sustitución de monedas, donde el dólar ha pasado a ser actor importante en las decisiones y transacciones locales.

Otro de los elementos que se extrae de la referencia de Kaldor es que, a existencia de un sistema de cambios múltiples, por ejemplo, un sistema dual conlleva también determinar un régimen de funcionamiento para cada mercado. Flotación libre, flotación administrada, *crawling peg* o fijación son las variantes básicas que se podrían combinar en los distintos mercados del sistema.

Esquema de funcionamiento de un sistema cambiario dual

La idea de que el sistema cambiario no repose en un único mercado parece sensata para muchas economías con alta heterogeneidad en términos de niveles de productividad. Pero habiendo aceptado esto, se requiere contar con algún esquema que permita determinar un número razonable de mercados diferenciados.

La selección del número adecuado de mercados debería ponderar el dilema entre diferentes objetivos y/o sectores específicos que requieren su propio espacio y los problemas prácticos de implementar un número creciente de mercados. Es por ello que, en principio, suponer dos mercados sirve para ilustrar los costos y beneficios del sistema. Asimismo, es el esquema que cuenta con más experiencia histórica asociada.

Para implementar un sistema cambiario dual en una economía financieramente abierta y altamente dolarizada se piensa en uno de los mercados cambiarios dedicado a las transacciones comerciales y el otro a las financieras y al resto de las transacciones cambiarias (remisión utilidades, turismo, transferencias, FAEN, etc.). Se supone que el mercado comercial tendría una cotización cambiaria menor que el financiero y también un régimen de funcionamiento distinto.

Para implementar un sistema cambiario dual en una economía financieramente abierta y altamente dolarizada se piensa en uno de los mercados cambiarios dedicado a las transacciones comerciales y el otro a las financieras y al resto de las transacciones cambiarias.

Si existe un interés por alguna política comercial que diferencie entre bienes y servicios como era la que propugnaban Kaldor (1964), Diamand (1972) y Ferrer (1964), entonces se necesitarían más mercados comerciales o, como alternativa más simple para no



Próximo Desayuno de Trabajo FIDE:
Miércoles 30 de octubre
Información e inscripciones en info@fide.com.ar

romper la dualidad de mercados, permitir que las transacciones comerciales de algunos sectores se liquiden en el mercado financiero. Por ejemplo, las exportaciones industriales o de servicios tecnológicos, así como las importaciones de bienes suntuarios o no relevantes para las cadenas de valor y el turismo, se podrían cursar en el mercado financiero, o sea con un tipo de cambio más alto.

Respecto al uso de tipos de cambio diferenciados como estrategia de desarrollo cuando hay dos sectores con productividades muy diferenciadas, si se opta por un mercado dual (comercial y financiero), entonces se deberá implementar para los sectores que liquidan en el comercial un esquema de “desacople selectivo” (Abeles y Panigo, 2015) basado en derechos de exportación diferenciados para productos primarios. De esta forma, se evita que, al favorecer al sector menos competitivo, con un tipo de cambio alto ello se traslade completamente a los alimentos.

Vale tener en cuenta que una estrategia de crecimiento basada en un tipo de cambio competitivo debe incorporar la cuestión sobre cuál es la incidencia de las cadenas globales de valor en los sectores productivos de la Argentina. A diferencia del pasado, donde el valor agregado local era bastante relevante en el producto industrial y más aún en la cadena agropecuaria, en la actualidad el porcentaje de contenido nacional ha caído, por lo cual un aumento del tipo de cambio real mejora la competitividad de la parte local, pero encarece los insumos que están dolarizados, morigerando el efecto final. Solo un período largo de tipo de cambio alto y estable podría incentivar a las cadenas globales a utilizar más contenido local en la propia cadena.

Vale tener en cuenta que una estrategia de crecimiento basada en un tipo de cambio competitivo debe incorporar la cuestión sobre cuál es la incidencia de las cadenas globales de valor en los sectores productivos de la Argentina.

En algunos períodos históricos se usó en la Argentina la “mezcla” de tipos de cambio por la cual los tipos de cambio sectoriales se obtenían mezclando en distintas proporciones el mercado cambiario comercial y financiero.

Sin embargo, también existe evidencia de que, cuanto

más diferenciaciones haya (cuanto más pequeños sean los mercados específicos), más aumenta la posibilidad de éxito de lobbies sectoriales, manipulaciones de mercado y captura de los reguladores. Por lo tanto, si se entiende que es necesaria la dualidad cambiaria, el mejor camino sería mantener la misma lo más simple, transparente y auditable posible.

En resumen, un sistema cambiario dual debería combinar tres tipos distintos de objetivos que, además, están interrelacionados.

Un sistema dual no es el mecanismo que permite prescindir completamente de las regulaciones cambiarias o de la cuenta capital referidas al acceso al mercado financiero o de las políticas comerciales referidas a aranceles, preferencias, retenciones y reintegros.

Por un lado, el objetivo de desarrollo económico en economías heterogéneas, que implica diferenciar el tipo de cambio de algunos sectores y productos de exportación e importación.

En segundo lugar, existe un objetivo antiinflacionario asociado a disminuir la influencia de la volatilidad cambiaria en los precios domésticos, a los fines de evitar el deterioro de la distribución del ingreso y la exacerbación del conflicto distributivo.

En tercer lugar, el sistema cambiario debería minimizar los desequilibrios cambiarios en el mercado financiero que afectan la oferta y demanda de activos financieros en moneda extranjera y en pesos, la tasa de interés de política, los depósitos y el crédito en dólares y pesos, entre otros efectos.

Dados estos objetivos y la intención de mantener un número acotado de mercados, es necesario remarcar que un sistema dual no es el mecanismo que permite prescindir completamente de las regulaciones cambiarias o de la cuenta capital referidas al acceso al mercado financiero o de las políticas comerciales referidas a aranceles, preferencias, retenciones y reintegros.

Régimen de funcionamiento y estabilidad dinámica

Además de la existencia de dos mercados claramente

delimitados, el sistema requiere definir qué tipo de régimen de funcionamiento tiene cada uno y cómo se implementa la política cambiaria del BCRA. Partiendo de la hipótesis de que las grandes opciones de régimen son la flotación libre, la flotación administrada, el *crawling peg* y la fijación, teóricamente las combinaciones podrían ser múltiples, aunque cada mix puede dar lugar a distintas tensiones entre los dos mercados dadas por el volumen, la volatilidad y cómo se lean y convivan en la economía las señales que envía cada mercado.

Por ejemplo, podría existir un régimen de tipo de cambio (TC) fijo en el comercial y otro de TC flotante completamente libre en el financiero. Cuando se piensa en un régimen de TC fijo significa que el BCRA interviene, si es necesario, en el mercado comercial para mantener el TC dentro de una banda muy estrecha (2%-4%), mientras que en el flotante el BCRA u otros agentes estatales se abstendrían de intervenir, salvo en eventos muy extraordinarios, dejando que el mercado equilibre oferta y demanda.

El tipo de cambio real que requiere una economía hiperendeudada como la Argentina debe combinar un nivel razonable con estabilidad; solo esto podrá hacer crecer el superávit por aumento de las exportaciones, lo cual parece un ancla macro imprescindible.

Si bien un TC fijo en el comercial sería positivo para desinflacionar –siempre y cuando los precios de los bienes transables se regulen con el comercial–, la experiencia histórica enseña que brechas muy grandes donde el TC flexible es mayor que el TC fijo generan dudas sobre la sostenibilidad de la fijación y terminan en ajustes abruptos que, de hecho, en Argentina es la forma más disruptiva del ajuste cambiario (Libman, 2018).

Las grandes devaluaciones en Argentina son contractivas, mejoran la balanza comercial básicamente por caída de la importación y exacerbaban la intensidad del *pass-through*. Incluso el potencial *overshooting* del TC nominal luego de una gran devaluación, que debería ofrecer la posibilidad de reducir la tasa de interés, pierde parte de esa virtud por la incertidumbre que genera sobre cuándo será la próxima devaluación. El tipo de cambio real que requiere una economía hiperendeudada como la Argentina debe combinar un nivel razonable con estabilidad; solo esto podrá hacer crecer el superávit por aumento de las exportaciones,

lo cual parece un ancla macro imprescindible.

Una alternativa para evitar el riesgo de devaluaciones abruptas es que exista una flotación administrada en el comercial y una flotación libre en el financiero.

Pero, si además se desea minimizar la disparidad entre regímenes, podría implementarse un régimen de flotación administrada con baja volatilidad en el comercial y otro también de flotación administrada, pero con mayor volatilidad en el financiero. Suponiendo que se logre mantener el mercado comercial superavitario, en este caso el BCRA podría intervenir para administrar la flotación del mercado financiero.

Una alternativa para evitar el riesgo de devaluaciones abruptas es que exista una flotación administrada en el comercial y una flotación libre en el financiero.

Este esquema parece más razonable en la salida de una crisis, dadas las características de la economía argentina.

La flotación administrada en ambos mercados puede parecer un esquema similar al actualmente vigente, donde hay un MULC que es “único”, en el cual el BCRA interviene spot y tiene un esquema de regulaciones e impuestos⁵. Sin embargo, las diferencias no son menores.

En momentos de crisis como el actual, el BCRA interviene el MULC excluyentemente por motivos financieros y además maximiza el uso de la tasa, pero todo el ruido cambiario-financiero se traslada también a la actividad comercial y productiva (se dilatan liquidaciones, compras, hay aumentos precautorios de precios por incertidumbre cambiaria y se reduce el crédito productivo). Esto es una fuerte externalidad negativa del sistema único.

En un sistema dual, contar con un mercado financiero formal permitiría dar más certidumbre al esquema de liquidaciones de egresos e ingresos, que hoy es muy confuso. Todos los demandantes y oferentes no comerciales, residentes o no residentes, irían a este mercado dejando de usar los bonos como instrumento imperfecto y así reduciendo el exceso de ruido en el mercado de deuda generado por las necesidades de los privados de entrar o sacar fondos que hoy no pueden canalizar a causa de las regulaciones. Esta es una segunda externalidad negativa del sistema actual,

que es meter ruido en el mercado de bonos.

Si el mercado del TC comercial genera un superávit estable, el BCRA reconstruye un stock razonable de reservas y el resto de la macro acompaña consistentemente, es probable que la mera posibilidad de que el BCRA sea visto con municiones para intervenir genere una “especulación estabilizadora” que limite la propia necesidad de intervenir. Como ocurrió en la Convertibilidad a partir de la reconstrucción de las reservas.

Tamaño de la brecha. Superávits e intervención

Claramente la dimensión y la dinámica de la brecha entre los mercados comercial y financiero es un capítulo muy importante en la literatura de los mercados duales. Con una brecha muy grande, los agentes económicos endógenamente ralentizan los ingresos en el mercado bajo y se incentiva la creación de mecanismos para su fuga. Puntualmente, una brecha muy amplia genera maniobras de sobrefacturación de importaciones y subfacturación de exportaciones o declarar las mismas como realizadas de países limítrofes.

Según Libman (2018), la evidencia empírica en

un panel de países de Latinoamérica muestra que el mercado negro (el más desregulado) adelanta el comportamiento del mercado oficial. Cuando han existido grandes brechas persistentes se derivan con alta probabilidad devaluaciones en el oficial. En este sentido, la brecha misma pasa a ser un elemento de inestabilidad macroeconómica.

En un sistema dual, contar con un mercado financiero formal permitiría dar más certidumbre al esquema de liquidaciones de egresos e ingresos, que hoy es muy confuso.

Asimilando esos resultados, se podría establecer que una brecha creciente entre comercial y financiero generaría incertidumbre sobre la sostenibilidad del TC del comercial. Por eso en muchas oportunidades los Bancos Centrales intervienen en ambos mercados. La intervención en el comercial busca claramente evitar el exceso de volatilidad que se traslade a los precios. Pero la intervención en el financiero sólo debería estar basada en situaciones de volatilidad que no están acordes con los fundamentales de la economía.

Visite nuestra página web



www.fide.com.ar

Por lo tanto, dado el contexto que quedará a la salida de este gobierno con reservas netas muy bajas, pagos de deuda altísimos y los mayores requerimientos de importación de bienes de capital e insumos que cualquier reactivación generaría, se necesitará no solo un régimen cambiario apropiado, sino sobre todo un nivel del TC real apropiado que ayude a reconstruir las reservas.

Dado el contexto que quedará a la salida de este gobierno con reservas netas muy bajas, pagos de deuda altísimos y los mayores requerimientos de importación de bienes de capital e insumos que cualquier reactivación generaría, se necesitará no solo un régimen cambiario apropiado, sino sobre todo un nivel del TC real apropiado que ayude a reconstruir las reservas.

Como muestran varias experiencias históricas, es probable que el mercado del TC financiero no pueda ser completamente desregulado en un contexto de crisis de balanza de pagos, por lo cual seguirá existiendo un mercado paralelo. Vale notar que, teniendo la economía argentina una parte importante de informalidad (que se acentúa en las crisis macroeconómicas), existe un espacio “natural” para mercados paralelos, aún en presencia de plena desregulación cambiaria, ya que un sector amplio de la población y empresas no puede determinar que los fondos usados hayan sido producto de operatorias tributariamente o legalmente no punibles. Es decir, por razones impositivas o de controles anti lavado, es difícil que desaparezca el mercado paralelo. El punto es que la referencia de las transacciones financieras se genere en el mercado financiero legal.

El sistema cambiario como parte de un esquema integral para salir de la crisis

En esta nota se presentaron algunos elementos para pensar preliminarmente un sistema cambiario que supere el caos normativo y operativo que terminará quedando al final del gobierno Macri.

El futuro gobierno deberá evaluar la conveniencia de mantener un esquema cambiario formalmente único como el actual, apuntalado y limitado por un esquema de regulaciones financieras, cambiarias y tributarias, o formalizar más de un mercado cambiario. También, se

debe tener en cuenta que, en general, el FMI ha sido reticente al uso de sistemas cambiarios múltiples, por lo cual, si se evaluara que el sistema es útil para esta etapa de la Argentina, su discusión podría ser un punto más en una eventual negociación con el organismo.

Dadas las complejas circunstancias del sector externo argentino (déficit, dolarización, fuga, alto *pass through*, etc.), no parece que soluciones extremas como un régimen cambiario totalmente flexible o uno completamente rígido (convertibilidad o dolarización) y a la vez abierto en sus regulaciones financieras y cambiarias sean posibles mientras dure la crisis. Y en casos como la dolarización o la convertibilidad, tampoco cuando se salga de la misma.

La experiencia Macri, combinando flexibilidad cambiaria y apertura financiera, y la experiencia de la convertibilidad conjugando fijación cambiaria más apertura nos dejaron, en ambos casos, una sobredosis de deuda externa y fuga de capitales.

En el debate sobre el funcionamiento del sistema cambiario dual se propone normalmente un régimen fijo en el comercial y otro flotante libre en el financiero. Los objetivos son: 1) aislar a la estructura de precios del exceso de volatilidad que domina en el mercado financiero; 2) ordenar los flujos financieros y el mercado de bonos a través de un mercado cambiario claro y transparente que minimice los inconvenientes, los “rulos” y arbitrajes de todo tipo que convierten la captura de rentas cambiarias en el principal objetivo de la actividad financiera, en lugar de servir al financiamiento de la economía.

El futuro gobierno deberá evaluar la conveniencia de mantener un esquema cambiario formalmente único como el actual, apuntalado y limitado por un esquema de regulaciones financieras, cambiarias y tributarias, o formalizar más de un mercado cambiario.

Aquí hemos debatido que posiblemente en la transición un esquema dual con flotación administrada en ambos mercados puede ser más apropiado. Obviamente, la administración de la flotación es diferente en cada uno: muy activa en el comercial en una banda estrecha y más esporádica en el financiero. Se discutió que la clave deviene entonces en cómo administra el BCRA la brecha y qué instrumentos tiene o construye para ello. El

principal recurso es un mercado comercial superavitario y un razonable stock de reservas.

Las regulaciones cambiarias y los esquemas duales pueden dar más espacio a la política económica para administrar los shocks económicos y los desequilibrios que se deseen corregir, pero es muy difícil alcanzar ese objetivo si no se logra una estructura de precios adecuados y un contexto de consistencia macroeconómica.

Por lo que hemos dicho, la futura política económica podrá plantear, de acuerdo a sus prioridades, distintas combinaciones de mercados o sistemas cambiarios (único o dual), distintos regímenes de intervención en cada uno de los mercados y distintas regulaciones cambiarios e impositivas, pero siempre bajo un paraguas que tenga presente mantener un tipo de cambio real competitivo y políticas específicas para lograr un resultado de cuenta corriente suficiente que no genere incertidumbre o anticipe una crisis y ayude a reconstruir el stock de las reservas. Sólo así podremos garantizar un sendero de desarrollo sostenible que no sea fagocitado por la restricción externa y pueda enfrentar los shocks externos.

Notas

- 1 En contradicción con el propio Acuerdo Constitutivo del organismo.
- 2 La deuda de esta empresa era una obligación negociable emitida bajo ley argentina. Los inconvenientes para que los tenedores externos reciban su pago generaron un daño adicional en la reputación para emitir bajo jurisdicción nacional.
- 3 De hecho, se usaron desde varias veces desde el Plan Pinedo en los años '30 y, más recientemente, en el gobierno justicialista en los '70, en la primera etapa de Martínez de Hoz, en el Plan de 1987 posterior al Austral y en el Plan Primavera del gobierno radical, en el Plan Bunge y Born y en el plan de Cavallo antes de la Convertibilidad con Menem. También hay una larga lista de experiencias de mercados unificados, transversales a la orientación política de los gobiernos que, en la mayoría de los casos, tenían fuertes controles y por lo tanto existía un mercado paralelo (ver BCRA varios años; Braun, 1973; Dornbusch, 1986; O'Connell, 1986; Kiguel 1995; Rapoport, 2000).
- 4 La experiencia internacional muestra muchos casos de crisis de balanza de pagos o crisis financieras que recurren al control de capitales y cambiarios. Entre las más recientes están Islandia, Ucrania, Grecia, entre otros.
- 5 También puede intervenir en el mercado de futuro

Referencias

- BCRA, Memoria Anual, Ejemplares: 1940, 1941, 1942, 1943, 1944, 1945, 1946, 1947. 1948 y 1949, Biblioteca Prebisch.
- Braun, Oscar (1973) Desarrollo del Capital Monopolista en Argentina, Braun, O. (compilador).
- Diamand, Marcelo (1972) "La Estructura Productiva Desequilibrada Argentina y el Tipo de Cambio", Desarrollo Económico, Vol. 12 No 45, pp: 25-47.
- Diamand, Marcelo (1973) "Doctrinas Económicas, Desarrollo e Independencia", reimpresso por H. Garetto Editor (2010), Rafaela, Santa Fe.
- Dornbusch Rudiger (1985) Special Exchange Rates for Capital Account Transactions. THE WORLD BANK ECONOMIC REVIEW, VOL. 1, NO. 1: 3-33
- Dornbusch, Rudiger (1986) "Multiple Exchange Rates for Commercial Transactions", en S. Edwards y L. Ahamed (eds.) Adjustment and Exchange Rates in Developing Countries, Chicago University Press.
- FIDE (2019), Coyuntura y Desarrollo n. 388. Buenos Aires.
- Ferrer, Aldo (1963) Devaluación, "Redistribución de Ingresos y el Proceso de Desarticulación Industrial", Desarrollo Económico, Vo. 4, No. 2, pp. 5-18.
- Heymann, Daniel (1991) "From Sharp Disinflation to Hyperinflation Twice: The Argentine Experience", 1985-1989", en M. Bruno, M. Fischer, E. Helpman y N. Liviatan (comp) Lessons of Economic Stabilization and its Aftermath, The MIT Press.
- Kaldor, N. (1964) "Dual Exchange Rates and Economic Development", Economic Bulletin for Latin America, Vol. 9, No. 2, pp.215-223.
- Libman, E. (2018) La Relación entre el Tipo de Cambio Oficial y el Tipo de Cambio Negro", Cuadernos de Economía, 2018, Vol. 41 no. 115, pp. 43-55.
- O'Connell, Arturo (1986) "La Argentina en la Depresión: Los Problemas de una Economía Abierta", Desarrollo Económico, Vol. 64, No.
- Rapoport, Mario (2000) Historia Económica, Política y Social de la Argentina 1880-2000, Ediciones Macchi, Buenos Aires.