Canales de transmisión en esquemas de tipo de cambio dual. La experiencia reciente en la Argentina

DIEGO BEIN Y ARIEL CHIROM
Licenciados en economía (UBA)
y magisters en finanzas (Universidad di Tella)

El establecimiento de un esquema de tipo de cambio desdoblado a partir de 2011 introdujo una serie de distorsiones sobre la economía argentina, que pusieron rápidamente en tela de juicio su efectividad. El presente trabajo apunta a identificarlas, cuantificando su impacto e interpretando la racionalidad subyacente, tanto desde la óptica de la autoridad política para impulsar la medida, como de los agentes económicos y las prácticas acomodaticias que desarrollaron. Se distinguen analíticamente seis canales de transmisión: comercio exterior, la informalidad, las expectativas, la percepción de riqueza, la asignación de recursos y los resultados cambiarios sectoriales. Se concluye con algunos lineamientos para entender el esquema cambiario dual desde una óptica de equilibrio general.

"There's no such a thing as a free lunch"
Milton Friedman

I. INTRODUCCIÓN

En octubre de 2011, sólo dos semanas después de las elecciones presidenciales, se estableció en la Argentina un incipiente control cambiario. Con el paso de los meses su alcance fue extendido y las restricciones no tendieron sino a profundizarse. De esta forma, aquella primera medida nacida bajo el argumento de acrecentar la fiscalización tributaria del mercado de divisas se convirtió, menos de un año después, en un conjunto de limitaciones para la adquisición de moneda extranjera.

Casi sin previo aviso el país reeditaba así una práctica económica cuyo último antecedente relevante había sido a principios de los noventa[1], pero por sobre todas las cosas, ponía en marcha una política de escasa vigencia no sólo en la región, sino en prácticamente todas las economías del globo. En ese sentido, de un total de 188 naciones miembros del FMI, en 2012 sólo 23 de ellas[2] mantenían esquemas cambiarios

[1] A comienzos de 2002, junto con la salida del régimen de Convertibilidad, se estableció un régimen dual cambiario que diferenciaba una cotización para las operaciones de comercio, y otra para aquellas estrictamente financieras. Sin embargo, su vigencia se extendió por menos de un mes: para los primeros días de febrero de ese año se unificó nuevamente el mercado de divisas.

[2] Dichos países están compuestos por: Angola, Argentina, Bahamas, Burundi, Eritrea, Georgia, Guinea, Madagascar, Malawi, Maldivas, Mongolia, Myanmar, Nigeria, Santo Tomé y Príncipe, Sierra Leona, Somalia, Sudán, Suriname, Siria, Las Bahamas, Ucrania, Uzbekistán y Venezuela. A modo de referencia, en conjunto representan menos del 2% del PIB global.

múltiples (15 con mercados duales), mientras que en 1990 cerca de 1 de cada 3 países tenía algún tipo de control cambiario.

El *cepo cambiario* –tal como se denominó coloquialmente al nuevo esquema–, fue la consecuencia de un escenario macroeconómico frágil, donde diversas inconsistencias comenzaban a tomar visibilidad: lejos de ser casualidad, para fines de 2011 las luces de alarma se encendían al mismo tiempo. La fuga de capitales no parecía encontrar un techo, fruto de una laxa política monetaria y la expectativa latente de un salto en la paridad cambiaria. El proceso de apreciación real del peso y una cuenta corriente cada vez más débil, incrementaban la presión sobre la posición externa. Mientras que en conjunto, estas dinámicas generaban un estancamiento de las reservas internacionales, que rápidamente pasó a convertirse en caída.

El sendero macroeconómico estaba dando un giro, y aunque los márgenes de acción todavía eran amplios (incluyendo la posibilidad de acelerar la tasa de devaluación, buscar endeudamiento externo, restablecer ciertos equilibrios macroeconómicos vía la intervención fiscal y monetaria), los condicionamientos políticos parecían acotar las alternativas del gobierno.

Es en este marco que la gestión económica tomó la decisión de incrementar las regulaciones de acceso al mercado cambiario, al punto de restringirlo ampliamente sólo unos meses después, poniendo en vigencia lo que fue interpretado como un *desdoblamiento de facto*.

Varias novedades se incorporaban así a la marcha de la economía local. La primera y más contundente, la ruptura de casi 20 años ininterrumpidos de mercado libre de cambios. Esto traería aparejado la expansión de un mercado paralelo, con una cotización creciente en relación a la oficial, a la par que el acceso a ésta última se iba haciendo más dificultoso.

En tanto, ello distaba de ser la única evidencia del nuevo funcionamiento económico. Por el contrario, la instauración del cepo generaría sus propias distorsiones fruto del nuevo marco de expectativas que nacía a su sombra, y del deterioro que distintas ramas sectoriales comenzaban a sufrir en consecuencia. Por sobre todas las cosas, con el cepo resurgía una multiplicidad de prácticas acomodaticias por parte de empresas e individuos, en busca de divisas con fines rentísticos y de atesoramiento. En síntesis, se activaban distintos canales de transmisión que hicieron mella en el nivel de actividad y en las perspectivas futuras.

Este contexto es el que motiva y da origen al presente trabajo. Entendemos que más de dos años después de las primeras restricciones cambiarias han recobrado vigencia varios interrogantes que la literatura económica cubrió extensamente algunas décadas atrás, y que hasta hace poco se consideraban pretendidamente saldados. En la nueva coyuntura resulta imprescindible volver a preguntarse por los orígenes, motivaciones, dinámicas y consecuencias de los esquemas cambiarios desdoblados, en un repaso de la extensa bibliografía que aborda dichas problemáticas. Y al mismo tiempo, plantearse preguntas centrales del contexto actual, que suelen pasarse por alto al momento de abordar esta temática en forma parcializada, propia del análisis coyuntural.

El trabajo se estructura de la siguiente forma: en un principio se aborda el contexto histórico que desembocó en la instauración del cepo cambiario, así como el marco teórico que permite entender las características principales de un esquema de Tipo de Cambio Dual (TCD). A continuación se introducen y analizan los distintos canales de transmisión del cepo cambiario: comercio exterior; informalidad; expectativas; efecto riqueza; ineficiencia en la asignación de recursos; y resultado cambiario sectorial. Por último, se presenta la conclusión.

CONTEXTO HISTÓRICO

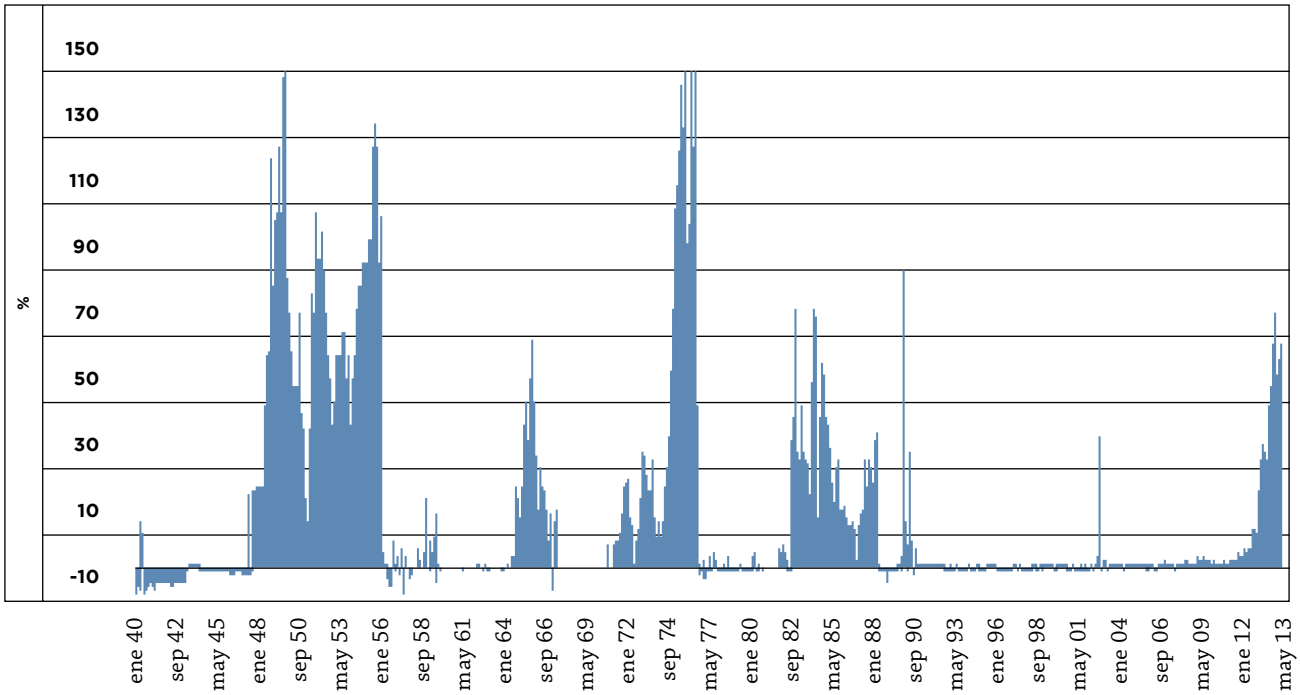
Las regulaciones cambiarias han sido utilizadas extensamente en todo el mundo durante gran parte del siglo XX, aunque su masificación como instrumento de control de capitales se verifica durante la década del '30, en los años posteriores a la crisis mundial. En los '50 y los '60 un número significativo de países de distintos grados de desarrollo aplicaba alguna variación de esquemas cambiarios múltiples como parte de su política económica. Esto continuó siendo así, hasta que a principios de los '90, en un contexto de liberalización de flujos de capitales, su importancia se redujo al punto de convertirse en un elemento casi excepcional hacia fines de siglo.

Desde una óptica regional fue durante los ochenta cuando los controles de cambios cobraron mayor visibilidad, al convertirse en un componente esencial de la política macroeconómica de los países latinoamericanos, frente a las crisis de deuda y el trasfondo de la denominada *década pérdida*. Sin embargo, los mismos también se habían articulado a lo largo de los cincuenta años previos, como instrumentos de los planes desarrollistas y en respuesta a la dinámica de *stop-and-go* (recurrentes estrangulamientos de balanza de pagos).

Un repaso histórico permite observar que la Argentina no escapa a esa trayectoria regional. Desde 1930 en adelante la existencia de un mercado único y libre de cambios se verificó en contados episodios, en su mayoría acotados, mientras que en general primó algún tipo de restricción, no con idéntica intensidad y alcance, pero sí como regla. Esto permite entrever que diversos contextos redundaron en una misma caracterización de restricciones. Es sobre la base de estos antecedentes que abordamos el episodio actual en la presente sección.

GRÁFICO 1

Brecha cambiaria (1940-2013) como % del tipo de cambio comercial



Fuente: BCRA, FIEL y La Nación Data
Nota: por motivos expositivos se ha decidido cortar el eje de las ordenadas en 150%.

2003-2013: Antecedentes recientes

La literatura que se ha enfocado en el desempeño económico de la última década usualmente ha distinguido tres etapas: la primera entre 2003 y 2007; la segunda, comenzando en aquel momento y hasta 2011; y una última, en adelante. A los fines expositivos de este trabajo, se aplicará otro criterio de segmentación, que identifica una ruptura de ciclo recién a partir de 2009, definiendo el período intermedio 2010/11 como una instancia en sí misma.

Cambio de ciclo

A partir de 2003 el país ingresó en un período de crecimiento sin precedentes signado por una conjugación virtuosa y exótica para la historia local: superávits gemelos (fiscal y comercial), inflación baja o moderada, tipo de cambio real competitivo, y acumulación de reservas con cancelación y reestructuración de pasivos externos. Esto en el marco de una mejora considerable en los términos de intercambio (por el alza explosiva en los *commodities*), ingreso de capitales y un sostenido proceso de inversiones en un contexto global también virtuoso, dominado por tasas de interés bajas y fortalecimiento del PBI en dólares de los socios comerciales.

Este escenario comenzó a cambiar en 2007, mostrando una reversión abrupta un año después, junto con la crisis internacional que estalló hacia fines de 2008. Por entonces, varios eran los aspectos que dejaban traslucir la necesidad de reformular las directrices antes efectivas. De ese listado, al menos tres requerían una respuesta rápida: 1) la aceleración inflacionaria (y su correlato en la intervención de facto del INDEC[3]); 2) la creciente carga de subsidios sobre las erogaciones públicas; y 3) la incipiente fuga de capitales. Dichos desbalances internos, aunados al fin del *viento de cola* por la crisis internacional, llevaron a la economía a una recesión por primera vez en más de 5 años. Así, la caída del precio de los *commodities* y la retracción de los principales socios comerciales representaron un vertiginoso cambio del ciclo, que derivó en cuatro trimestres consecutivos de contracción del producto.

Sin embargo, el incierto panorama que dominaba la escena global no iba a extenderse por mucho tiempo. Hacia fines de 2009 gran parte de los países emergentes retornaban al crecimiento, las monedas de dichas naciones se fortalecían frente al dólar, y los precios de los *commodities* ascendían. Comenzaba así en la Argentina la segunda de las etapas de referencia.

Rupturas y continuidades

Entre 2010 y 2011 la economía retornó al crecimiento con la misma intensidad que se había visto antes de la crisis de 2008. Pese a los rasgos de continuidad que se delineaban en relación al período previo (expansión del producto, inflación y elevado gasto público) es en las rupturas de este sub-período donde comenzó a transitarse el camino hacia el cepo cambiario. Por este motivo se presentan a continuación los quiebres de mayor relevancia explicativa.

- Por primera vez desde el pago al FMI, en 2010 el gobierno comenzó a utilizar las reservas del Banco Central para la cancelación de deudas en dólares, y a partir de ese momento esto se convertiría en una práctica recurrente, potenciando su merma.

- El saldo comercial energético comenzó a marcar un resultado negativo cada vez más pronunciado, ejerciendo presión sobre la cuenta de divisas de la economía.

[3] El mercado ha interpretado esta decisión como un default implícito a los bonos ajustados por inflación (CER). Además, esta medida ha sido tomada como el inicio de un sesgo anti-mercado del gobierno que luego se volvería a verificar con claridad con la expropiación de las AFJP en noviembre de 2008. Ambas lecturas dificultarían con posterioridad el acceso a nuevo financiamiento externo.

- El sendero expansivo del gasto público determinó la reaparición del déficit, cuyo financiamiento creciente recayó en la emisión de dinero[4] determinando así la instauración de un régimen de dominancia fiscal de la política monetaria.

- Aunque presente en casi toda la última década, desde 2010 la fuga de capitales se convirtió en un elemento significativo, pese a la desaparición de los motivos de incertidumbre en el frente externo que habían dominado desde 2008.

- El tipo de cambio real mostraba un sendero de creciente apreciación, poniendo en jaque la competitividad en general, y la viabilidad de las economías regionales del país.

En el plano político, este bienio representó un cimiento fundamental para la reconstrucción del capital político del kirchnerismo, sobre el cual fundó la victoria electoral en las presidenciales de 2011. Para ello, la política económica fue orientada a potenciar el nivel de actividad, en el marco de un alza significativa del salario real en dólares[5]. Lo que *a priori* derivó en una expansión con mejora de empleo e ingreso (y en una inédita recuperación de la aprobación del electorado), se fue convirtiendo en una preocupación sobre el sendero macroeconómico.

Este contexto potenciaba la expectativa de una devaluación post electoral, que como en otras oportunidad históricas reajustara los desbalances mediante un salto abrupto de la paridad cambiaria. Dicha expectativa profundizaba aún más la dolarización de *portfolios,* generando un círculo vicioso con rasgos de profecía autocumplida[6], poniendo bajo presión un *stock* de reservas cada vez más débil. La antesala del cepo estaba quedando más clara.

Crónica de un cepo anunciado

Para fines de octubre de 2011 se avanzó con la decisión de implementar un control cambiario, cuyas características iniciales fueron mutando con el tiempo. Expresado como metáfora: entre tanto oleaje, la marea del cepo ascendía imperceptiblemente sobre la economía. Es central repasar aquí la cronología de su implementación para entender el carácter de la decisión y la dinámica propia que fue adquiriendo con los meses.

I. Octubre 2011. Se puso en marcha un sistema de validación tributaria para la adquisición de divisas, imposibilitando el acceso a deudores de la AFIP o sin ingresos declarados.

II. Febrero 2012. Sin mediar medida formal, el BCRA restringió el acceso a divisas para el pago de dividendos en el extranjero. En abril se limitó la adquisición de moneda extranjera en cajeros automáticos fuera del país a personas con una cuenta en dicha moneda.

III. Mayo 2012. Se pautó un tope máximo a la compra de divisas del 25% de los ingresos mensuales. Días más tarde la AFIP eliminó la opción de compra de dólares para ahorro. Un mes después, el BCRA la prohibió vía resolución.

[4] Entre 2003 y 2008 el Sector Público fue uno de los factores más significativos de absorción de la base monetaria. Sin embargo, a partir de 2009, pero con particular importancia desde 2010, esta tendencia se revirtió, en un escenario donde el SP se convirtió en un actor clave para explicar la dinámica expansiva.

[5] Es en este punto relevante notar la *memoria reciente* que se tenía desde el liderazgo político de los años previos a la crisis de 2008, en los cuales en un marco de fortísimo crecimiento, los niveles de aprobación se mantuvieron siempre elevados, contrastando con la situación posterior. La desatención de los potenciales riesgos inflacionarios, la caída de reservas y la sustentabilidad de las cuentas públicas, completan este escenario de subordinación total de la economía hacia la política, en una dinámica similar a la descripta por Edwards y Dornbusch (1989). En la misma línea, se encuadra la sistemática crítica que desde el kirchnerismo se hacía a cualquier alternativa que contemplara la corrección del tipo de cambio, por considerarla depresiva de los salarios de los trabajadores.

[6] En los meses previos a las elecciones de octubre el gobierno tuvo una decisión consciente de no secar la plaza cambiaria, pese a las presiones que en ese sentido se derivaban de la actividad del mercado.

IV. Agosto 2012. El BCRA circunscribió la venta de dólares a viajes fuera de la región o de Europa, proveyendo las respectivas divisas nacionales en los otros casos. Además, la AFIP estableció un impuesto del 15% (como anticipo del pago de Ganancias) para las compras en el extranjero (o vía internet) con tarjetas de crédito y débito.

V. Marzo 2013. La AFIP incrementó al 20% el impuesto a las compras en el extranjero. En mayo, el BCRA limitó informalmente la extracción de adelantos con tarjetas de crédito fuera del país, llevando a USD 50 el tope mensual para países limítrofes y a USD 800 para el resto.

VI. Junio 2013. En busca de incrementar la oferta de divisas se lanzó un blanqueo de capitales, centrado en dos instrumentos en dólares: el CEDIN y el BAADE[7]. Con ello se pretendía ingresar dólares negros al mercado formal, fortaleciendo las reservas.

En los últimos meses se han incorporado nuevos elementos para el análisis, pero por motivos expositivos daremos por finalizada la cronología en el último de los puntos antes referido. De cualquier manera, los hechos enumerados permiten notar dos cuestiones centrales sobre la implementación y funcionamiento del cepo: *a)* gran parte de las regulaciones fueron sólo respuestas a *mecanismos de elusión regulatoria* del público, el cual en menos de un año empezó a encontrar canales para la compra de divisas; *b)* que la progresiva extensión de las regulaciones no nació sino como reacción imperfecta a una situación coyuntural, y como tal, fue sólo con los meses y una sedimentación reglamentaria que tomó su forma actual.

Para mediados de 2013 el cepo había derivado en una fuerte caída de la confianza general, y un estancamiento de la inversión. Persistía la alta inflación, el déficit público, y la elevada emisión monetaria para financiarlo. Paradójicamente, la única variable que había revertido su sendero era el nivel de actividad, ingresando a partir de 2012 en casi nula expansión.

A modo de conclusión, no resulta casual que pese a la implementación del cepo la mayor parte de esos rasgos sean los mismos que se verificaban antes de mediados de 2011. Por el contrario su puesta en marcha ha permitido que las inconsistencias se sostuvieran. Contrariamente a lo esperado por las autoridades, con el incremento de la brecha cambiaria se han ampliado los incentivos para la obtención de divisas, y en consecuencia, se multiplicaron los canales de filtración del mercado oficial hacia el paralelo.

[7] Respectivamente, Certificado de Depósitos de Inversión (CEDIN), orientado a potenciar la actividad inmobiliaria, y el Bono Argentino de Ahorro para el Desarrollo Económico (BAADE), cuya finalidad era el fondeo de inversiones energéticas.

GRÁFICO 2

Resultado fiscal y superávit de cuenta corriente

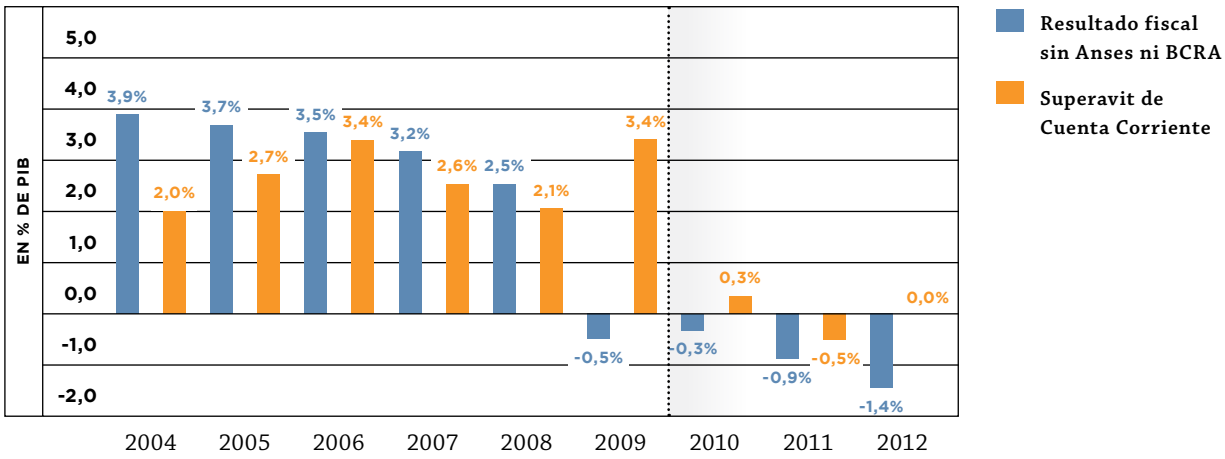
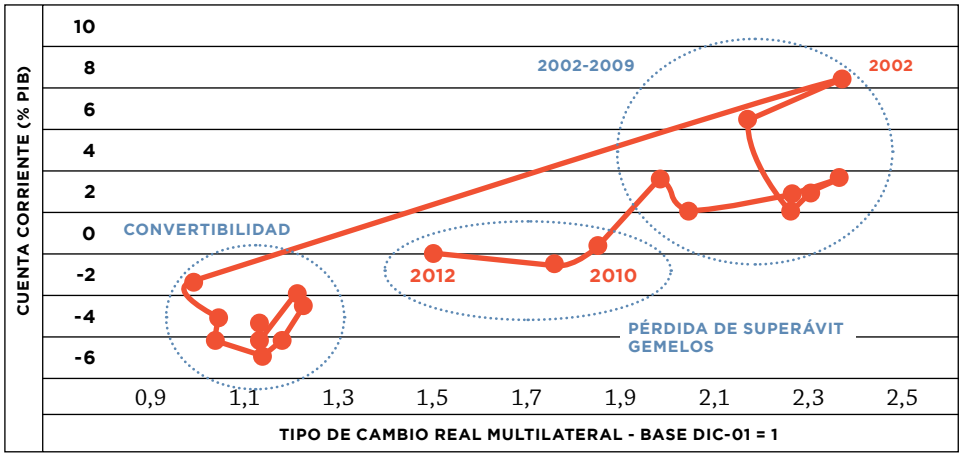


GRÁFICO 3

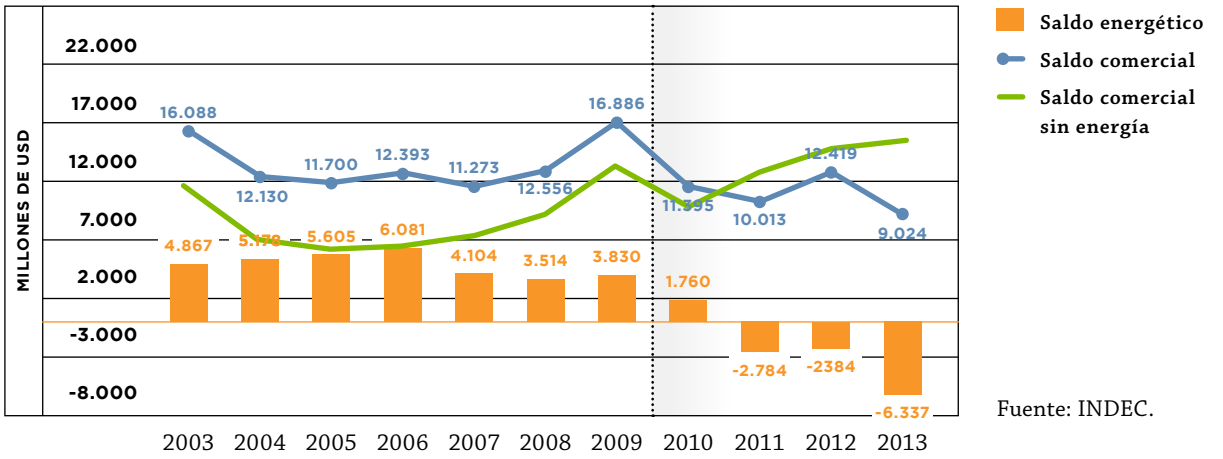
Relación entre TCRM y Cuenta Corriente



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC, BAC, FIEL y BCRA.

GRÁFICO 4

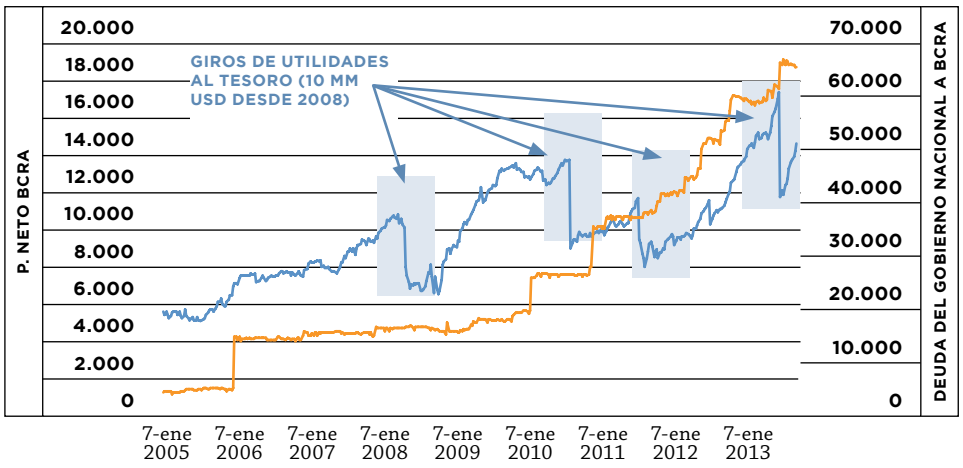
Evolución del Comercio Exterior – Déficit energético



Fuente: INDEC.

GRÁFICO 5

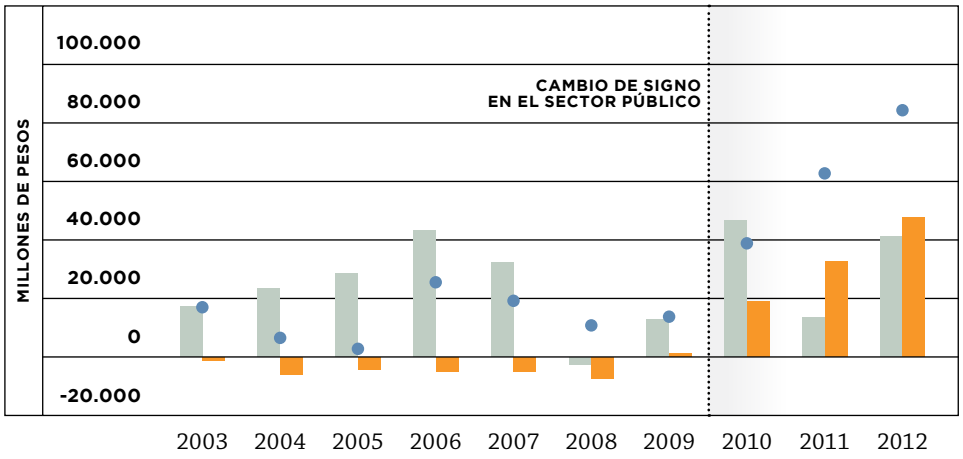
Deuda y Patrimonio Neto del BCRA (en millones de pesos)



Fuente: BCRA.

GRÁFICO 6

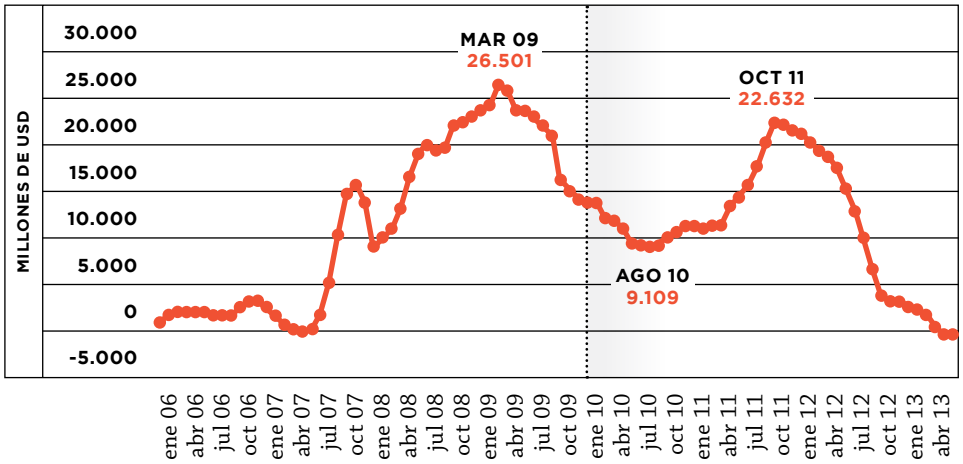
Factores de explicación de Base Monetaria BCRA



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

GRÁFICO 7

Fuga de capitales según BCRA



Fuente: BCRA.

MARCO TEÓRICO DE LOS ESQUEMAS DE TIPO DE CAMBIO DUALES

Definiciones iniciales

Los esquemas de Tipo de Cambio Duales (TCD) suponen la creación de dos mercados de negociación de divisas, cada uno con sus propias fuentes de oferta y de demanda, hecho que da lugar a la aparición de dos precios (tipos de cambio nominal) diferentes en los mismos. No obstante, es menester tener en cuenta que no necesariamente la creación del segundo mercado debe ser *de iure* por parte de la autoridad de aplicación, sino que también puede ser en forma de *facto*. En este último caso la creación del mercado ilegal para las divisas se da a partir de un control de cambios sobre el mercado oficial de forma tal que se administra en forma conjunta cantidades y precio al cual se puede demandar u ofertar las divisas, generando así un flujo residual que es satisfecho vía un mercado ilegal (con un tipo de cambio paralelo). El análisis de ambos esquemas cambiarios es similar (Ghei & Kieguel, 1992), aunque existen algunas diferencias.

En pos de ordenar la exposición de este trabajo utilizaremos una clasificación de los regímenes cambiarios presentado por Kiguel et al (1997). La misma usa como parámetros al grado de legalidad y, fundamentalmente, al nivel de cobertura del mercado paralelo.

En cuanto al primer parámetro el autor hace una simple distinción entre regímenes en donde el mercado paralelo es legal o es tolerado (*i.e.* ilegal pero no perseguido) respecto a cuándo es ilegal y, además, perseguido en forma activa por parte de las autoridades. Esta diferenciación implica principalmente la emergencia de una prima de riesgo adicional producto del peligro que enfrentan aquellos que comercian en este mercado. En el caso en que la actividad sea ilegal, pero no se encuentre perseguida en forma activa por las autoridades, podríamos decir que existen amplias similitudes entre el establecimiento formal de un esquema de TCD y otro en donde se aplican controles de capitales a los flujos financieros, dado que ambos generan la aparición de un nuevo tipo de cambio financiero o paralelo[8].

El segundo parámetro, el nivel de cobertura, se refiere a qué transacciones son cursadas a través del tipo de cambio paralelo. Los gobiernos suelen excluir del mercado oficial principalmente a las operaciones de la cuenta de capitales, o en ocasiones también a algunas transacciones corrientes. Por esta misma razón es que se suele denominar al tipo de cambio de cuenta corriente como *comercial* y al de la cuenta de capitales como *financiero,* en regímenes en los cuales la separación es de facto se le denomina *oficial* al *comercial* y *paralelo* al *financiero*. La cuestión del grado de cobertura es fundamental para entender el impacto macroeconómico de estos sistemas.

Tipo de cambio dual y los controles cambiarios

Quisiéramos refrescar el concepto del *trilema* de las economías abiertas (Obstfeld et al, 2004). Este plantea que los gobiernos deben decidir entre 2 de 3 objetivos deseables, dado que no se pueden alcanzar los 3 en forma simultánea: *1)* Estabilidad del tipo de cambio nominal, *2)* Libre movilidad de capitales y *3)* La capacidad de llevar a cabo política monetaria orientada a objetivos domésticos.

Para intentar escapar a la restricción presupuestaria que implica el *trilema* existen 2 formas básicas: *a)* restricciones cuantitativas en la cuenta corriente; *b)* esquemas de tipo de cambio duales. Ambas configuraciones implican un intento de control en el flujo de divisas desde y hacia una economía en particular por lo que autores como Milesi-Ferretti (1995) lo estudian dentro del universo de la limitación en la movilidad de capitales. De esta forma, implican una clara elección dentro del *trilema*.

[8] Muchos autores (Kamin 1991, Agenor 1992) han demostrado que los mercados paralelos en situaciones de control de capitales (en donde estos mercados son tolerados) se encuentran *bien comportados* en tanto poseen una dinámica que puede ser explicada a través de modelos de agentes racionales.

Existen cuatro argumentos básicos que incentivan a las autoridades a imponer restricciones al flujo de capitales, los cuales pueden tener origen económico y/o político:

1. Limitar la volatilidad de los flujos financieros de corto plazo:

> La volatilidad de estos flujos tiene efectos negativos considerables sobre las economías, en especial en las emergentes. La introducción de un desdoblamiento del mercado cambiario en un tipo de cambio financiero (o paralelo) y otro comercial (u oficial), tiene el potencial de agregar una variable de control adicional para poder mejorar el poder de administración y control en economías abiertas[9].

2. Retener el ahorro doméstico y sostener una elevada base impositiva:

> La imposición de un esquema de tipo de cambio dual –o ciertas restricciones sobre la cuenta de capitales– implica la capacidad de deprimir artificialmente el rendimiento de los activos domésticos. Esto se logra interviniendo en la relación de arbitraje en forma tal que se deprime el retorno, medido en bienes domésticos, de invertir en el extranjero.

> Con tipo de cambio dual el tipo de cambio financiero es el encargado principal de absorber un *shock*, en lugar de recurrir a la tasa de interés doméstica. Ergo, es posible sostener tasas de interés reales domésticas menores a las necesarias en un esquema de plena movilidad de capitales hecho que permite sentar las bases para un sistema de represión financiera. En este sentido, este esquema admite también un mayor impuesto sobre los saldos monetarios reales (inflación) y sobre el capital doméstico en general.

3. Prolongar la sustentabilidad de políticas macroeconómicas inconsistentes:

> La capacidad que tienen los esquemas de tipo de cambio duales de limitar la movilidad de capitales y de deprimir su tasa de retorno real doméstica ha sido utilizada por parte de las autoridades para sostener políticas macroeconómicas inconsistentes.

> Según Vuletin (2013) la razón fundamental de esta utilización es que es una herramienta que permite que los costos de las políticas fiscales laxas puedan ser distribuidos inter temporalmente de forma mucho más eficiente que mediante los regímenes de tipo de cambio fijo o flexible. En los primeros regímenes una política fiscal laxa se manifiesta en forma inmediata mediante una pérdida de reservas internacionales, mientras que en el caso de esquemas flexibles se manifiesta mediante una depreciación fuerte del tipo de cambio, lo cual se traduce rápidamente en mayor inflación. En cambio en los regímenes de tipo de cambio duales se manifiesta en un principio sólo en la brecha cambiaria, dado que la inflación puede permanecer controlada con el tipo de cambio comercial. La pérdida de reservas internacionales es mucho más paulatina dado que sucede a través de un aumento del déficit de cuenta corriente.

[9] En términos teóricos esta medida permite la introducción de un dique de contención significativo en la economía real (mercado de trabajo y equilibrio de cuenta corriente) ante los *shocks* sufridos en el mercado financiero. La clave de esta medida es que el tipo de cambio de la ecuación del modelo (siempre siguiendo a Dornbusch, 1986) que se refiere a la paridad de tasas descubierta (UIP) y el que interactúa con el tipo de cambio real (y paridad de poder adquisitivo) son diferentes. De esta forma la devaluación en el mercado financiero no genera un traslado directo a precios.

4. Permitir suavizar los ajustes macroeconómicos del balance de pagos:

- Cualquier intento de ajuste del balance de pagos que quiera ser cursado sólo a través de una depreciación veloz del tipo de cambio nominal (tal como lo haría el mercado financiero) podría traer aparejado una crisis severa en la hoja de balances de las firmas. Además, las medidas que impliquen una rebaja real del poder adquisitivo de los salarios suelen generar una conflictividad gremial creciente.

- En este sentido, es fácil observar como un ajuste de balance de pagos implica necesariamente un conflicto político en donde hay ganadores y perdedores. Dependiendo del grado de desarrollo de las instituciones estos conflictos pueden generar grandes dificultades. En ocasiones la configuración de fuerzas políticas pueden llevar a resultados explosivos. En conclusión, un esquema cambiario dual dota al gobierno de una mayor capacidad para distribuir el costo del ajuste en forma inter temporal en los distintos sectores.

CANALES DE TRANSMISIÓN DEL CONTROL DE CAPITALES (CEPO) Y EL DÓLAR INFORMAL

La instauración de un control de capitales, y el consecuente surgimiento del dólar informal, no son triviales para el sistema económico sino que activan diversos canales de transmisión que afectarán la evolución de las variables económicas.

A saber este trabajo estudiará los siguientes canales: *1)* Comercio exterior; *2)* Informalidad; *3)* Expectativas; *4)* Efecto riqueza; *5)* Ineficiencia en asignación de recursos; *6)* Resultado cambiario sectorial.

Considerando que en la ciencia económica no existen prácticamente experimentos controlados[10] y que, además, el esquema posee aún poca vida al momento de la escritura del presente trabajo –hecho que implica que las series de tiempo a analizar sean a veces demasiado cortas para poder extraer conclusiones robustas– encontraremos inconvenientes en la comprobación empírica de estos canales. En este sentido, en algunos será difícil demostrar de un modo concluyente (más allá de las notas periodísticas) la existencia del mismo, así como también se podrá dificultar su efectiva delimitación.

En respuesta a lo anterior nuestra metodología de trabajo se cimentará bajo tres aristas: *1)* Establecimiento de un marco teórico para cada canal en particular; *2)* Revisión de la bibliografía empírica para encontrar ejemplos en el pasado; *3)* Finalmente, se buscará dar indicios de la existencia de esos canales en la actualidad. Esperamos que esta aproximación permita minimizar los problemas explicados.

Para ordenar la exposición trataremos cada canal por separado, pese a las interrelaciones. Luego de obtener una visión aislada de cada uno analizaremos su evolución en conjunto con el objetivo de poder identificar interacciones entre los mismos y la economía.

[10] Es menester recordar que en el análisis empírico de la economía, en el momento en que uno desea interpretar los datos, emerge el problema de la multicausalidad y la regresión espuria. El primero implica que es posible confundir el orden lógico de los mecanismos de transmisión de la arquitectura macroeconómica, es decir confundir causas con consecuencias. El segundo implica la posibilidad de que dos variables puedan presentar una relación estadística significativa aunque no existe relación verdadera alguna entre ellas.

RELACIÓN ENTRE EL CEPO CAMBIARIO Y EL DÓLAR INFORMAL

Existe una amplia literatura que intenta explicar la evolución de la brecha cambiaria (y del dólar informal) en los esquemas de control de capitales. Entender esta relación será útil para comprender los problemas de multicausalidad que podrían emerger en el presente trabajo al momento de diferenciar los orígenes y consecuencias de distintos hechos estilizados, propios de estos esquemas.

De acuerdo con Kiguel (1997) la brecha cambiaria desempeña dos roles:

1. Modifica los incentivos en los flujos de oferta y demanda de moneda extranjera (y doméstica). En este sentido, la brecha cambiaria provee un incentivo para el ingreso en las actividades informales.

2. Altera el valor relativo entre los activos financieros denominados en moneda doméstica y en moneda extranjera del sector privado. De esta forma el valor de la misma no es más que un precio que logre equilibrar el mercado. Este mecanismo suele ser el preponderante en el corto plazo.

En base a esta diferenciación se han utilizado dos tipos ideales de modelos económicos para la determinación del nivel de brecha cambiaria, sintetizados en el *survey* realizado por Agenor (1992). El primer tipo de modelo, denominado *de flujos reales (real trade),* busca analizar la evolución de la brecha cambiaria sólo a partir de los flujos de divisas relacionados con la economía real (en contraposición con el lado financiero). La idea principal es que existe una oferta de divisas informales (proveniente de actividades de contrabando, sub-facturación de exportaciones, sobre-facturación de importaciones o de turismo receptivo) cuyo objetivo es sólo el financiamiento de las importaciones ilegales. En definitiva sólo se centra en el rol del incentivo de la brecha cambiaria.

No obstante, se ha observado que la excesiva volatilidad de los tipos de cambio informales no parecía responder en el corto plazo sólo a los *flujos reales,* sino que eran ciertamente relevantes los movimientos de portfolios del sector privado. Es decir, que buscaron darle importancia también al rol de precio relativo entre activos financieros domésticos y extranjeros del sector privado.

Si bien la lista de determinantes de la brecha cambiaria, según estos modelos es larga, podríamos resumirla en algunos puntos relevantes:

a. **La paridad de tasas descubierta (UIP):** Esto implica la comparación del rendimiento de colocaciones en moneda doméstica medidas en divisas extranjeras. La prima de riesgo país también es relevante, aunque su importancia esté más relacionada al hecho de ser un *proxy* de confianza en la economía antes que la ecuación explícita de la UIP.

b. **La expectativa futura de la evolución de los controles cambiarios:** Mientras mayor el control esperado mayor la prima cambiaria.

c. **La evolución de las variables macroeconómicas fundamentales:** las principales variables macro tendrán impacto a través de distintos canales en la brecha cambiaria (véase Agenor 1992).

CANAL 1: COMERCIO EXTERIOR

Uno de los supuestos teóricos claves para el buen funcionamiento de los regímenes de tipo de cambio duales es que se puedan separar de forma efectiva ambos mercados inhibiendo cualquier tipo de arbitraje entre los mismos. Esto quiere decir simplemente que el comercio exterior de mercancías se realice a través del dólar comercial (u oficial), y los deseos de fuga de capitales se canalicen a través del dólar financiero (o informal).

No obstante, la existencia de un diferencial entre ambas cotizaciones genera incentivos para pagar las obligaciones al tipo de cambio más barato (generalmente el comercial u oficial) así como cobrar los derechos o ventas a través del más caro (el financiero o informal). Naturalmente el grado de incentivo se relaciona en forma directa, aunque no necesariamente proporcional, con el nivel de la brecha.

La idea principal a demostrar es que las filtraciones en este canal, además de generar rentas a aquellos que las cometan tienen un impacto directo, no deseado, sobre la evolución de las variables macroeconómicas, en particular sobre el nivel de precios. La forma de entender el mismo en forma sencilla es a través de la siguiente ecuación:

$$TCprom_t = Ø * TCcom_t + (1-Ø) * TCfin_t \quad con\ Ø \in [0;1]$$

En donde $TCcom_t$ es el tipo de cambio comercial vigente en t, $TCfin_t$ es el tipo de cambio financiero, Ø representa la proporción de las operaciones de cuenta corriente que efectivamente se cursan al tipo de cambio comercial y, finalmente, $TCprom_t$ es el tipo de cambio promedio resultante que opera sobre la cuenta corriente.

En esta ecuación existen 3 casos relevantes a analizar:

1. **Ausencia de filtraciones (Ø=0):** el tipo de cambio dual funciona de acuerdo a la teoría aislando la dinámica de los precios internos respecto del tipo de cambio financiero. Es decir no existe *pass-through* de tipo de cambio financiero a precios.
2. **Filtración total (Ø=1):** el tipo de cambio comercial no es relevante para la formación de precios interna, por lo que el *pass-through* dependerá exclusivamente del tipo de cambio financiero.
3. **Intermedio (Ø∈(0,1)):** este es el caso verdaderamente interesante para la política económica, dado que mientras mayor sea la proporción de transacciones que se canalicen a través del tipo de cambio informal mayor será el tipo de cambio promedio al cual se valoran los bienes transables en la economía. En consecuencia, se rompe parcialmente la separación entre ambos mercados impidiendo el objetivo de aislar a la economía doméstica de la volatilidad del tipo de cambio financiero.

Ergo, esta filtración corroe una de las razones más importantes que llevan al establecimiento de estos esquemas cambiarios. Ahora bien, habiendo presentado la importancia de las filtraciones de este canal, queda entender qué factores ayudan a determinar el valor del parámetro Ø.

La literatura reconoce tres vías para afectar el valor de Ø:

1. **Sub facturación de exportaciones:** Los exportadores tendrán el incentivo de maximizar la proporción de ingresos que cobran a través del tipo de cambio más alto. Ahora bien, en virtud de que la autoridad doméstica los obliga a liquidar todas sus ventas a través del TC comercial, estos buscarán minimizar –sujeto a las restricciones tributarias y legales existentes– la proporción de las mismas que pasen por ese canal. La forma tradicional de llevar a cabo esta operación es sub-declarando el monto en divisas a percibir de forma tal de que la diferencia pueda ser depositada en el exterior.
2. **Sobre facturación de importaciones:** El caso es similar al anterior sólo que el importador buscará *pagar de más* la importación. Esta maniobra permite al agente hacerse de divisas en el exterior al tipo de cambio comercial. No obstante, dependien-

do de la relación entre impuesto a la importación y brecha cambiaria los importadores podrán incluso sub-facturar las compras al exterior. Este fenómeno también podría ser explicado por restricciones a las importaciones, en este caso la racionalidad deriva de la posibilidad de apropiarse de las ganancias rentísticas de monopolio resultado de tener una oferta fija (si no existen bienes sustitutos de oferta doméstica o si el costo de estos es superior al internacional) ante una demanda poca elástica. Ergo, si esta renta es mayor que la brecha convendría sub-facturar.

3. **Contrabando:** En este caso el exportador puede obtener el 100% de sus ingresos a través del tipo de cambio financiero. Esta vía implica un riesgo legal significativo para los mayoristas, no obstante el público minorista si puede utilizar este canal.

Retomando el análisis actual de la economía argentina, con las nuevas herramientas, buscaremos indicios que nos ayuden a dilucidar en qué caso nos encontramos, es decir si el Ø es significativo o no. Para llevar a cabo este análisis la literatura (Fiel, 1988) recurre a la comparación entre las estadísticas de comercio exterior *espejo* entre el país bajo análisis y sus socios comerciales.

Estadística *espejo* de comercio exterior

Fiel (1988) ha intentado cuantificar el monto de capitales que se escapaban a través de las operaciones de comercio exterior observando las exportaciones (importaciones) desde la Argentina a otros países para luego compararlas con las importaciones (exportaciones) de aquellos desde la Argentina. Ello permite ver en el caso de que hubiese sub-facturación de exportaciones desde la Argentina debería ser menor el registro local de la misma que el de país de recepción. Naturalmente, no se espera que este método pueda captar el contrabando o la sub-facturación cuando la misma ocurre en ambos extremos de la transacción, siendo los precios de transferencias intra-firma el caso más tradicional. No obstante, otros autores como Volker Nitsch (2009) o McDonald (1985) nos advierten sobre los peligros de llevar a cabo esta medición[11].

a. Sub-facturación de exportaciones:

A continuación presentaremos los datos trimestrales desde 1980 hasta el II trimestre de 2013 para mostrar la discrepancia entre las exportaciones de la Argentina hacia los países avanzados y las importaciones de los mismos provenientes desde la Argentina. La fuente de datos ha sido el DOTS del FMI.

El *Gráfico 8* es claro en señalar la existencia de dos períodos distintos: el primero desde 1980 hasta el final del gobierno de Alfonsín (1989) en donde se observa una relación entre el tamaño de la brecha y la discrepancia estadística, y el segundo es desde 1990 hasta la actualidad (2013) en donde no parece haber información que apunte hacia la existencia del fenómeno. No obstante, es necesario aclarar que la brecha sólo ha superado el 30% en el tercer trimestre de 2012 por lo que contamos con muy poca información para analizar. Los resultados de la regresión (incluida en el anexo) entre la brecha cambiaria y la discrepancia son significativos dando a entender que existe una relación directa entre la brecha y la discrepancia (por cada 10 p.p. que aumenta la brecha aumenta 1,2 p.p. la discrepancia). Ahora bien, si utilizamos una *dummy* para el período de 1981-1989 con el objetivo de testear si hubo cambio estructural o no, nos encontramos con que la brecha deja de ser significativa. Si agregamos

[11] Si bien no es objetivo del trabajo entrar en el detalle de estos problemas si es menester al menos enunciarlos. En primer lugar, las importaciones se registran a valores CIF mientras que las exportaciones son a valor FOB por lo cual ya por definición habría una discrepancia. La segunda razón, es que es posible que una exportación sea registrada en diferentes momentos del tiempo en el país receptor y emisor. La tercer razón ocurre cuando se desconoce el destino final de la exportación por lo que el emisor declara el lugar de destino del barco, pero quizás ese no sea el destino final de la mercancía sino que luego es enviada hacia otro destino en donde probablemente clasifiquen a las importaciones por su país de origen. Este efecto ha sido denominado en la literatura *Efecto Rotterdam* (Herrigan, Kochen & Williams, 2005), haciendo alusión al puerto más importante de Europa desde donde luego son desviadas las mercaderías. Por último, puede ser que distintas oficinas valúen el bien a tipos de cambio distintos. En definitiva, existen motivos variados y relevantes para dudar de este método.

una *dummy* para testear por los 6 trimestres de datos que tenemos disponibles (I trim 2012 - II trim 2013) en el momento que resurgió la brecha observamos que no es significativa. En definitiva, no encontramos aún evidencia que nos permita utilizar estas estadísticas para calcular la supuesta existencia de sub-facturación de exportación. Probablemente sea necesario esperar más tiempo para poder contar con más información.

b. Sobre-facturación de importaciones:

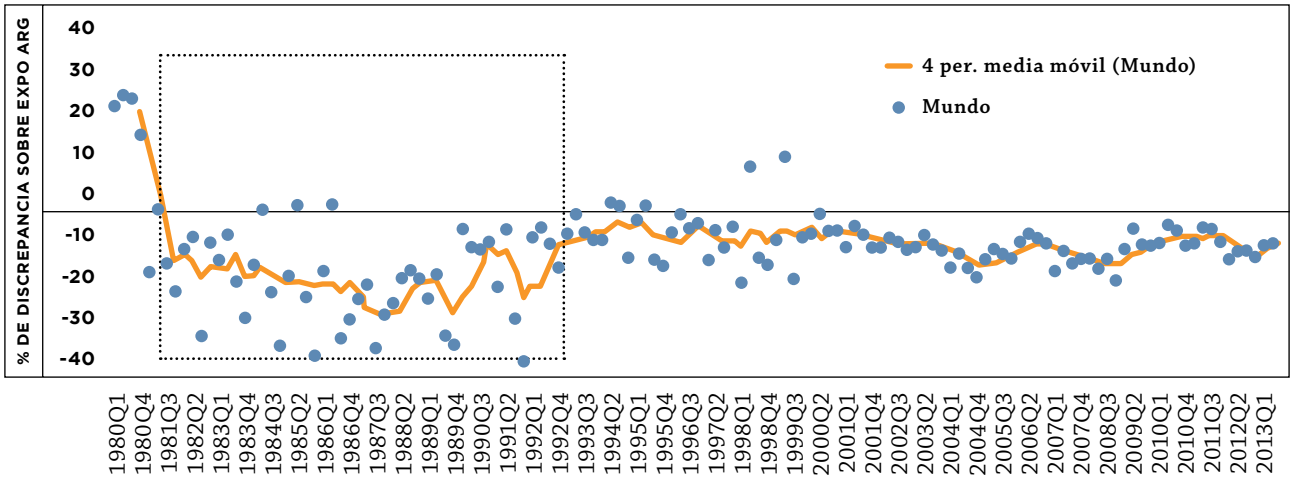
En el *Gráfico 9* se exhiben los datos de este método para analizar su efecto sobre la importación. Se espera que el guarismo sea positivo en caso de que exista un fenómeno de sobre-facturación, dado que el país declara mayores importaciones que la misma estadística del país emisor. No obstante, es necesario recordar que existe la diferencia entre los conceptos la importación a precios CIF y exportación a precios FOB.

El *Gráfico 9* muestra nuevamente dos períodos diferentes, los mismos que en el caso de sub-facturación de exportaciones. El período desde 1981 hasta 1990

GRÁFICO 8

Discrepancia de exportación con el mundo

datos trimestrales



CUADRO 1

Regresión entre la brecha cambiaria y la discrepancia

(Expo de la Argentina hacia el mundo menos importaciones del mundo desde la Argentina)

Estadísticas de la regresión				
Multiple R	29,26%			
R Square	8,56%			
Observaciones	130			
Anova				
	df	***SS***	***MS***	***Significancia***
Regresión	1	0,041613473	0,041613	0,07%
Residual	128	0,444468908	0,003472	
Total	129	0,48608238		
	Coeficientes	***Standard error***	***t Stat***	***p-value***
Intercept	-9,0%	0,005813824	-15,4399	0,00%
Brecha cambiaria	-11,9%	0,034277676	-3,46179	0,07%

Fuente: DOTS.

es caracterizado por una marcada evidencia de sub-facturación de importaciones debido a que la brecha era menor que los impuestos a las importaciones. Esta dinámica muta a partir de la convertibilidad en donde no sólo desapareció la brecha cambiaria sino que también se procedió a una reducción significativa de los impuestos a las importaciones de forma tal de que la sub-facturación dejo de ser un negocio rentable.

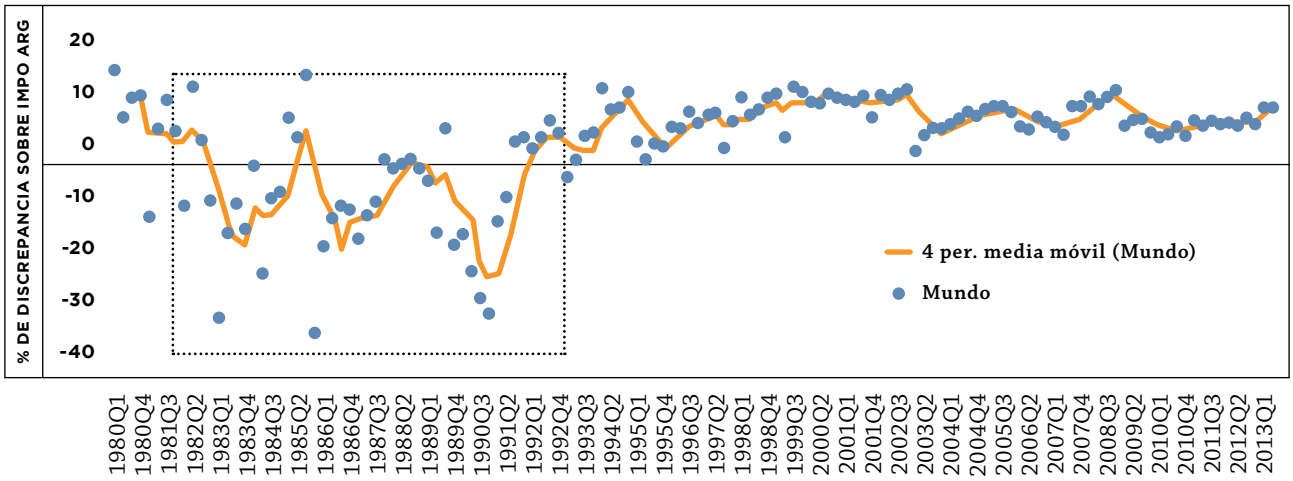
Concluimos que no pareciera haber, con la poca información que se posee, señal alguna de que existiera un fenómeno generalizado de sobre-facturación de importaciones. Al mismo tiempo se podría descartar con razonable criterio la posibilidad de sub-facturación de exportaciones.

No obstante, es importante destacar (ver canal informalidad) que la posibilidad de que se generen estas filtraciones en el comercio exterior es también función, además del nivel de la brecha, de la cantidad de tiempo que uno espere que siga vigente el fenómeno así como de cuánto tiempo ha transcurrido desde su inicio. Además, en la comparación de la coyuntura actual respecto de la década del '80 se destaca una notable mejoría en las tecnologías de monitoreo por parte de las autoridades de aplicación, aumentado así significativamente la probabilidad de detección de estas maniobras. En consecuencia, es probable que ante el mismo incentivo de brecha cambiaria respecto a los '80 se reduzca la importancia de este fenómeno debido a la disminución de la ganancia esperada.

GRÁFICO 9

Discrepancia de importación con el mundo

datos trimestrales



Fuente: DOTS.

CANAL 2: INFORMALIDAD

La instalación de un régimen de tipo de cambio dual, sea de carácter *de iure* o *de facto,* implica un incremento en el peso de las regulaciones del Estado sobre la economía. En este sentido, se han llevado a cabo estudios que establecen la existencia de una relación positiva y directa entre el peso de las regulaciones y al tamaño de la economía informal (Schneider y Enste, 2000) (Krakowski, 2005). En consecuencia parece razonable analizar el impacto del régimen cambiario en la economía informal.

Tomaremos como base para esta sección a la teoría del comportamiento racional *(theory of rational behaviour),* la cual se centra en el análisis de los incentivos para participar en el sector informal de la economía. La idea es sencilla y muy útil para entender el fenómeno de la economía informal, básicamente los individuos deciden trasladarse al marco de la economía formal siempre y cuando sus beneficios superen a sus costos. Nótese que la decisión no es dicotómica, sino que se puede decidir trasladar sólo una parte de la firma hacia el sector informal[12].

A fines de la década del 90 el monto de incumplimiento fiscal agregado de la economía argentina ascendía a un valor cercano al 40%, aunque el fortalecimiento de la administración tributaria nacional en la década siguiente logró reducirla hasta el 30% (Gaggero et al, 2013).

Ahora bien, la instauración del cepo cambiario, la brecha cambiaria y la restricción de importaciones han introducido nuevas aristas dentro de este esquema tradicional de costos y beneficios. En particular se ha incrementado el atractivo de la informalidad debido básicamente a:

> **Poder operar en el mercado informal de divisas.** Este ítem podría incluso incluir contrabando, subfacturación de exportaciones y sobre-facturación de importaciones. La idea es que al no tener la obligación de operar sólo en el mercado único y legal de cambios pueden realizar maniobras no lícitas para lucrar con la brecha cambiaria.

> **Tasas de interés reales negativas implican un impuesto al ahorro en pesos.** Esto último ha implicado, entre otros factores (véase canal de expectativas) el ascenso de la utilización del dólar como medio para sostener el valor real de los ahorros.

No obstante, el mercado informal posee grandes costes de transacción debido al fuerte problema de riesgo moral que se incluye en el mismo. La disminución de este último se realiza a través de la construcción de un capital social, principalmente confianza y credibilidad, junto con la formación de redes de contacto *(networking).* Ahora bien, la voluntad de hacer este tipo de inversiones se encuentra relacionada con dos puntos claves: *a)* el nivel de brecha hoy (y el esperado a futuro); *b)* la duración esperada de este esquema cambiario. En consecuencia, mientras mayor sea la duración y la brecha esperada mayor será el retorno esperado de esta inversión.

La brecha ha superado el 35% (establecido como la línea de división por parte de Ghei & Kiguel (1992) para determinar una brecha *elevada*) recién en el tercer trimestre de 2012, mientras que en 2013 se ha establecido en niveles que oscilaron entre el 50% y el 100%, estabilizándose en valores cercanos al 70% (hacia fines de octubre de 2013). Aún ha transcurrido poco tiempo, por lo que se espera que de continuar el incentivo de la brecha elevada su impacto en el mercado informal se debería incrementar.

[12] Ejemplos claros de este comportamiento es cuando se contrata empleados o se les abona una parte del salario *en negro,* o bien cuando se decide realizar un porcentaje de ventas sin facturas (para ahorrar IVA, ingresos brutos, ganancias, etc).

A continuación presentaremos dos ejemplos del incremento de la informalidad: el turismo y la venta de billetes (divisas)[13].

Caso del sector turismo

El caso paradigmático que muestra claramente, y es pasible de ser constatado y cuantificado en forma directa, es la fuga de capitales implícita en el déficit cambiario de la balanza de turismo. A continuación mostraremos un gráfico de la evolución del sector turismo bajo cada uno de los diferentes métodos[14]: Método del Balance de Pagos y del Balance Cambiario.

Se ha utilizado el rubro de *viajes* tanto en el balance cambiario como en el de pagos, excluyéndose al rubro de *pasajes* debido a que no son necesariamente asociados con el turismo.

Es interesante observar las barras que muestran la diferencia en el saldo de ambos métodos. Antes del cepo cambiario se percibe que el balance cambiario del turismo ha sido siempre positivo y superior al del balance de pagos. En efecto, la diferencia promedio entre 2005 y el III trimestre de 2011 (último trimestre antes del cepo cambiario) ha sido de USD 1.441 millones (acumulado 4 trimestres). Esta discrepancia, antes del cepo cambiario, surge principalmente por la compra de divisas para viajar de residentes en

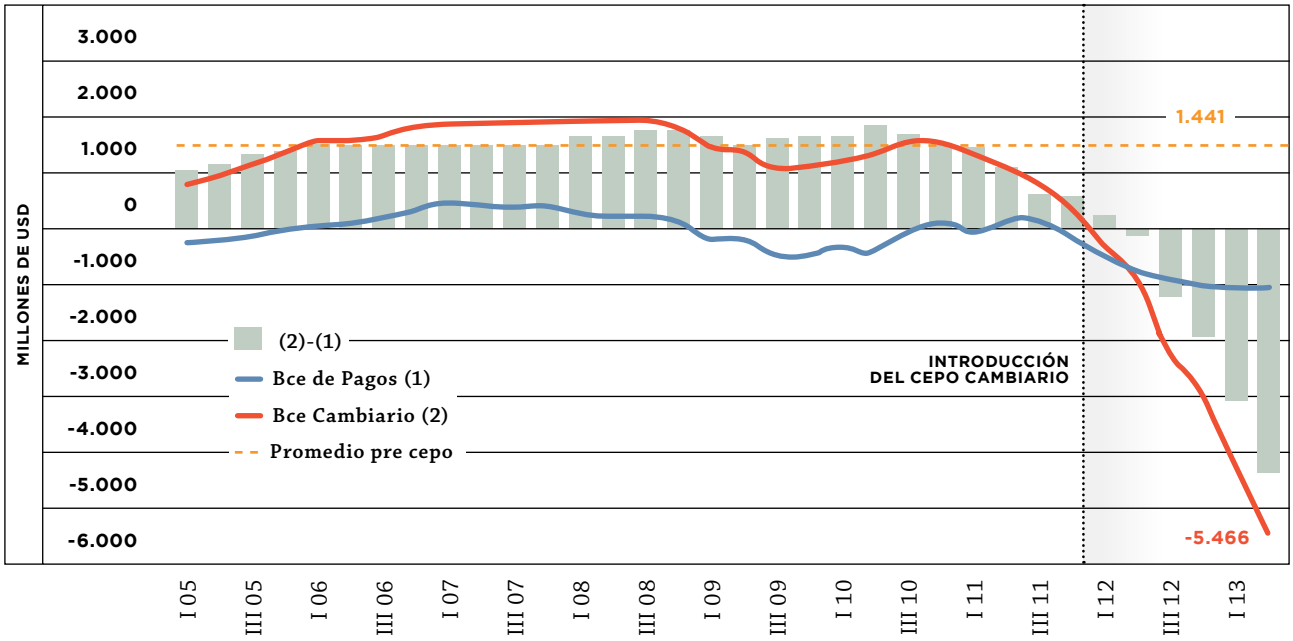
[13] La brecha ha superado el 35% (establecido como la línea de división por parte de Ghei & Kiguel (1992) para determinar una brecha *elevada*) recién en el tercer trimestre del 2012, mientras que en el 2013 se ha establecido en niveles que oscilaron entre el 50% y el 100%, estabilizándose en valores cercanos al 70% (hacia fines de octubre 2013). Aún ha transcurrido poco tiempo, por lo que se espera que de continuar el incentivo de la brecha elevada su impacto en el mercado informal se debería incrementar.

[14] Recordemos que el flujo de divisas desde y hacia una economía puede ser aproximado a través de dos métodos de registración distintos: *a)* el de percibido (balance cambiario); *b)* el de devengado (balance de pagos). En el primero se registra el momento en el cual la divisa ingresa o egresa del país sin importar si el objeto de esa transferencia (bien, deuda, etc) se consuma con anterioridad o posterioridad, mientras que en el segundo es a la inversa.

GRÁFICO 10

Balance de divisas del sector turismo

acumulado cuatro trimestres



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y BCRA.

casas de cambio, las cuales ante la falta de declaración de un destino específico entraban en la categoría de *fuga de capitales* (formación de activos externos del sector privado).

No obstante, luego de la instauración del cepo, los incentivos para los agentes cambiaron en forma radical. Ahora los residentes tenían el incentivo a utilizar tarjetas de crédito (que tienen acceso al mercado de divisas sólo limitado por el límite de crédito de las mismas) o prepagar a través de agencias de viajes en pos de adquirir los dólares al tipo de cambio oficial, además el cupo de divisas físicas asignado por los organismos oficiales (incluye las divisas que se pudieran obtener en el exterior a través de adelantos en efectivo de tarjeta de crédito) es aprovechado al máximo por parte del turista doméstico en el exterior[15]. La venta en el mercado informal o el atesoramiento de divisas es una fuga de capitales. Además, los no residentes en la Argentina también pueden alimentar a esta última debido a que ofrecen sus divisas al mercado informal de cambios, el cual intermedia luego con la demanda de divisas (oferta de pesos) de la población residente[16].

Si bien no hemos hecho mención explícita acerca de la demanda de divisas en el mercado informal por parte de turistas argentinos que viajen al exterior, la disponibilidad de acceso a tipo de cambio oficial a través de tarjetas de crédito y de viajes pre pagados por agencias de viajes implican que el impacto debería ser reducido. No obstante, los altos niveles de informalidad en el país ponen en duda esta hipótesis por lo que se deberá recurrir a una mayor investigación al respecto[17].

Considerando el análisis anterior y en base a unos pocos supuestos, se puede establecer un indicador acerca del nivel de la fuga de capitales implícito en el turismo. La base es partir de suponer que el promedio de la diferencia vigente entre ambos métodos de registro del saldo del sector turismo *estructural* era el vigente entre 2005 y el tercer trimestre de 2011. En consecuencia, cada desviación de ese promedio puede entenderse como una fuga (o ingreso) de capitales (véase *Gráfico 11*).

El indicador muestra estabilidad en el período previo a la introducción del cepo, para luego presentar una trayectoria exponencial post cepo cambiario. Aún más se observa una estrecha relación entre el nivel de la brecha cambiaria y la fuga de capitales por turismo total.

En el *Gráfico 12* procederemos a descomponer la fuga de capitales en dos. Por un lado, la que corresponda a un cambio en la conducta de los turistas que ingresan al país y por el otro lado el cambio en el comportamiento de los turistas locales.

La descomposición arroja algunas dudas respecto de la fiabilidad de la aproximación anterior de la fuga de capitales, no obstante se continúa observando que el cepo cambiario ha generado un cambio de comportamiento claro en los agentes. Es especialmente más claro por el lado de los turistas argentinos en el exterior (por egresos) que en el de los turistas externos en la Argentina (por ingresos)[18]. En este sentido se destaca que el turista argentino en el exterior parece mucho más sensible al nivel de la brecha para fugar capitales que aquél que ingresa.

[15] La instauración de la retención para impuestos en la utilización de tarjetas de crédito para compras en divisas no ha logrado cambiar significativamente la situación en tanto la brecha es ampliamente superior. En efecto, luego de la escritura del *paper* se ha elevado, en diciembre de 2013, la retención al 35%. No obstante, queremos remarcar que el problema de fuga de divisas por el sector de turismo seguirá en tanto la relación entre la brecha cambiaria y el dólar turista siga siendo significativa. Además, la propia dinámica del cepo cambiario implicará que la brecha se amplié ante esta medida dado que la imposibilidad de ahorrar en pesos sostiene una fuerte demanda por divisas informales. Sin mencionar el efecto que pueda tener esta medida a través del Canal de Expectativas, en tanto da una clara señal de que escasean los dólares.

[16] En pocas palabras, el turista en vez de vender su dólar en el mercado oficial al Banco Central decide venderlo al tipo de cambio informal a un residente, en consecuencia se produce una presunta fuga de divisas.

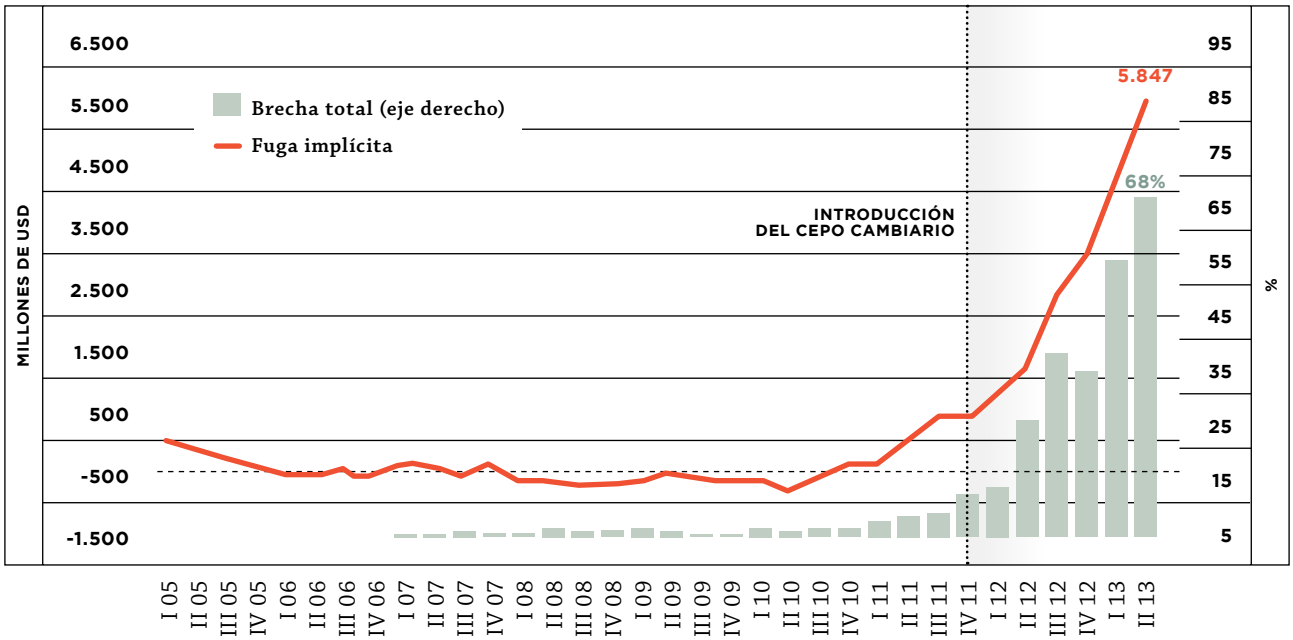
[17] Es menester destacar que los voceros del gobierno han adjudicado ciertos saltos de la brecha cambiaria a una demanda estacional de este sector, aunque no existe evidencia clara al respecto.

[18] Este hecho estilizado probablemente responda a la mayor disponibilidad de información, sobre cómo aprovechar las filtraciones del cepo cambiario, por parte de los residentes.

GRÁFICO 11

Aproximación a fuga de divisas a través del turismo

acumulado 4 trimestres

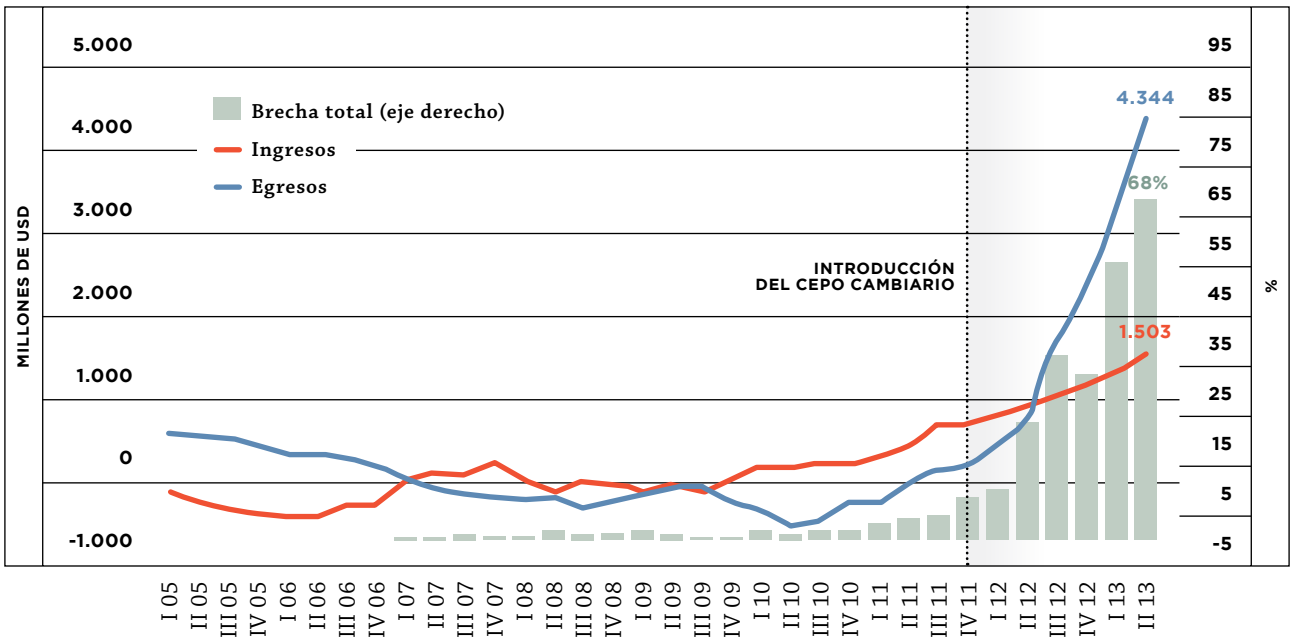


Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y BCRA.

GRÁFICO 12

Aproximación a fuga de divisas a través del turismo

acumulado 4 trimestres



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y BCRA.

Caso de la venta de billetes de divisas

Una de las características más importantes de este nuevo esquema cambiario es la imposibilidad de realizar transacciones legales que impliquen la valuación del dólar al tipo de cambio informal. Es decir que si cualquier firma o particular se encuentra en posesión de dólares sólo podría venderlo legalmente al tipo de cambio oficial[19], además en caso de desprenderse de dólares no podrá, en principio, recomprarlos (ni al tipo de cambio oficial ni al informal). De lo anterior se desprende que todo agente racional[20] evitará vender sus divisas por pesos al tipo de cambio oficial. El *Gráfico 13* muestra en forma perfecta este cambio de comportamiento:

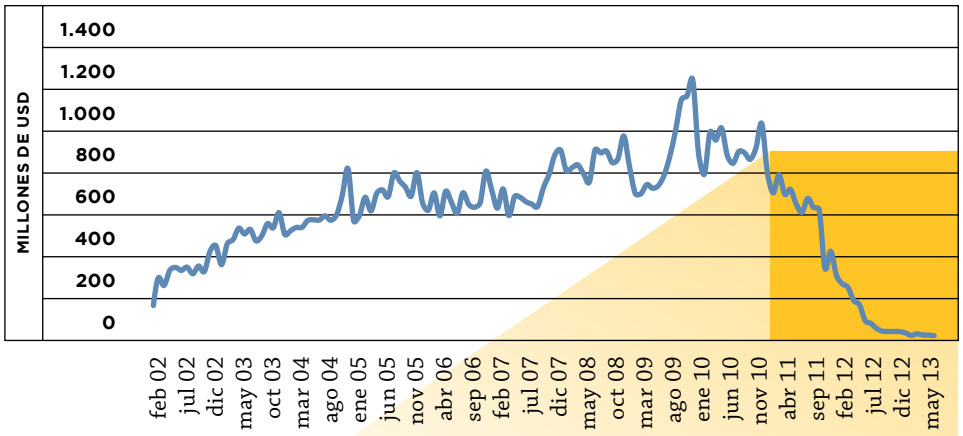
No obstante, queda sólo como suposición de difícil comprobación empírica mediante datos oficiales que esas ventas se hayan trasladado a engrosar el mercado informal aunque el análisis del caso de turismo nos brinda indicios de que al menos parcialmente ha sido así.

[19] Es posible la venta de divisas a un tipo de cambio más favorable aún dentro del circuito formal, recurriendo a lo que se denomina *dólar bolsa*. Esta transacción implica compra en pesos de un título público y, luego de tenerlo en cartera 72 horas hábiles, puede ser vendido en dólar. El problema es el riesgo de precio del bono por las 72 hs de tenencia y las comisiones a pagar. Este mecanismo ha sido interrumpido durante varios meses por el gobierno, siendo restablecido en diciembre de 2013.

[20] Siempre y cuando la brecha tenga un valor positivo.

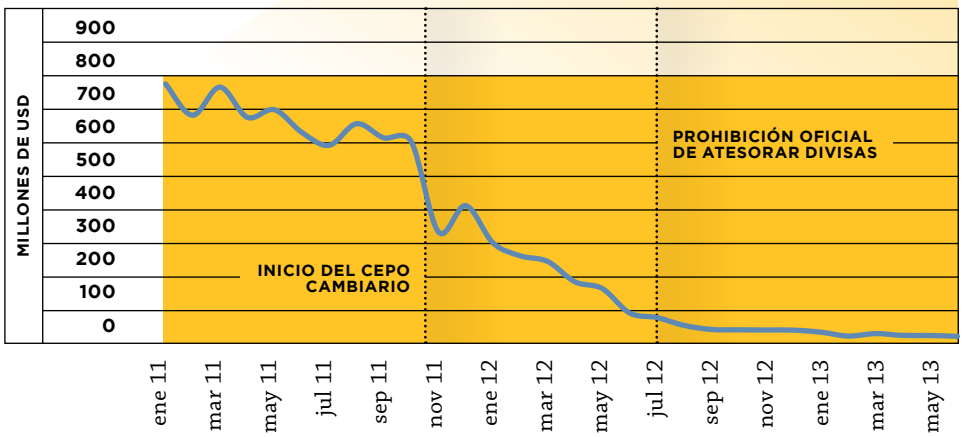
GRÁFICO 13

Venta de billetes



Fuente: BCRA.

Venta de billetes, zoom a partir de enero 2011



Fuente: BCRA.

Impacto macroeconómico de la informalidad

Para finalizar resumimos los impactos macroeconómicos más importantes de un aumento de la informalidad en la economía:

1. Al reducir el número de transacciones *en regla* se reduce la base de aplicación de los impuestos, lo cual puede resultar o bien en un deterioro de las cuentas públicas fiscal o bien en un incremento de la alícuota del impuesto de forma tal de compensar la caída de la base. No obstante, un incremento de la alícuota alienta un círculo vicioso aumentando los costos de participar en forma formal[21].

2. La existencia de un sector que opera en la informalidad implica un subsidio implícito del sector formal, en tanto ambos sectores requieren de servicios públicos para poder operar pero sólo el formal paga los impuestos.

En resumen este canal nos muestra que la instauración de un dique de contención legal sin atender a los incentivos del sector privado genera efectos reales en la economía.

[21] Nótese el efecto perverso que genera una menor recaudación de impuesto dentro del marco de una política monetaria con dominancia fiscal, es decir la informalidad en forma endógena podría incrementar la tasa de inflación de equilibrio requerida para financiar el déficit fiscal.

[22] El hecho fundamental de que el dólar informal sea en sí mismo un activo financiero implica necesariamente que su comportamiento también se encuentra sujeto a las expectativas de evolución de ciertas variables macroeconómicas (De Macedo, 1987). Esto último generará en ocasiones problemas de interpretación y de identificación de la causalidad. Sin embargo, en esta sección trataremos de clarificar este punto.

CANAL 3: EXPECTATIVAS

El establecimiento del cepo cambiario, y el consecuente surgimiento del dólar informal, posee un impacto directo sobre las expectativas de los agentes económicos lo que afecta su comportamiento individual y colectivo. Dividiremos los efectos de este canal en dos grandes grupos: la evolución del dólar como fuente de incertidumbre general y la afectación en la formación de expectativas de otras variables macro relevantes[22] (principalmente inflación).

Dólar, expectativas y heurísticas

El dólar ha sido considerado históricamente en la Argentina como un activo contracíclico, es decir ideal para los *malos momentos*. Retomando el análisis de Chirom (2012): El dólar ha sido en las últimas décadas una variable observada con suma atención por la mayoría de los argentinos. Ahora bien, esta *obsesión* con la divisa norteamericana se explica por dos factores claves: Primero, su escasez ha desatado sucesivas crisis en la economía argentina. Segundo, éstas han implicado en la mayoría de los casos una pérdida de poder adquisitivo muy importante por parte de la moneda doméstica. Es así que debido a la inestabilidad de la propia macroeconomía, el dólar físico se ha convertido en uno de los pocos *hedge* que poseen los agentes poco sofisticados en la economía argentina para diversificar su *portfolio*.

De esta forma, su evolución se ha convertido en un indicador de la salud de la economía. Reconociendo que los agentes no son racionales, sino que poseen una racionalidad acotada, se podría pensar que aquella se encuentra enquistada en el imaginario colectivo de los argentinos como una heurística para decidir acerca del estado actual de la economía. El origen de esta última se cimenta en el sesgo cognitivo, desarrollado por Kahneman y Tversky, de *disponibilidad* o *accesibilidad*. La idea es que los últimos recuerdos que poseen sobre crisis los agentes en la Argentina se encuentran directamente relacionados con la evolución del dólar. Entonces, la aparición de problemas en el suministro de esa divisa automáticamente les recuerda lo sucedido en el pasado y lo asocian a la situación argentina actual.

Aseverar que una persona posee una racionalidad acotada no significa decir que esa persona no sea racional. El hecho de utilizar atajos cognitivos (heurísticas) para llevar a cabo ciertas decisiones es un acto perfectamente racional, dado que la capacidad de resolver sistemas complejos implica un esfuerzo importante, tanto en términos de tiempo como de desgaste cognitivo. El *Gráfico 14* es útil para entender esta noción de atajo cognitivo.

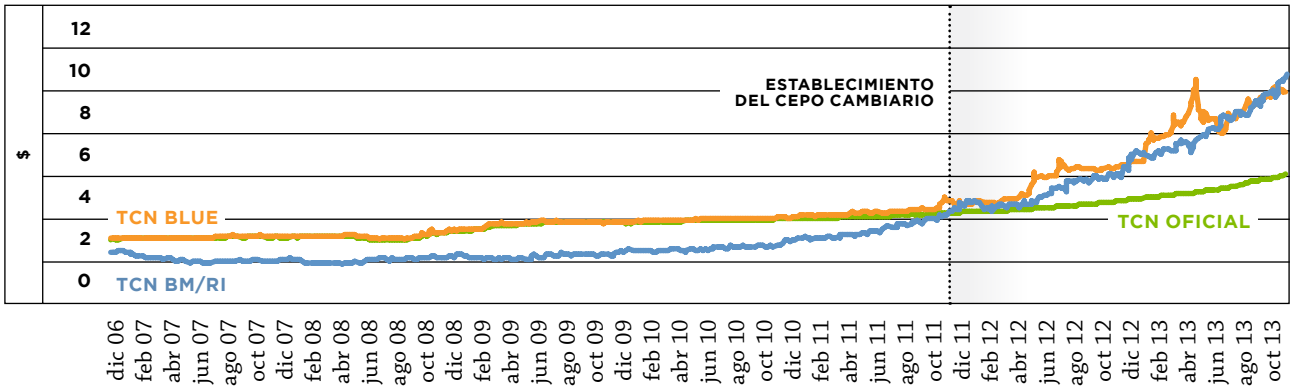
El *Gráfico 14* muestra la evolución del dólar oficial (TCN oficial), del dólar informal (TCN blue) y del dólar implícito (TCN BM/RI) en la relación entre el *stock* de Base Monetaria (BM) y las Reservas Internacionales (RI) del Banco Central (BC). La explicación para la utilización de este último indicador, el cual en teoría no debiera ser importante en un régimen de tipo de cambio flotante, se refiere a los clásicos modelos de crisis cambiarias de primera generación (Krugman, 1979) y a la experiencia histórica reciente de la convertibilidad en la Argentina[23].

[23] En la memoria de los argentinos se encuentra especialmente presente el exitoso programa de estabilización denominado *Plan de Convertibilidad,* el cual consistió en la fijación de una paridad fija (peso/dólar) de forma tal que se respetará a rajatabla la relación existente entre RI y BM. La explicación de esta rígida regla era superar los agudos problemas de credibilidad que tenía el peso doméstico, dado el extenso financiamiento monetario al que recurría el fisco. De esta forma, el gobierno mostraba, y daba la señal, de que podría resistir los *ataques del mercado* y defender con éxito la paridad.

GRÁFICO 14

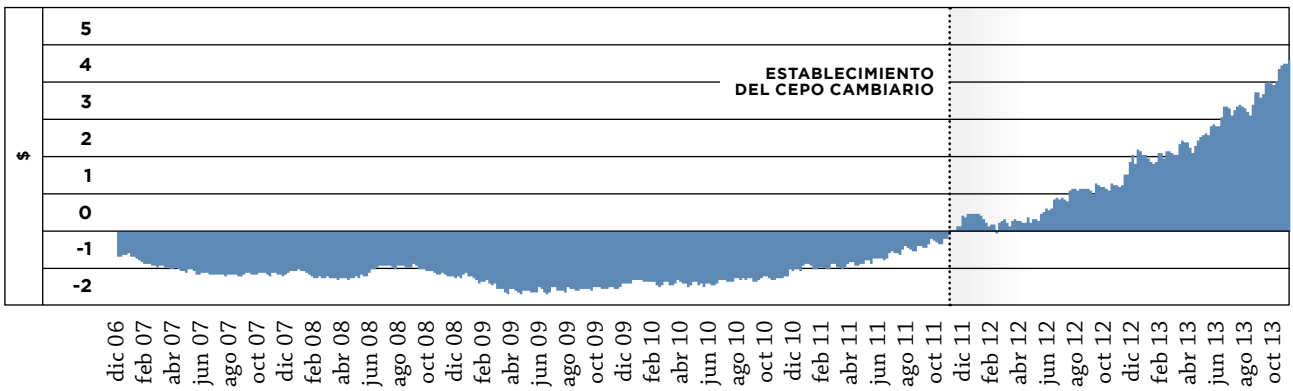
Tipo de cambio oficial, informal y el implícito en cociente BM/RI

medido en pesos



Diferencia entre TCN oficial y el TCN implícito en cociente BM/RI

medido en pesos



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA, La nación data

Además, la evidencia disponible –incluyendo una amplia difusión de este indicador en los medios periodísticos e informes de coyuntura económica– sugiere que los agentes toman esta relación a modo de referencia en pos de evaluar el precio del dólar (tanto informal como formal). Naturalmente, la idea detrás que justifica esta visión es que el gobierno debiera, al menos, establecer una paridad similar si busca en algún momento salir del cepo cambiario.

En este sentido al observar con detenimiento la evolución de los gráficos nos encontramos con dos hechos destacados: En primer lugar, pareciera como si el tipo de cambio informal tuviera una dinámica similar al TCN BM/RI. En segundo lugar, se aprecia como la imposición del cepo cambiario fue el mismo mes en que el TCN oficial superó al TCN BM/RI –dando así la señal de que era *barato* el dólar oficial–.

Debemos destacar que si bien ambas observaciones podrían ser sólo una mera coincidencia, creemos que se trata principalmente de una clara manifestación de un sesgo cognitivo que utilizan los agentes para formar sus expectativas. Nótese que en la amplia literatura que trata de explicar la dinámica de la evolución de la brecha cambiaria (véase recuadro de relación TCN *blue* y cepo) no hay prácticamente mención explícita a esta relación.

Dólar como fuente de incertidumbre

Retomando el análisis realizado en el punto anterior, intentaremos mostrar algunas evidencias respecto a que la evolución del dólar (sea oficial o informal) es generadora de incertidumbre. A continuación mostraremos una serie de gráficos sobre su evolución, de la atención del público al dólar (proxy de *google trends*[24]) y la confianza del consumidor.

El *Gráfico 15* busca destacar que la preocupación por el dólar del argentino no se da sólo en contexto de crisis (o momentos previos), dato que revela el *estado de alerta* que tiene el agente económico. No obstante, en los momentos de crisis, o de caída en el nivel de actividad, esta atención crece exponencialmente. El *estado de alerta* al cual se encuentra asociado un incremento en el *sesgo de atención* hacia el dólar tiene también un impacto directo en la confianza del consumidor. Esto último sienta las bases para que la dinámica corra riesgo de ingresar en un círculo vicioso en donde caída de la confianza del consumidor, mayor nerviosismo por el dólar y menor nivel de actividad se retroalimenten mutuamente.

Ahora estamos introduciendo en la búsqueda de *google trend* el término *dólar blue* para saber si la introducción del cepo cambiario o la prohibición de compra de dólares para atesorar han significado un crecimiento en la atención hacia un tipo de dólar en particular.

El *Gráfico 16* es claro en mostrar la relación entre ambas variables y, sobre todo, la importancia que ha tenido el dólar *blue* a partir de la prohibición formal de compra de dólares para atesorar. Este gráfico se podría relacionar directamente con el Canal de Informalidad en tanto se podría pensar que un público cada vez mayor se ha volcado hacia el mismo para poder adquirir divisas o haya, al menos, utilizado su cotización como valor de referencia.

Ahora realizaremos una regresión (en logaritmos naturales) tomando al Índice de Confianza del Consumidor (ICC) (licc) como variable explicada y a las variables *atención al dólar* (Ldlar) e índice líder UTDT (Lidl) como explicativas. La idea es saber si la relación encontrada, que se observa en los gráficos anteriores, puede ser testeada, y considerada significativa en términos estadísticos. También conocer el valor de los parámetros, es decir la relación cuantitativa entre las variables. A continuación el resultado de la regresión (se toman datos sólo a partir de 2005).

[24] *Google trends* es una herramienta que busca la utilización de palabras en las búsquedas de google normalizándolas con base = 100 en su pico. La idea es seguir la preocupación del público. No obstante, la utilización de esta herramienta implica dos sesgos a tener en cuenta: *1)* a medida que crece el número de usuarios de google se podría observar una tendencia al crecimiento de la atención sólo por el aumento de usuarios; *2)* sólo releva a agentes que utilicen internet.

GRÁFICO 15

Google trends*, interés en *dólar* y *dólar blue

máximo de búsquedas = 100

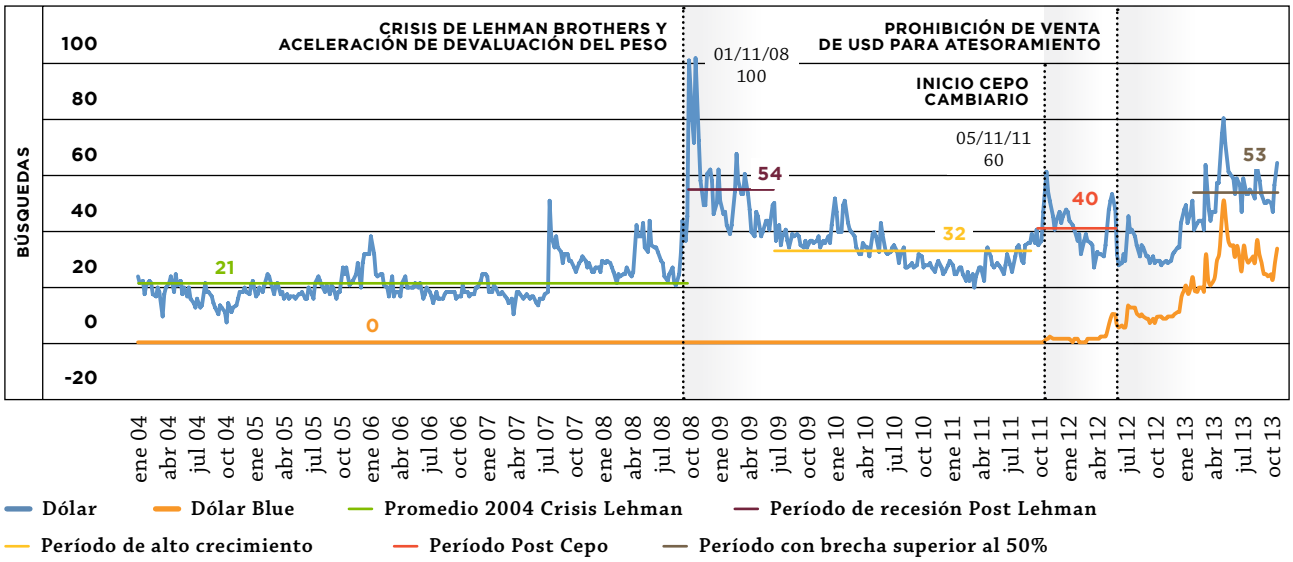
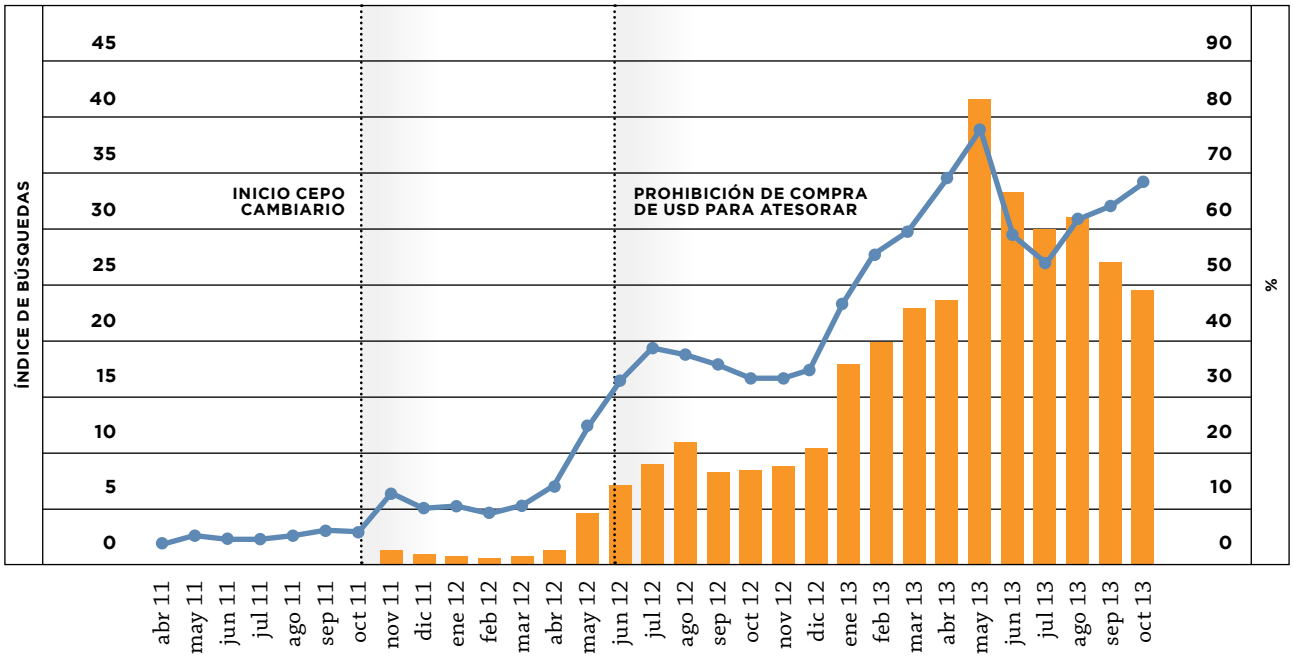


GRÁFICO 16

Atención al dólar y cotización del dólar blue

Promedio mensual



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA, La Nación, Bloomberg y UTDT.

CUADRO 2

Regresión

licc	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	Linear regression	Number of obs = 113 F(3, 109) = 230,64
licclag	78%	0,05385	14,62	0%	0,680343	0,8937844	Prob > F = 0
ldlar	-4,0%	0,01516	-2,62	1%	-0,0698044	-0,0097136	R-squared = 0,8422
lidl	15,2%	0,06494	2,34	2%	0,022931	0,2803618	Root MSE = 0,05356
_cons	17,0%	0,24115	0,7	48%	-0,3082663	0,6476542	Robust

Como se observa se ha incluido como variable explicativa un valor rezagado de ICC para captar el comportamiento auto regresivo de la misma. Las variables explicativas son significativas y con el signo esperado: la suba de la atención al dólar impacta negativamente sobre el ICC, mientras que el Índice Líder (IL) se comporta en la misma dirección. Se ha testeado una nueva ecuación con una *dummy* que cubra el período posterior a la introducción del cepo cambiario con el objetivo de preguntar si hubo un cambio estructural en la confianza del consumidor, pero el resultado no ha sido robusto (la variable era significativa, pero no agregaba valor explicativo a la regresión).

La interpretación de la regresión es directa: un incremento del 100% en la atención al dólar genera una caída del 4% en el ICC, mientras que una caída en el IL del 100% provoca una merma del 15,2% en el ICC.

Impacto de la incertidumbre sobre la macroeconomía

El aumento de la incertidumbre tiene un efecto directo sobre la evolución de la inversión agregada tanto en su composición como en su nivel absoluto. Respecto a su agregación, y siguiendo las teorías tradicionales de valuación de proyectos de inversión (CAPM y opciones reales), se puede derivar que un aumento de la incertidumbre impactará a través de los siguientes mecanismos:

a. Aumento del valor de la *opción de espera*[25].
b. Aumento de prima de riesgo requerida para proyectos de inversión de mayor beta. Esto se relaciona directamente con la idea de que las firmas suelen emprender *estrategias defensivas* (Kosacoff y Ramos, 2002 y 2005[26]) que priorizan el corto plazo cuando perciben que la incertidumbre es elevada.

Entonces la incertidumbre no sólo disminuirá el set de proyectos de inversión que se puedan llevar a cabo en la economía, sino que además lo sesgará hacia proyectos más conservadores (menor beta) y con menor proporción de capital hundido (menor valor de la opción de espera). Esta sección se encuentra más desarrollada en el canal de alocación de recursos.

Afectación de otras variables macroeconómicas

Hasta el momento no se ha encontrado, en la presente experiencia de TCD , una relación entre la evolución del índice de precios, sus expectativas y el dólar *blue*. No obstante, esta relación está ampliamente documentada en la literatura por lo que es menester tenerla en cuenta y comentarla (Agenor, 1992).

[25] En base al trabajo de Dixit y Pyndick (1994) los proyectos de inversión pueden ser analizados no sólo considerando su Valor Actual Neto, sino que el empresario tiene la capacidad de decidir en qué momento ejecutarlo. La decisión de ejecutarlo hoy o esperar depende de la importancia de la información que se vaya a develar en el próximo período respecto del ratio de riesgo/beneficios hoy vigente. Entonces, en caso que la incertidumbre sea muy elevada, *ceteris paribus,* el valor de la espera aumenta. Naturalmente este valor va a depender también del costo hundido que implique la inversión.

[26] http://www.udesa.edu.ar/files/Newsletter/itba_udesa/images/Desarrollando_Capacidades_Kosacoff_Techint.pdf páginas 211 y 387.

El nivel de la brecha cambiaria puede formar parte de los objetivos del gobierno y si se busca reducirla sólo a través de la devaluación (y sin tratar los problemas macro de fondo) es probable que se produzca una *carrera* entre el tipo de cambio nominal oficial y el paralelo (un claro ejemplo de este es Hausmann (1997) por lo que se producirá un efecto directo sobre el nivel de precios. Nótese que el efecto es producto de que la devaluación del informal empuja la depreciación del dólar oficial el cual finalmente ocasiona un impacto en la inflación.

Otro efecto rescatado a lo largo de la bibliografía es la relación entre las expectativas de depreciación del tipo de cambio oficial y la brecha cambiaria. En este sentido se ha observado que cuando los agentes esperan en forma conjunta una aceleración de la depreciación oficial la brecha sube un *escalón* (Edwards 1987), aunque luego pueda volver a caer al nivel anterior. Esto último es producto del arbitraje –siempre y cuando la tasa de depreciación esperada sea superior a la tasa de interés doméstica– de quienes deciden aumentar la proporción de activos extranjeros en su cartera en busca de mayores ganancias.

CANAL 4: EFECTO RIQUEZA

La configuración surgida con el sistema de cambios duales impondrá dos variaciones sobre la riqueza de los agentes: una sobre el poder de compra del *stock* de divisas de la economía, y otra fruto de la percepción subjetiva e intertemporal de la capacidad adquisitiva en moneda local.

La primera de estas se verificará como la ganancia en moneda doméstica a favor de los tenedores de divisas, quienes percibirán un incremento en su poder de compra equivalente al diferencial entre la cotización financiera y la comercial[27]. Dicha situación generará un efecto riqueza similar al que plantea Pigou con los saldos monetarios reales (Pigou, 1943), redundando en un impulso al gasto privado (asimilable al que tendría una devaluación tradicional sobre el poder de compra de los sectores exportadores, considerando asimismo un *pass-through* nulo). La magnitud de este efecto dependerá básicamente de tres factores: *a)* la amplitud de la brecha cambiaria; *b)* el *stock* de ahorros en divisas en relación al PBI de la economía; *c)* la efectividad de la política económica para sostener el nivel de precios.

El segundo impacto provendrá de la modificación de decisiones intertemporales de consumo e inversión, potenciando el adelantamiento de gastos. Más específicamente, el desdoblamiento otorgará a la moneda local una ganancia presente en relación a su poder de compra esperado, sobre bienes y servicios transables (importados en particular). Dicha percepción condicionará las decisiones de gasto presente, equivaliendo a un *shock* de riqueza transitorio, en un marco donde carece de racionalidad trasladar hacia el futuro esos recursos por los canales habituales de ahorro, dada la imposibilidad de adquirir divisas y las tasas reales vigentes en pesos. En otras palabras, siempre y cuando la tasa de interés nominal en pesos sea menor que la devaluación comercial esperada (asimilable al concepto de UIP), los agentes adelantarán consumos transables, en caso contrario no.

[27] La divisa comercial es la que influye en la evolución de los precios domésticos (suponiendo un tipo de cambio real constante), cuya dinámica constituye asimismo uno de los objetivos del gobierno al momento de implementar el desdoblamiento.

Siguiendo a Kiguel et al (1997), el segundo de los impactos se pone de manifiesto en tres prácticas acomodaticias:

1. La acumulación anticipada de inventarios de importadores y productores con insumos externos quienes tenderán a modificar sus decisiones comerciales para obtener un rédito de producirse una devaluación.

2. Un salto en la adquisición de bienes de capital importados al tipo de cambio oficial, sobre los cuales pesará una percepción de abaratamiento relativo en relación a los de origen nacional, así como en relación al factor trabajo.

3. El adelantamiento de consumo de bienes finales importados –durables, principalmente– y de servicios del extranjero (siendo el turismo el más representativo), por parte de individuos.

Existen variables del plano legal y tributario que pueden morigerar las consecuencias antes descriptas[28]. En un esquema informal existirán costos al momento de buscar realizar plenamente el precio financiero de la divisa (vinculados con la posibilidad de ser penado por la autoridad tributaria), los que tenderán a reducir la profundidad del efecto planteado.

En tanto, los consumos de importados se verán afectados por restricciones impositivas que apunten a encarecerlos[29]. En ese sentido, por tratarse de una ganancia intertemporal percibida, mayor será el adelantamiento cuanto más elevada sea la expectativa de un potencial incremento en la carga impositiva.

Habiendo sentado los lineamientos teóricos, apuntaremos ahora a identificar la dimensión del efecto riqueza en la perspectiva del actual ciclo de restricciones cambiarias de la Argentina. Para ello nos enfocaremos en dos vías que han sido relevantes: *1)* la tenencia de divisas por parte de la población; y *2)* el adelantamiento de consumos dolarizados.

En pos de evaluar el alcance del primero de estos puntos, consideramos que la estimación del *stock* de divisas norteamericanas en manos de los agentes es una buena aproximación para hacerlo. La idea subyacente es que cuanto mayor sea dicho monto, más significativo será el efecto ante un salto de la brecha cambiaria.

Para 2006 se estimaba que la tenencia de dólares billetes en el país rondaba los 50 mil millones[30]. El vertiginoso proceso de dolarización de *portfolios* observado hasta 2011 no habría más que apuntalado el efecto. Entre 2007 y ese año la formación de activos externos del sector privado ascendió a 78 mil millones de dólares, de los cuales 56 mil fueron ventas de billetes al público. A modo ilustrativo, de haber permanecido en el país cerca de 50 mil millones, estaríamos hablando de un acumulado de 100 mil millones de dólares billete en manos privadas, equivalentes al 20% del PBI en dólares de 2012.

El impacto del efecto riqueza se hace más tangible al evaluar el comportamiento del sector minorista, cuyas tenencias de divisas dentro del sector banca-

[28] Basta ver, a modo de ejemplo, que el efecto riqueza de la tenencia de divisas se verá condicionado al grado de legalidad del esquema cambiario, o de ser completamente ilegal, al nivel de tolerancia de la autoridad pública.

[29] Recordemos de todas formas, que sean cuantitativas o cualitativas, estas restricciones podrán jugar un rol contrario al objetivo de contener la evolución de la inflación, dado que tenderían a verse reflejadas sobre el nivel de precios.

[30] Según las estimaciones de la Reserva Federal de Estados Unidos, en el informe *The Use and Counterfeiting of United States Currency Abroad, September 2006.* En este, además se puntualizaba: *"Clearly, while Argentina's currency board brought some economic tranquility, especially in terms of reduced inflation and interest rates, in the end, the recurring fiscal problems overwhelmed the economy and policymakers opted to devalue the national currency. The large group of U.S. banknote holders in the country has benefited greatly from their decision to hold cash. Well over $20 billion in U.S. banknotes may have been in Argentina in the early 1990s, and perhaps $50 billion or more may be there now".* El dato cobra mayor dimensión al entender que el stock se ubicaba en segundo lugar global en términos de tenencias por fuera del país emisor, dejando en claro la histórica propensión de los argentinos a resguardar sus ahorros en la divisa norteamericana (ver canal de expectativas).

rio fueron reduciéndose con intensidad desde 2011, habilitando una mayor disponibilidad de las mismas para concretar operaciones en el mercado negro (ver *Ineficiencias en la alocación de recursos*).

Para abordar el adelantamiento de consumos dolarizados, se presentan a continuación diversas dinámicas sectoriales de los últimos años, representativas del conjunto.

1. Incremento del turismo emisor

De acuerdo a las estimaciones de Balanza de Pagos en los siete trimestres posteriores a octubre de 2011 el turismo emisor se habría incrementado a una tasa promedio mayor al 7% anual, mientras que siguiendo los datos de la Encuesta de Turismo Internacional del INDEC, el alza fue mayor al 10% anual.

Dado el estancamiento del nivel de actividad local y la caída del salario real en dólares, esta dinámica se explicaría –al menos parcialmente– por la influencia que tuvo el cepo en la percepción de abaratamiento relativo del turismo en el extranjero. El acceso a paquetes turísticos plenamente cancelables en moneda nacional, tanto como la posibilidad de efectuar gastos en dólares con medios electrónicos de pago (sobre lo que se detallará en el siguiente punto), impulsaron la adquisición de estos servicios.

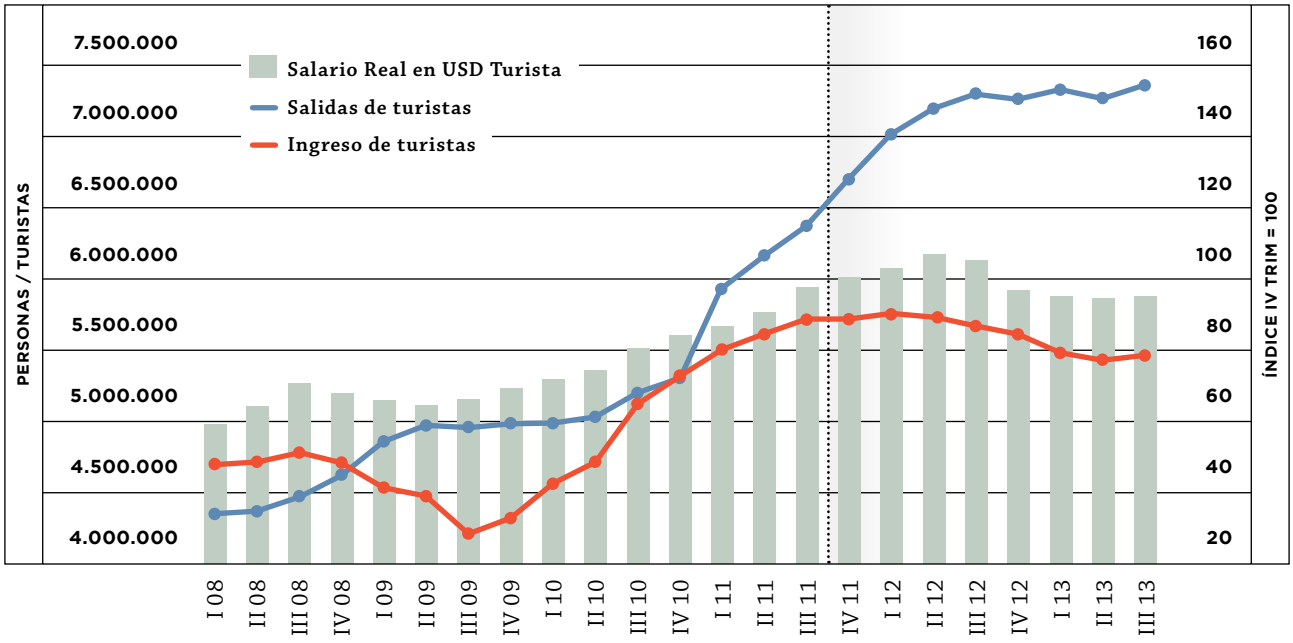
La dimensión de este canal cobra relevancia puesta en la perspectiva de las medidas gubernamentales: en septiembre de 2012 se estableció un impuesto del 15% a los gastos en el extranjero, que luego se incrementó al 20% en marzo siguiente[31]. En otras palabras, el drenaje de divisas vía turismo se convirtió en un problema cada vez más acuciante en la agenda pública, pero ni siquiera estas restricciones pudieron revertir la tendencia, sino sólo morigerarla.

[31] En diciembre de 2013 la tasa volvería a incrementarse, llegando al 35%.

GRÁFICO 17

Turismo emisivo y receptivo vs. Salario real en dólares turista

Total turistas, acum. 4 trimestres / Índice salario real en dólares turista IV Trim 2011 = 100



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA, INDEC y La Nación Data.

2. Suba de los consumos en moneda extranjera a través de medios electrónicos

El establecimiento del cepo convirtió a los pagos con medios electrónicos en una de las pocas alternativas de acceso al dólar oficial, valorizando los pesos canalizados por esa vía en relación a su equivalente del mercado informal. En consecuencia, se verificó un incremento significativo del uso de estos instrumentos en los gastos agregados: entre octubre de 2011 y mismo mes de 2013 el *stock* de crédito en dólares otorgado a titulares de tarjetas de crédito creció un 142%, en línea con el alza del 143% observada entre el promedio de los 24 meses previos y posteriores al cepo.

En base a las estadísticas del Balance de Pagos se buscó extraer alguna conclusión econométrica sobre la relevancia de la brecha cambiaria como factor explicativo del uso de tarjetas de crédito en los gastos de turismo. Para ello se planteó la siguiente ecuación:

Gastos USD con tarjeta = f (Gastos USD tarj. t-1, Brecha turista , Índ. de salario en USD turista)

CUADRO 3

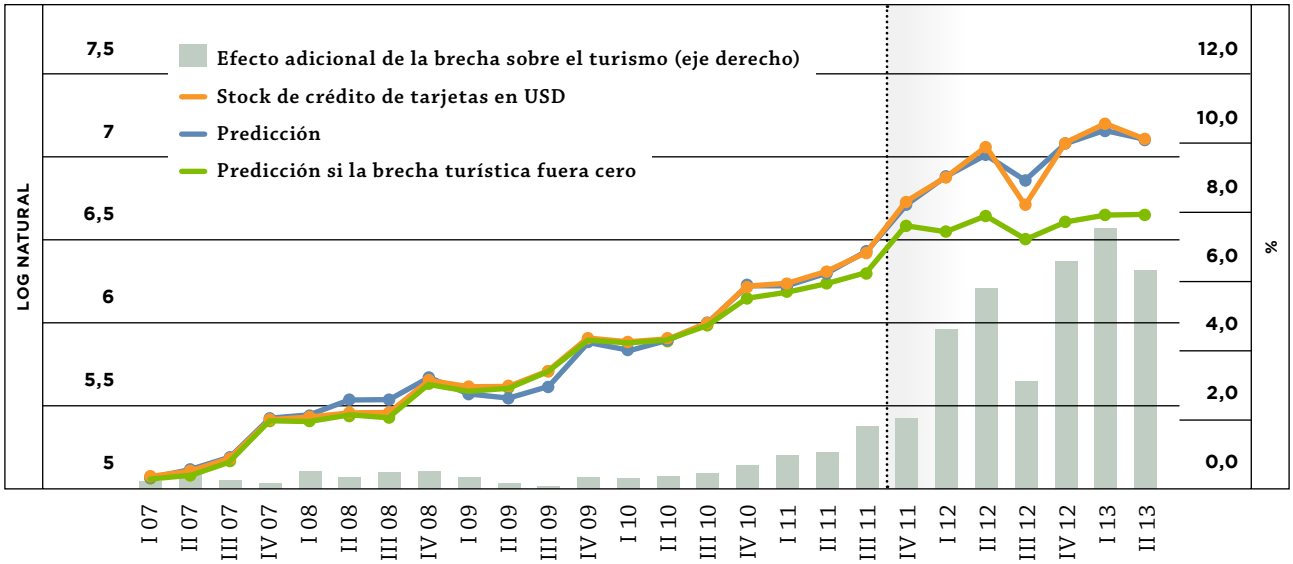
Regresión

	Coeficientes	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf.	Interval]		
LN_tarjeta (-1)	0,47051	.0973887	4.83	0.000	0,27	0,67	Number of obs =	42
Brecha turista	1,36068	.2128332	6.39	0.000	0,93	1,79	F (6, 35) =	3045.91
Salario en USD turista	1,040058	.0189708	5.49	0.000	0,66	1,43	Prob > F =	0.0000
Q1	-0,17927	.0183983	-9,74	0.000	-0,22	0,14	R-squared =	0.9972
Q2	-0,19645	.0168737	-11.64	0.000	-0,23	-0,16	Root MSE =	.05432
Q3	-0,17109	.0257404	-6.65	0.000	-0,22	-0,12		
_cons	-0,97279	.2295666	-4.24	0.000	-1,44	-0,51		

GRÁFICO 18

Impacto de la brecha cambiaria sobre el uso de tarjetas de crédito

Valores expresados en logaritmo natural



Fuente: Elaboración propia.

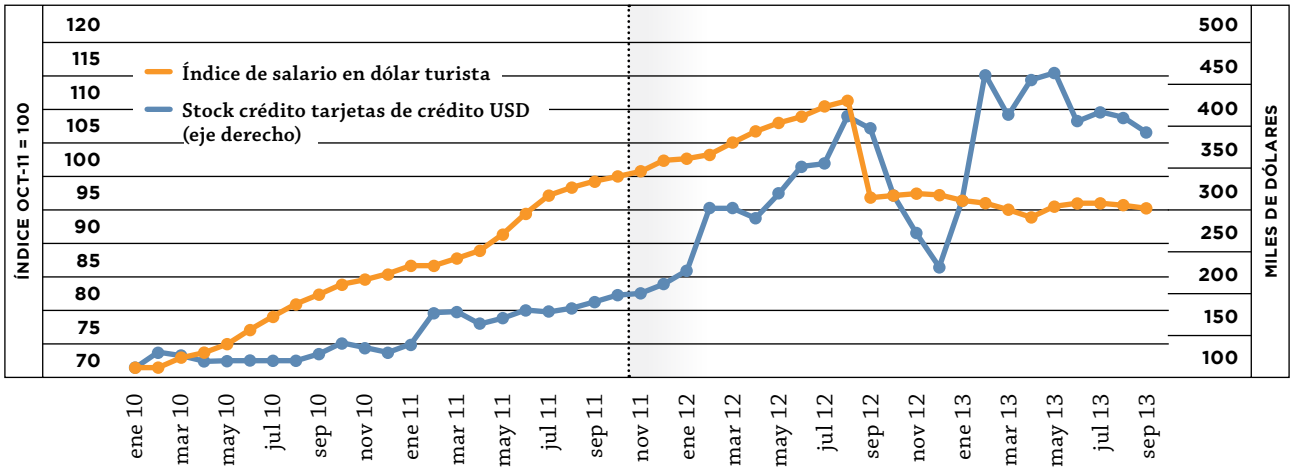
En donde el dólar turista es aquel que surge de aplicarle a la cotización oficial el impuesto correspondiente a ese tipo de gastos. El período utilizado fue el comprendido entre el primer trimestre de 2003 y el segundo de 2013. Los resultados de este ejercicio permiten concluir que la brecha turística es una variable relevante para explicar el uso de tarjeta de crédito para gastos en dólares, y como se muestra en el gráfico a continuación, cerca de un 5% de su evolución post cepo cambiario es consecuencia del diferencial entre cotizaciones.

Una evaluación alternativa del gasto en dólares con tarjetas de crédito, puede hacerse a partir de los resultados del Balance Cambiario (BceC) del Banco Central. De acuerdo a estos datos el crecimiento presenta una correlación elevada con las erogaciones por turismo, careciendo de un comportamiento diferencial por sobre aquellas, lo que impide extraer conclusiones relevantes.

GRÁFICO 19

Préstamos en USD por tarjetas de crédito vs. Índice de salario real en dólar turista

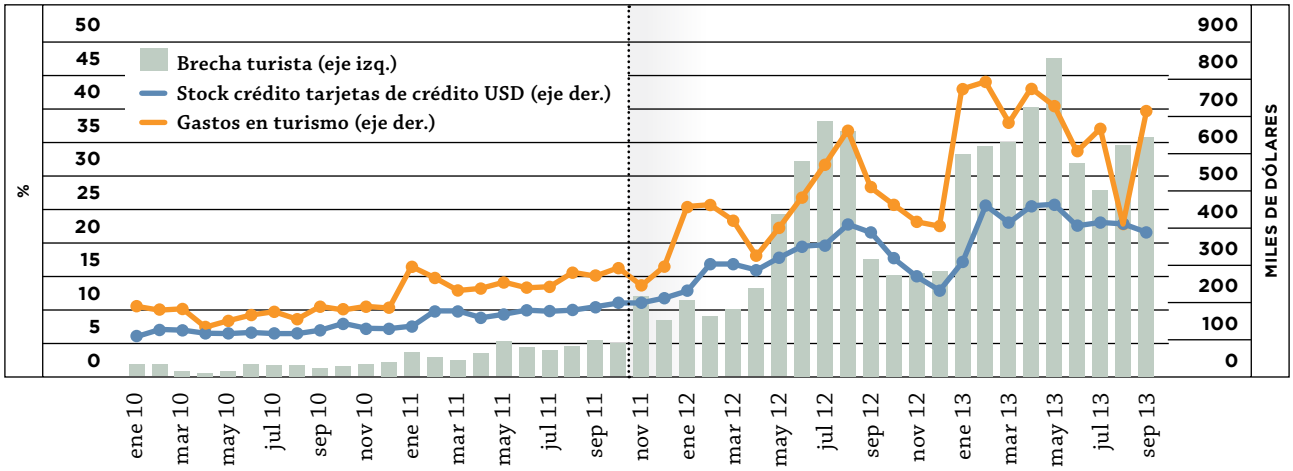
Miles de dólares estadounidenses / Índice Oct-11 = 100



Fuente: elaboración propia en base a BCRA e INDEC.

Préstamos en USD por tarjetas de crédito vs. gastos en turismo

Miles de dólares estadounidenses



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA, INDEC y La Nación Data.

Metodológicamente, la diferencia con el enfoque anterior radica en que los datos categorizados como turismo en el BceC abarcan de igual forma a los estrictamente atribuibles a ese destino, como a otras erogaciones efectuadas hacia el extranjero (por ejemplo, la compra de mercadería en sitios de internet). Aquí emerge el problema de multicausalidad[32], por lo que sólo es factible concluir que la expansión de ambas variables se da en simultáneo. De cualquier modo, sigue en pie la verificación de que la existencia de los medios electrónicos de pagos ha permitido abaratar los gastos en el extranjero, dada las restricciones cambiarias.

Una última aproximación deja ver la relevancia de este canal al verificar que su crecimiento, al menos a partir de principios de 2013, tiene una dinámica diferencial en relación a la evolución del salario en dólares de la economía –principal motor del turismo hasta entonces–.

3. Adquisición de autos importados

Pese a las trabas cuantitativas a las importaciones que fueron dispuestas sobre el mercado automotor, el número de patentamientos de automotores[33] mostró un nivel sostenido en los meses posteriores al cepo cambiario, con un crecimiento significativo a partir de 2013.

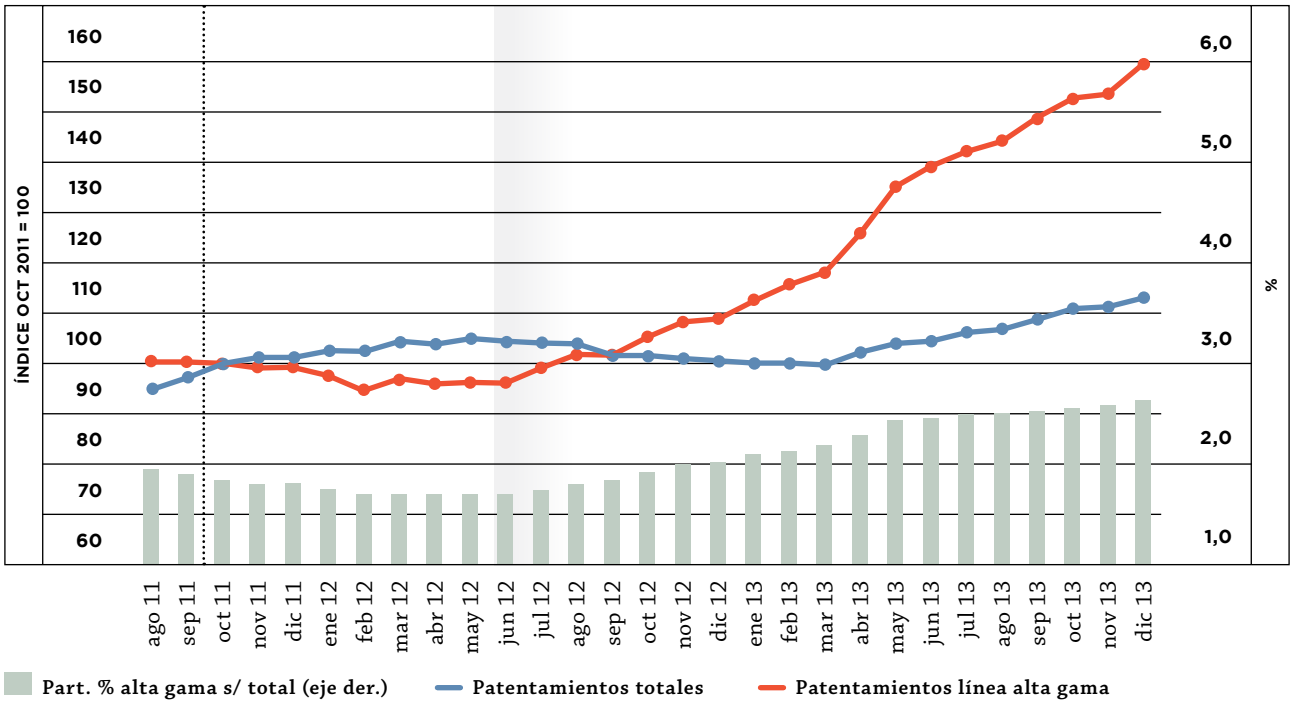
[32] Idéntico problema aparece al momento de determinar la causalidad entre el nivel de la brecha y los gastos de turismo, dado que por el acotado plazo de vigencia del cepo no hay suficiente información estadística como para extraer conclusiones econométricas robustas. En este punto, podría pensarse que el incremento de la brecha es fruto de la mayor demanda de divisas por parte de turistas que salen del país (tal como argumentaron las autoridades gubernamentales en ciertas ocasiones), o alternativamente que el alza del turismo es resultado de una brecha que abarata en términos relativos los consumos en el extranjero al tipo de cambio oficial.

[33] El análisis que aquí se presenta, está efectuado sobre el total de las categorías *Automóviles* y *Comercial Liviano,* principalmente asociadas al consumo minorista, y no al ciclo productivo. Los datos surgen de la Asociación de Concesionarios de Automotores de la República Argetina (ACARA).

GRÁFICO 20

Patentamientos automóviles y livianos - alta gama vs. total

Acum. 12 meses - Oct-11 = 100



Fuente: ACARA.

Basta observar que en el acumulado de los 10 primeros meses de 2012 el total de ventas había caído menos de medio punto porcentual en relación a igual lapso de 2011, mientras que un año más tarde se había incrementado casi 13%. Sin quebrar la tendencia de prácticamente toda la década previa, una parte significativa de este aumento se volcó hacia la adquisición de vehículos del extranjero, que representaron cerca del 60% del total.

En este caso, el efecto riqueza se hace aún más evidente con el vertiginoso incremento de los patentamientos de automóviles importados de alta gama. Comparando datos acumulados de 10 meses, para octubre de 2013 una muestra representativa de ese tipo de vehículos[34] da cuenta de un crecimiento superior al 50%, y una suba en la participación de mercado de casi un punto porcentual. Esto manifiesta el vuelco de recursos ociosos (en dólares, convertidos al cambio paralelo, u originariamente en pesos) hacia activos de reserva dolarizados.

4. Compra de bienes durables

Bajo la misma lógica de comportamiento mencionada en los puntos anteriores, entendemos es factible que el canal de riqueza se haya manifestado en la adquisición de bienes durables, siendo la compra de electrodomésticos tal vez su mejor ejemplo. Por los motivos metodológicos ya referidos en distintas oportunidades, resulta complejo identificar y diferenciar el citado efecto de otros posibles determinantes de la evolución de este mercado. Por esta razón, no se ha buscado cuantificar el presente canal, sino manifestarlo como hipótesis de trabajo para una verificación en el futuro.

Efecto riqueza y sesgo pro-consumo

De acuerdo al tipo de caracterización global del esquema de desdoblamiento, las consecuencias del efecto riqueza podrán verse reforzadas por otros incentivos. Hay dos elementos medulares del tipo de cambio dual que delinearán un sesgo favorable al consumo[35]:

i. El encarecimiento de la divisa extranjera como activo de ahorro (por la canalización de su demanda por la cotización financiera). Esto derivará en un reemplazo de *portfolio* de activos extranjeros por activos locales[36].
ii. Mercados financieros altamente reprimidos. Una vez impuestos los controles, la elevada liquidez resultante en pesos tenderá a coexistir con tasas de interés bajas, y en algunos casos, negativas en términos reales[37]. Esto será en sí mismo un resultado de la ruptura que generan en relación al arbitraje global de tasas.

[34] Para el análisis referido, se ha confeccionado una categoría denominada *Patentamientos de Alta Gama,* compuesta por las siguientes marcas: Mercedes Benz, Audi, BMW, Alfa Romeo, Volvo y Land Rover. Pese a no constituir las únicas cuyos vehículos son importados, entendemos representan con bastante precisión la evolución de un segmento automotriz que se comercializa en dólares, y comprende en su mayoría modelos considerados de lujo, por las prestaciones que ofrecen y el segmento de mercado en el que participan.

[35] Es necesario hacer dos aclaraciones en este punto. La expectativa de una brecha creciente –o de una unificación cambiaria en el valor más alto–, incrementará asimismo la demanda de dólares como activo de refugio y especulación. En términos de consumo esto tendrá dos resultados alternativos:
a. Si la compra de dólares billete se canaliza por el mercado informal, seguirá representando dinero disponible para el consumo, dado que sólo se producirá un *cambio de manos* en su tenencia, siendo su contraparte otro agente que esté realizando el valor de la cotización financiera de la divisa.
b. Si es canalizada por el mercado financiero, los pesos no ejercerán presión sobre el nivel de gasto agregado, siempre que se mantengan en el circuito de la inversión de activos financieros.

[36] Ver *Ineficiencia en la asignación de recursos*.

[37] En la arquitectura económica argentina de los últimos años las autoridades monetarias y fiscales han brindado señales por demás claras en relación a los incentivos dominantes en las decisiones de consumo y ahorro, potenciando las primeras y desalentando las segundas. Esencialmente, la política de tasas de interés reales negativas (tanto en pesos como en dólares) en un marco inflacionario, redundó en una mayor inclinación hacia el gasto. El sistema financiero potenció esta disposición desarrollando productos para canalizarla, minimizando además la oferta de líneas crediticias hipotecarias (activo de ahorro por excelencia, ausente también en las instituciones bancarias públicas). Así, el cepo cambiario no hizo más que reforzar dinámicas preexistentes en la economía, encareciendo el activo de reserva por excelencia que había primado hasta el momento (no necesariamente siempre con racionalidad económica) en las decisiones de cartera de la población.

Nuevamente, la percepción de apreciación cambiaria junto con la expectativa de una corrección ulterior sesgarán estos consumos hacia la adquisición de bienes transables.

Ahora bien, este sesgo pro-consumo no impactará de forma homogénea sobre el conjunto de la población, sino que dejará con menores alternativas de cobertura (y por ende, una inclinación más alta hacia el gasto) a aquellos sectores de menores recursos y menor sofisticación financiera (variables con alto grado de correlación). Por el contrario, los de ingresos elevados, y dentro de ese subgrupo, los de mayor disponibilidad de instrumentos de ahorro, activarán estrategias defensivas. En suma, redundará en una redistribución regresiva de la riqueza[38], que puede revelarse paradojal considerando que uno de los motivos alegados para la implantación de un esquema de desdoblamiento era evitar el empeoramiento distributivo.

Conclusiones

El efecto riqueza es uno de los límites teóricos al tipo de cambio dual, dado que ese mayor gasto privado implicará una caída en el resultado de la cuenta corriente a través del aumento de la absorción doméstica. En caso de convalidar el nuevo nivel de consumo (resignando la posibilidad de actuar sobre el gasto público o privado), el gobierno tendrá que apuntar a cubrir el deterioro en la cuenta corriente con reservas internacionales o créditos en divisas. La mayor demanda sobre bienes no transables derivará en un incremento de sus precios, que equivaldrá a una apreciación cambiaria por el cambio de precios relativos con los transables. En última instancia, esto retroalimentará el empeoramiento del frente externo.

Bajo este marco conceptual, podemos entrever que en la experiencia argentina reciente, con el acceso al crédito de divisas prácticamente vedado, las autoridades han optado por convalidar el incremento de la demanda privada por el efecto riqueza (sacrificando el superávit de la cuenta corriente), al costo de perder reservas. No obstante, con el paso de los meses se desplegaron iniciativas tributarias (impuesto a las compras con tarjeta o impuestos a los vehículos de alta gama) así como restricciones cuantitativas, apuntadas a limitar el ingreso de importados.

[38] Nótese que se diferencia riqueza de consumo, dado que los sectores populares tendrán acceso a un mayor consumo con el esquema actual pero se les dificultará ostensiblemente aumentar su riqueza.

CANAL 5: INEFICIENCIA EN LA ASIGNACIÓN DE RECURSOS

El esquema de tipos de cambios múltiples determinará dos fuentes de distorsión en la asignación de recursos alterando, primero, las decisiones de *portfolio*, y al mismo tiempo, las definiciones de ahorro e inversión por las interferencias en las señales de precios.

Leyendo al desdoblamiento como una herramienta adicional de control de capitales, se observa que éste sentará las bases para la represión financiera. Así se tenderá a generar un mercado cautivo para activos domésticos (entre ellos la moneda local), incrementando espuriamente su demanda[39] al costo de condicionar la eficiencia en la asignación de recursos[40]. Adicionalmente, las decisiones de *portfolio* que conducen a la adquisición de activos extranjeros en el mercado informal vedarán, en principio, la aplicación de los mismos en el circuito productivo. En tanto, aquellos que permanecen en el mercado formal pero por fuera del sector bancario se conservan en general en dólares billetes, cuya rentabilidad social de corto plazo es baja o nula.

En segundo lugar, las restricciones tenderán a incentivar prácticas corporativas e individuales elusivas y rentísticas, desviando energías de la innovación y la búsqueda de mejoras en productividad, limitando las posibilidades de expansión de largo plazo de la economía.

En diversas oportunidades históricas el desdoblamiento se señaló como un signo virtuoso, puesto que presumiblemente el *stock* de recursos atrapados se transformaría en un mayor nivel de inversiones de largo plazo, con el correlato asociado en términos de eficiencia social[41]. Una *gesta pesificadora* que pondría al servicio del crecimiento y el desarrollo los ingresos generados por empresas e individuos. Pese al atractivo del argumento, difícilmente se ha verificado en la Argentina una dinámica similar. Más aún, extendidos en el tiempo los controles han resultado muy poco efectivos para contrarrestar la fuga de capitales, poniendo en evidencia la sistemática búsqueda de refugio fuera de la moneda nacional en el marco de recurrentes situaciones de stress financiero y fiscal[42].

Gran parte de estos rasgos han estado presentes en la experiencia iniciada a fines de 2011. Para evaluar su impacto se presentan a continuación dinámicas recientes de cuatro mercados diferentes, afectados por el desdoblamiento: *a)* la relación de arbitraje de tasas y el crédito en divisas; *b)* los depósitos en dólares; *c)* la evolución del mercado inmobiliario; *d)* las decisiones de inversión de las compañías.

a) Relación de arbitraje de tasas y exposición en divisas

A partir de la imposición del cepo se ha verificado una caída fuerte de la exposición financiera de los agentes a pasivos en dólares, cuya manifestación y consecuencias se pueden observar en diversos comportamientos económicos.

Antes de avanzar es preciso introducir el elemento decisorio utilizado para definir dicha exposición, denominado tasa de paridad descubierta[43] (UIP), que muestra la relación entre dos términos:

$$I^{int} + S^{e} \; vs. \; I$$

En donde I^{int} es la tasa de interés de los créditos en dólares, S^{e} es la tasa de depreciación esperada del

[39] Kiguel, *Parallel Exchange Rates in Developing Countries.*

[40] *Parallel currency markets in developing countries: theory, evidence, and policy implications* (1992), Pierre-Richard Agénor.

[41] Siguiendo, a Kiguel (Parallel Exchange Rates in Developing Countries), puede afirmarse que, en reiteradas ocasiones históricas, dicho argumento ha sido en efecto esgrimido desde el arco político como una de las ventajas del desdoblamiento cambiario.

[42] Aquí emerge un problema de causalidad, en donde resulta complejo identificar si son los controles cambiarios *per se* la variable que deriva en la caída del nivel de inversión, o es la incertidumbre y la fragilidad macroeconómica el detonante tanto de la merma en la inversión como el origen de esos controles.

[43] El Banco Central impide el financiamiento en divisas por parte de firmas que no participen directa o indirectamente en el comercio exterior con el objetivo de evitar problemas con el descalce de monedas en los balances.

dólar (en el caso actual de la Argentina se toma para referencia la cotización del dólar oficial) e I es la tasa de interés de los créditos en pesos.

Dada la dificultad para saber con precisión la expectativa que poseen los agentes respecto de la evolución de la divisa norteamericana, para aproximarla se han utilizado dos parámetros: la tasa mensual de depreciación anualizada y el desvío estándar del rendimiento mensual (en pesos) del dólar. El *Gráfico 21* muestra su evolución desde 2005.

[44] La única excepción se observa sólo a partir del tercer trimestre de 2008 hasta el tercer trimestre de 2009 en donde por efecto de la crisis financiera internacional el gobierno devaluó fuertemente el peso. Este período posee dos particularidades: el desvío estándar de la depreciación mensual anualizada del peso aumentó fuertemente dándole un poco menos de previsibilidad al valor del dólar futuro; y el Banco Central había decidido utilizar el mercado de futuros del dólar para contener las expectativas de depreciación de la moneda y sostener la demanda de pesos.

[45] El área sombreada en los distintos gráficos que se muestran a continuación responde a períodos en donde la UIP ha sido negativa por más de dos meses consecutivos.

A lo largo de la década pasada, y hasta mayo de 2012, la relación de tasas ha sido prácticamente siempre positiva en pesos, resultando conveniente endeudarse en dólares[44].

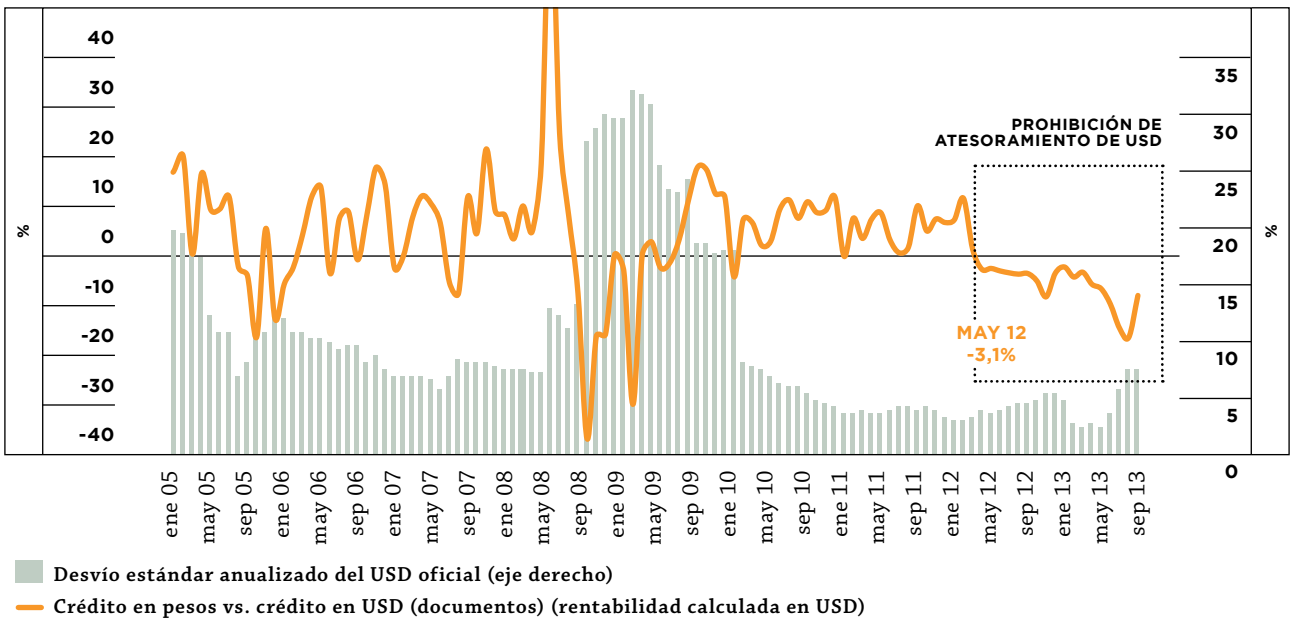
A partir de mayo de 2012 la relación no sólo se invirtió y pasó a ser favorable para el endeudamiento en pesos, sino que el marco de inflación elevada y financiamiento monetario del déficit pasó a consolidar una expectativa en donde la tasa de depreciación del dólar tiene un sólo signo (sin riesgo de apreciación), a la vez que el encarecimiento real del peso implica que la tasa de depreciación debe seguir, al menos, la evolución de la inflación.

Bajo estos incentivos, los agentes privados reaccionaron modificando su comportamiento, de forma tal de buscar incrementar su posición neta de exposición al dólar, incrementando sus activos o bien reduciendo sus pasivos en esa moneda. En virtud de que la compra de divisas al tipo de cambio oficial con fines especulativos se encuentra vedada, es bajo el formato de la segunda alternativa donde se verificaron cambios sustantivos. Si bien la lista de efectos es extensa, se analizan cuatro situaciones que permiten apreciar el fenómeno[45].

GRÁFICO 21

Desvío estandar anualizado del dólar y la UIP

La UIP es calculada tomando la variación mensual anualizada del dólar oficial, la tasa de documentos en USD y en pesos



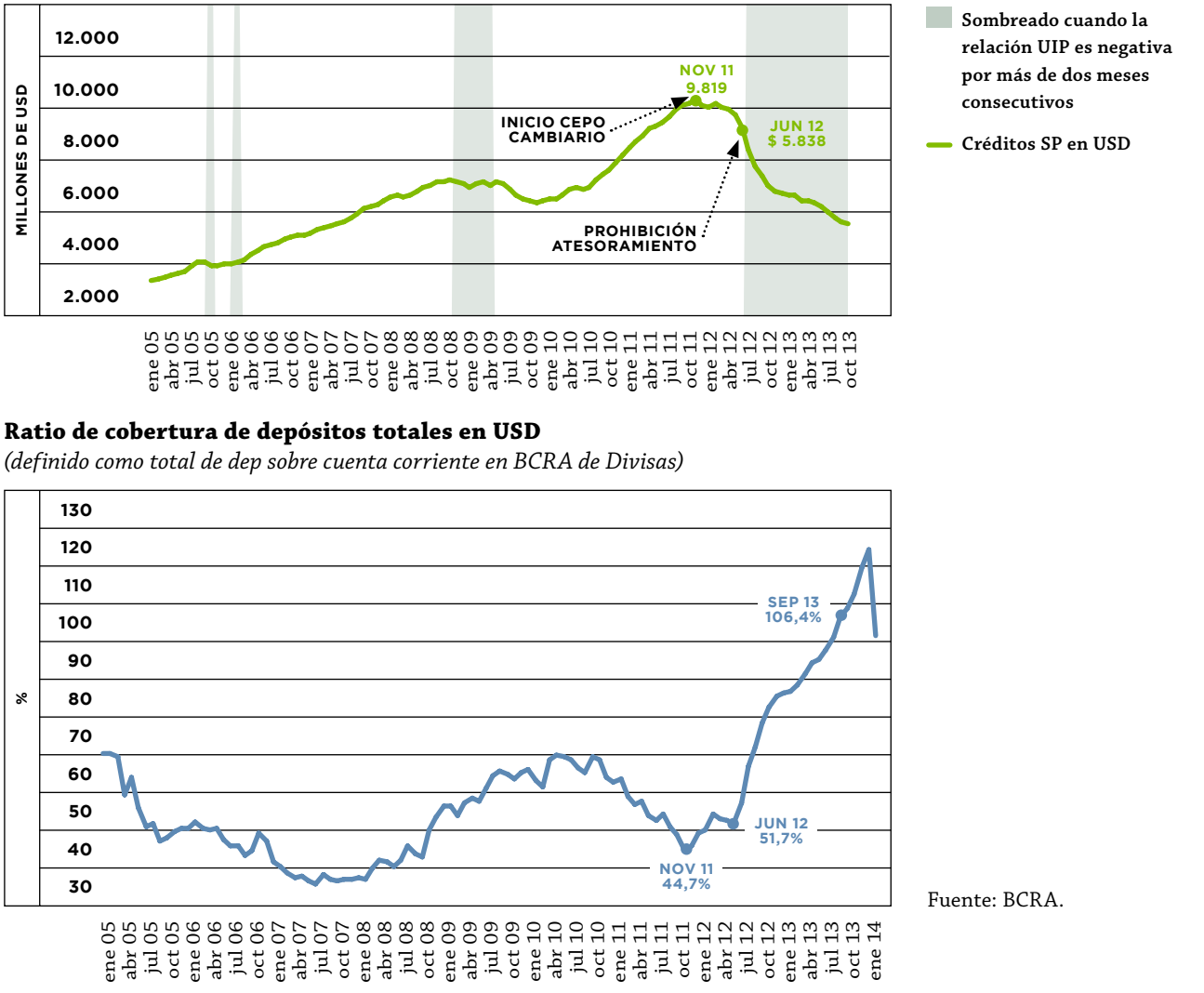
1. Créditos en dólares con bancos locales

Los datos soportan la hipótesis de que los agentes ante las tasas de interés negativas en pesos (medido en dólares oficiales) han decidido reducir su exposición a los créditos en moneda extranjera por parte de bancos locales. Si bien es cierto que la primera caída que se observa en noviembre de 2011 responde al fuerte retiro de depósitos por parte del público –hecho que obligó a los bancos a contraer el crédito– también es verdad que el ratio entre cuenta corriente en divisas en el BCRA respecto al *stock* total de depósitos en dólares del sector privado ha ido creciendo ampliamente hasta alcanzar el ridículo valor de 106% en septiembre de 2013[46]. Además, esto explica por qué la tasa pasiva de plazos fijos en dólares ha tendido a cero. En definitiva, las evidencias apuntan a afirmar que el nivel reducido de crédito en dólares por parte de los bancos sería producto de la falta de demanda de esas líneas de crédito antes que la escasez en las mismas.

[46] Es decir que por cada dólar que depositaba el sector privado los bancos tenían 1,06 dólares para respaldarlos en el BCRA.

GRÁFICO 22

Evolución de los créditos en USD versus la UIP para tasas activas



Ratio de cobertura de depósitos totales en USD

(definido como total de dep sobre cuenta corriente en BCRA de Divisas)

Fuente: BCRA.

2. Préstamos financieros netos

Este rubro incluye a casi todos los créditos en dólares que se pacten a través del sistema financiero en el país, es decir que también incluye a las prefinanciaciones de exportaciones, a los créditos para importaciones y a los créditos internos que otorga la banca privada en divisas en general.

Nuevamente, se observa un patrón parecido al del punto anterior, aunque en este caso la reacción por parte de los mismos es prácticamente inmediata respecto a la aparición del cepo cambiario. Las razones que podrían explicar esta anticipación son varias, pero probablemente respondan a dos hechos: *1)* firmas multinacionales que poseían préstamos *inter-company* decidieron no renovar créditos para poder extraer dólares del país dada la prohibición de facto del giro de utilidades; *2)* los temores de pesificación hicieron incrementar fuertemente el costo de las líneas de crédito.

3. Relación entre el saldo comercial según el método del balance de pagos respecto al balance cambiario[47]

Observando la relación entre ambos conceptos a lo largo del tiempo debería ser posible distinguir cuál es el nivel de financiamiento (de capital de trabajo) con el que opera el sector. Un incremento (caída) en los ingresos de divisas por parte del balance cambiario sin modificación en el balance de pagos implica un aumento (caída) en el nivel de financiamiento.

El *Gráfico 23* insinúa dos hitos claros que modificaron el sendero de la variable de referencia: *a)* la crisis financiera internacional; y *b)* instauración del cepo cambiario. El primero, disparado por la quiebra de Lehman Bros., golpeó al financiamiento para comercio exterior debido a la fuerte alza de los tipos de interés y, sobre todo, al *credit crunch* que propició. Mientras que el segundo ha sido probablemente debido a una combinación entre alza del riesgo país, temores a la pesificación y a partir del segundo trimestre de 2012, a la prohibición explícita de atesoramiento de divisas.

Con el fin de entender en detalle estas dinámicas, se abordarán las particularidades de cada caso analizados desde el punto de vista de las importaciones y de las exportaciones.

a. Relación entre el pago de las importaciones y su devengamiento. El gráfico es claro en señalar la existencia de un efecto en cuanto a la aceleración en el pago de las importaciones más allá de su incremento en el balance de pagos. La caída en el financiamiento de las importaciones ha sido, entre octubre de 2011 y septiembre de 2013 (con acumulados 12 meses), de 9,5%. Esto equivale a poco más de un mes de importaciones o USD 7.000 millones.

b. Relación entre los créditos para anticipos de exportaciones y las exportaciones de balance de pagos. Aplicado al cobro de anticipos de exportaciones, se observa un patrón similar al punto anterior, aunque la caída en el ratio se comienza a registrar recién a partir de 2013. La caída equivale a 8,7 p.p. de las exportaciones, es decir prácticamente un mes entero de éstas.

4. Relación entre el pago de intereses según el método del balance de pagos respecto al balance cambiario

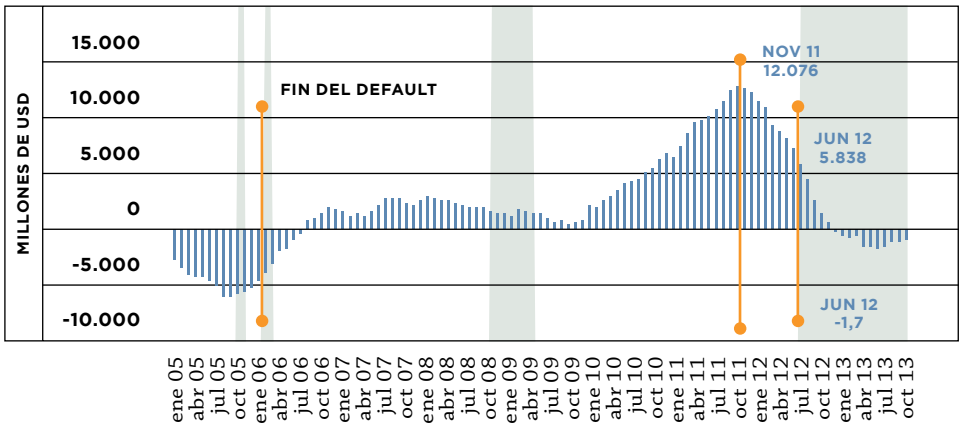
El cepo cambiario ha incrementado el ratio entre el pago efectivo de intereses al exterior y su devengamiento. Esto ha ocurrido a partir de su instauración y responde a: *a)* la virtual prohibición de girar utilidades al exterior (véase paradoja de la IED), hecho que ha generado que parte de esos dólares se canalicen a través del incremento en el pago de obligaciones con las casas matrices; y *b)* la relación UIP desfavorable, en especial a partir del tercer trimestre de 2012.

[47] Como ya se definió antes en el trabajo, el método del balance de pagos implica que una importación o exportación es registrada cuando la mercadería entra o sale del territorio argentino, mientras que en el balance cambiario sólo se registra el pago efectivo de la misma.

GRÁFICO 23

Evolución de los préstamos financieros netos en USD versus la UIP para tasas activas

acumulado 12 meses



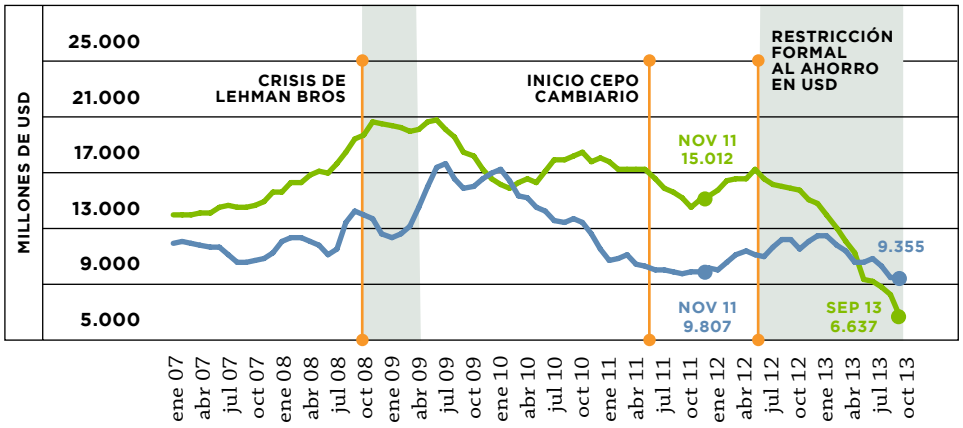
Sombreado cuando la relación UIP es negativa por más de dos meses consecutivos

Préstamos finacieros netos

GRÁFICO 24

Relación entre el saldo comercial del balance cambiario y el de pagos

acumulado 12 meses - millones de USD



Sombreado cuando la relación UIP es negativa por más de dos meses consecutivos

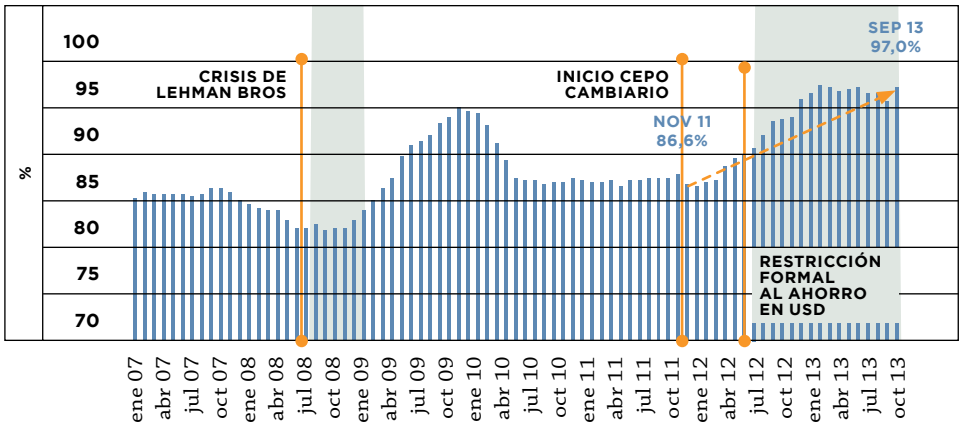
Balance cambiario

Balance de pagos

GRÁFICO 25

Relación entre el pago de importaciones y las importaciones del balance de pagos

acumulado 12 meses



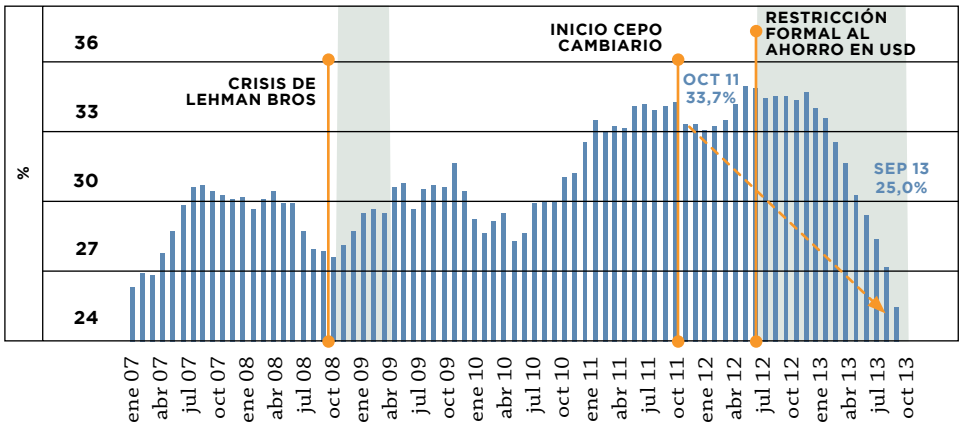
Sombreado cuando la relación UIP es negativa por más de dos meses consecutivos

Pagos de importaciones respecto al total de importaciones CIF de balance de pagos

GRÁFICO 26

Relación entre el cobro de anticipos de exportaciones y las exportaciones del balance de pagos

acumulado 12 meses



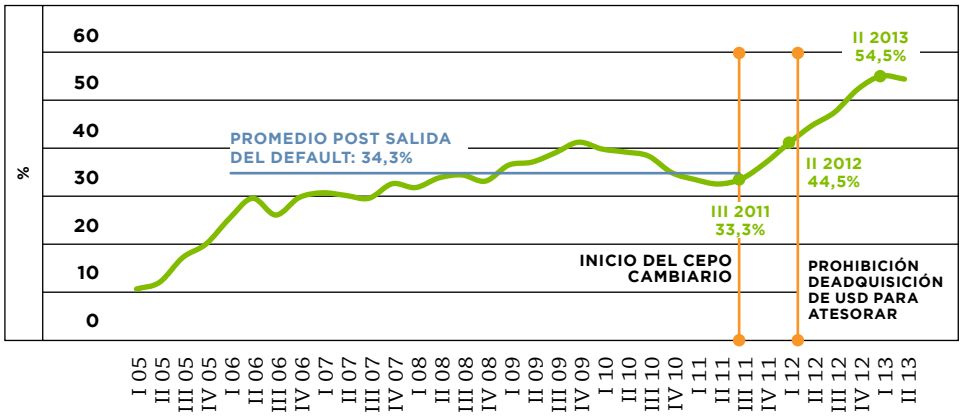
Sombreado cuando la relación UIP es negativa por más de dos meses consecutivos

Ratio anticipos / expo

GRÁFICO 27

Relación entre el pago de intereses del balance cambiario respecto a su devengamiento en el balance de pagos (en %)

acumulado 4 trimestres



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y BCRA.

b) Depósitos en dólares

A partir de la instauración del cepo cambiario una porción significativa de dólares depositados en el sistema bancario fue retirada y trasladada a otras modalidades de atesoramiento o directamente al mercado negro. En materia de decisiones de *portfolio*, es particularmente interesante observar aquí el comportamiento que han tenido distintos agentes de acuerdo a su caracterización económico-legal. Para ello resulta relevante diferenciar dos tipologías: *a)* aquellos que operan completamente en blanco (v.gr. grandes firmas); y *b)* quienes pueden realizar operaciones en el mercado informal (v.gr. PYMES o personas físicas).

Estas últimas firmas (o particulares) pueden operar sus divisas al tipo de cambio informal[48], teniendo la *ventaja* competitiva de poder realizar su valor financiero. A priori, esto lleva a presuponer una alteración más ágil en sus decisiones de *portfolio*, relocalizando recursos a un ritmo mayor que el de las grandes compañías.

Si bien no existen datos directos de este fenómeno, es posible comprobar (no rechazar) la hipótesis observando el comportamiento de la proporción de depósitos privados a plazo en divisas mayores a 1 millón de dólares (*proxy* de mayoristas), en los bancos. Se esperaría encontrar que la proporción de los mayoristas se ha incrementado a partir de la instauración del cepo cambiario.

El *Gráfico 28* es claro en mostrar un cambio brusco en la serie a partir de las medidas de inicio del cepo y de prohibición de compra de divisas para atesorar. No sólo eso, sino que se incrementa en el tiempo demostrando que las grandes firmas se encuentran *atrapadas* por lo que recurren a renovar depósitos a plazo, aún cuando la tasa de interés se aproxime a cero, mientras que los otros agentes hacen valer su flexibilidad de operar en mercados alternativos al bancario.

Probablemente una parte relevante de estas divisas hayan sido traspasadas a cajas de seguridad (instrumentos que tampoco suelen utilizar las firmas grandes por razones operativas) y no al mercado informal, hecho que no pareciera racional (por sus mayores costos), salvo considerando que el esquema de incentivos se encontrara sesgado por otros elementos. En este caso, entendemos ha sido relevante como factor explicativo el temor a una pesificación forzosa de depósitos (recordemos que el antecedente de 2001 es aún muy reciente). Sin embargo, pese a cierta evidencia que podría asignarle relevancia a ese punto, existe un problema importante de multi-causalidad que no puede ser soslayado en el análisis, dado que es probable que el surgimiento de la brecha haya confirmado (o reafirmado) los temores de los ahorristas.

c) Refugio inmobiliario

Las restricciones cambiarias ejercen un condicionamiento sobre las decisiones de inversión en moneda local, por lo que al momento de dar una aplicación a sus recursos los individuos encontrarán alternativas con rendimientos distorsionados por el riesgo del cepo cambiario. Esto sesgará el destino de fondos a inversiones por debajo de la frontera de optimalidad y eficiencia.

En los últimos años la inversión inmobiliaria jugó un rol central en ese sentido, hecho que se verifica en la coexistencia de caída de retornos de activos, con fortalecimiento de la demanda de nuevas construcciones[49]. La merma en el retorno de las inversiones puede aproximarse mediante la observación de la evolución temporal de la Q de Tobin[50] en el *Gráfico 29*.

[48] Sujeto al análisis racional de beneficio versus penalidades posibles explicado en el canal de informalidad.

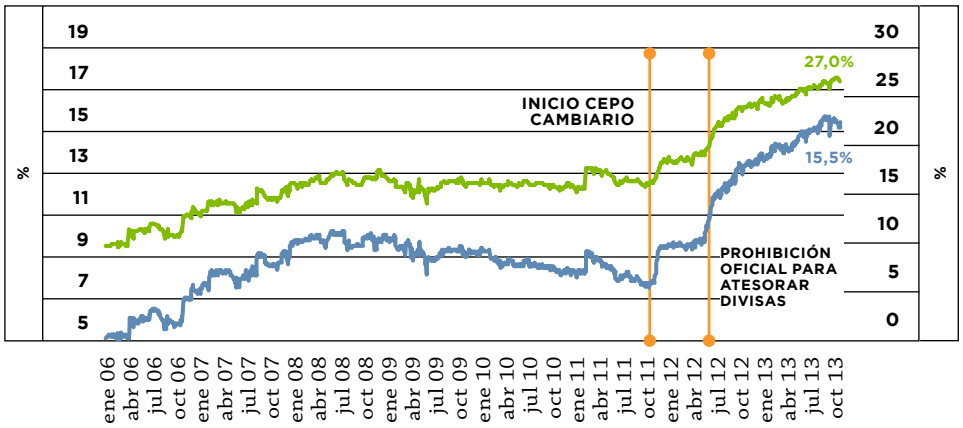
[49] Es importante hacer aquí una referencia a las limitaciones propias del sector financiero del país. Aunque excede ampliamente los alcances del presente trabajo, se debe identificar que el sesgo hacia la inversión inmobiliaria no es un rasgo excluyente del período actual. Por el contrario, la Argentina se ha caracterizado históricamente por una escaso desarrollo y profundidad financiera, y por la poca tradición de las compañías de obtener recursos del mercado minorista local.

[50] Ratio entre el costo de adquisición de un activo y el costo de construcción del mismo. La noción que busca reflejar es si conviene adquirir un activo ya construido o construirlo.

GRÁFICO 28

Evolución de plazos fijos en moneda extranjera mayores a 1 millón de USD

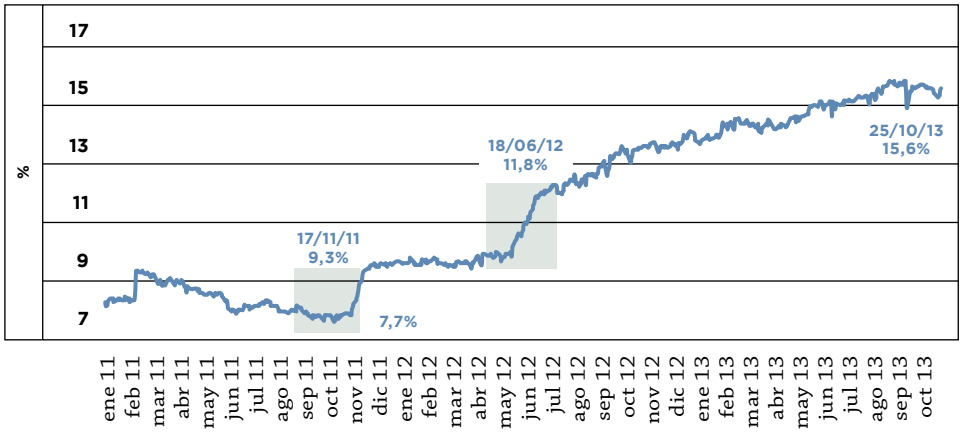
como % del total de plazo fijos y del total de depósitos



Fuente: BCRA.

Evolución de plazos fijos en moneda extranjera mayores a 1 millón de USD

como % del total de plazo fijos y del total de depositos

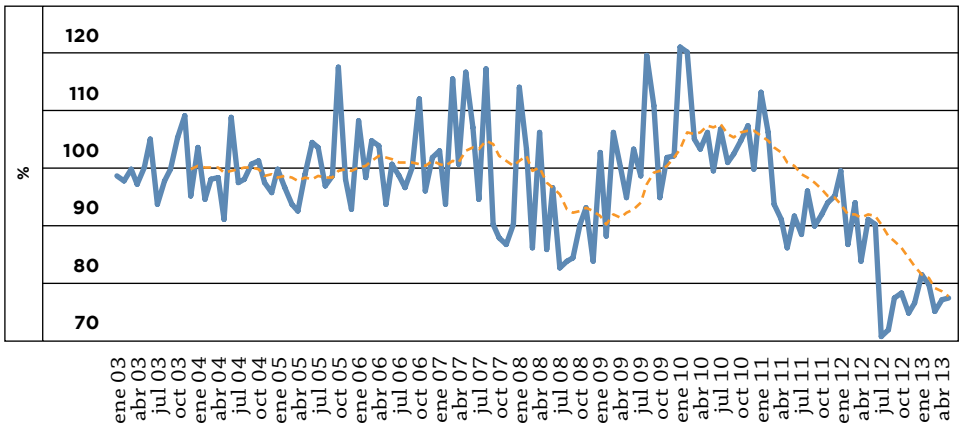


Fuente: BCRA.

GRÁFICO 29

Q de tobin (relación entre el costo de construir y el costo de comprar una propiedad)

índice base 2003=100



Fuente: Elaboración propia en base a Colegio de escribanos, BCRA y CAC

En este marco, a partir de la implementación del cepo cambiario se comenzó a verificar una doble distorsión dentro del mercado. Al tiempo que la construcción de propiedades nuevas mantuvo un nivel elevado, y recuperó el crecimiento luego de una merma inicial (alcanzando a mediados de 2013 los máximos históricos de 2011[51]), se observó una fuerte caída en las transacciones de edificaciones existentes.

Ambos comportamientos no fueron sino el reflejo de una misma percepción generalizada, que considera al bien inmueble como un activo dolarizado. Así mientras las nuevas construcciones respondían a la búsqueda de resguardo para los ahorros[52] (no como mejor alternativa de inversión, sino como única vía posible), la caída de ventas se fundamentó tanto en la imposibilidad de realizar el valor esperado de aquellas, signado por el sesgo de anclaje[53] (en dólares billete), como en la prohibición de acceso a la divisa norteamericana que inhibió llanamente la concreción de transacciones. Recordemos que estas últimas utilizaban tradicionalmente al dólar como medio de pago, careciendo ahora de una herramienta alternativa para efectuarse.

En este último punto es en verdad posible identificar una actitud de espera tanto de la oferta, como de la demanda: mientras los actuales propietarios no mostraron disposición a rebajar los precios en dólares de las viviendas, los compradores vieron disminuido violentamente el poder de compra de sus pesos con el salto en la cotización del dólar paralelo.

d) Decisiones de inversión de las compañías

En materia de inversión, el desdoblamiento de 2011 condicionó las decisiones de empresas, con resultados diversos según el origen de los recursos (propios generados en el mercado local, o con fuente en el extranjero).

Para entender este punto se debe aclarar que con el cepo cambiario el gobierno impuso una veda casi total al giro de utilidades[54]. En consecuencia, de un nivel cercano a 4.500 millones de dólares remitidos a las casas matrices en 2011, un año después se giraron poco más de 200. En el mismo sentido, el ratio entre los saldos de utilidades y dividendos del Balance Cambiario y el de Pagos (el primero representativo de la liquidación efectiva y el segundo de carácter devengado) se desplomó desde un promedio de 48% para los 7 trimestres previos al cepo, a uno de 21% para los 7 posteriores, equivaliendo la diferencia a las utilidades forzadamente reinvertidas. Esto dinamizó la Inversión Extranjera Directa (IED) de la Balanza de Pagos, pero nuevamente, al cotejar dichas estadísticas con sus recíprocas del Balance Cambiario, se observa que no han existido desembolsos netos nuevos.

Las empresas se enfrentaron así con la obligación de darle una utilización a sus recursos en el entorno local, ya fuera estrictamente sobre sus cadenas productivas o en activos que funcionaran a su vez como reserva de valor. En ese contexto el cepo puede haber potenciado

[51] Para junio de 2013 el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (que releva la evolución de distintas variables vinculadas con dicha actividad), se ubicó sólo un punto porcentual por debajo del máximo histórico de la serie alcanzado en 2011.

[52] Resultan ilustrativos los resultados de una encuesta de opinión del Grupo Construya, en la cual para octubre de 2012 se mostraba que casi el 80% de los encuestados consideraba a la construcción como el mejor método de ahorro. La misma consulta en una edición previa a la restricción total de venta de dólares había arrojado una prevalencia del 60%, mientras que alrededor del 20% se inclinaba por la compra de divisa extranjera.

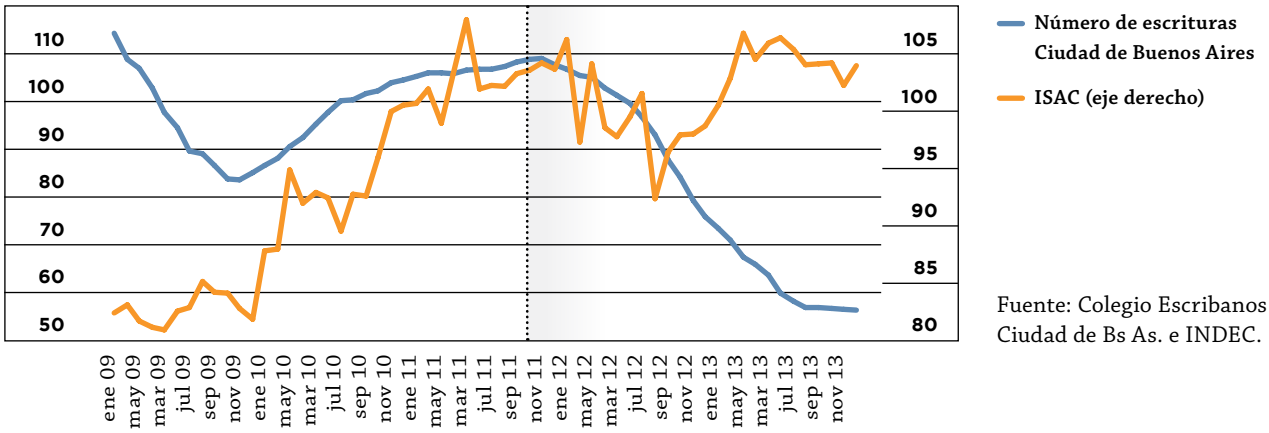
[53] Esta realidad se encuentra enmarcada dentro del sesgo de anclaje de las expectativas. En este sentido, las familias poseedoras de viviendas encuentran al valor de las mismas ancladas al precio elevado anterior a las restricciones del cepo, por lo que realizar una venta por debajo de ese valor implicaría una pérdida para las mismas.

[54] Como en otras regulaciones que se fueron implementando a partir de ese momento para contener el drenaje de divisas, esto se hizo con una iniciativa de facto nunca plasmada en las normativas del Banco Central.

GRÁFICO 30

Actividad Inmobiliaria - Nuevas construcciones vs. Total de Escrituras

Índices Oct-11 = 100

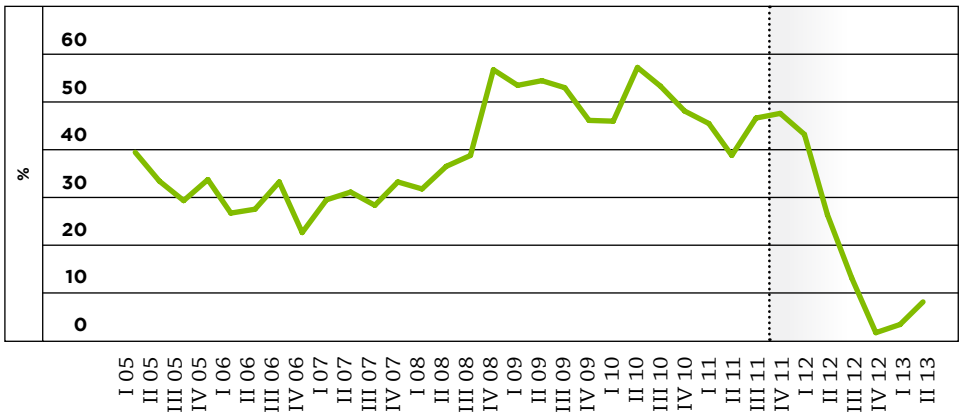


Fuente: Colegio Escribanos Ciudad de Bs As. e INDEC.

GRÁFICO 31

Ratio utilidades y dividendos: bce. cambiario / bce. pagos

Acumulado 4 trimestres



Elaboración propia en base a BCRA e INDEC.

espuriamente el nivel de inversiones de corto plazo, escindiendo la lógica de aquellas de la rentabilidad esperada, y por sobre todo, del riesgo macroeconómico dominante. A modo de ejemplo, diversos analistas de la actividad inmobiliaria[55] han señalado que desde su imposición se ha venido verificando un incremento en la demanda de oficinas corporativas.

La contracara de esta situación fue precisamente la fuerte reducción de nuevos desembolsos del extranjero. Exceptuando las consecuencias que el cierre al giro de dividendos puede haber tenido en este plano, lo que aquí interesa notar es que la convivencia de dos cotizaciones alternativas del tipo de cambio convirtió en poco atractivo el ingreso de los recursos del extranjero a su valor más bajo (obligación legal, al no disponer de otra cotización para inversiones). Así, la percepción del tipo de cambio paralelo como mayormente representativo del de equilibrio, ha llevado a las compañías a postergar inversiones, a la espera de un salto en el tipo de cambio comercial que lo acerque al financiero, o en todo caso, un cambio regulatorio que potencie el atractivo del ingreso.

Pese a las obvias dificultades metodológicas que la cuantificación de este fenómeno trae aparejado (por tratarse nada menos que de desembolsos no efectuados) su relevancia se hace más clara al observar las diversas iniciativas que las autoridades económicas han desplegado para facilitar la entrada de divisas a un tipo de cambio más alto que el oficial, sin modificar el orden regulatorio vigente[56].

Como última aclaración, vale mencionar que de no estar vigente el esquema de desdoblamiento, un marco de apreciación cambiaria no hace sino incentivar la remisión de utilidades, por lo que, en el corto plazo, una flexibilización de las restricciones sería contraproducente para el sostenimiento de las reservas, evidenciando un nuevo *trade-off* entre el atractivo inversor y el saldo de la posición externa de la economía.

CANAL 6: RESULTADO CAMBIARIO SECTORIAL

El desdoblamiento cambiario puede interpretarse también como un esquema implícito de impuestos y subsidios sobre las actividades involucradas en el intercambio exterior[57]. En ese sentido se busca cuantificar, al menos aproximadamente, estas distorsiones, dado que al extenderse las restricciones se originará un resultado cambiario implícito para cada sector, incluyendo el Estado. Este resultado puede expresarse de la siguiente forma:

$$\textit{Resultado Cambiario (RC)} = e_m M - e_x X. \quad (1)$$

El resultado cambiario (RC) equivaldrá al producto entre el precio promedio al que se vendan las divisas para importaciones (e_m), y el valor de las mismas (M), menos el producto entre el precio promedio de compra de divisas de las exportaciones (e_x) y el valor total de aquellas (X). Naturalmente, el resultado fiscal cambiario será la contraparte de la sumatoria de los RC sectoriales. En la configuración actual de la Argentina ambas tasas cambiarias coinciden (dada la existencia de una sola oficial), y en consecuencia, los RC de cada sector coincidirán con sus saldos comerciales, que se muestran en el *Cuadro 4*.

El *Cuadro 5* se realizó tomando como base la evolución del saldo cambiario de cada sector o rubro por separado de forma tal de poder entender qué sectores son los subsidiados y cuáles los perjudicados. En virtud de que el esquema cambiario posee un tipo de cambio

[55] Ver por ejemplo el Reporte de Oficinas de la firma Cushman & Wakefield, del tercer trimestre de 2013.

[56] En ese sentido sobresalen las diversas aplicaciones que buscó dársele al instrumento BAADE (diferentes al blanqueo de capitales para el que fue originalmente concebido), como medio para el ingreso de inversiones a un tipo de cambio más atractivo.

[57] Según Dornbusch (1986): *"Foreign exchange for the purchase of some favored import goods can be bought at a favorable rate, and the export proceeds of some categories of goods can be sold at high rates. Other import transactions might be implicitly taxed by a high price of foreign exchange, and likewise some export categories might be taxed by particularly unfavorable rates at which foreign exchange resulting from these transactions must be surrendered. A multiple rate structure thus embeds an implicit tax-subsidy structure"*.

CUADRO 4

Resultado cambiario sectorial

En millones de dólares	2011	2012	2013*
Cuenta Corriente Cambiaria	**4.401**	**3.866**	**-9.476**
Saldo de mercancías	15.041	14.673	6.595
Oleaginosas y cereales	31.346	29.981	27.044
Industria Automotriz	-6.675	-6.876	-7.264
Alimentos, Bebidas y Tabaco	6.959	6.584	6.462
Industria Química, Caucho y Plástico	-4.111	-4.066	-4.723
Petróleo	-154	-1.277	-2.976
Minería***	3.808	4.871	4.767
Agric, ganadería y otras act. Primarias***	2.461	2.414	2.384
Metales Comunes y Elaboración	-763	-248	-383
Otros sectores **	-17.829	-16.711	-18.714
Saldo de servicios	-1.115	-3.825	-7.938
Turismo	334	-2.985	-5.675
Rentas	-10.397	-7.594	-8.519
Utilidades	-4.428	-223	-1.062
Cuenta de capital y financiera cambiaria	**-10.510**	**-7.171**	**48**
Inversión directa de no residentes	3.502	3.744	2.982
Inversión de portafolio de no residentes	-122	-112	-41
Préstamos financieros y líneas de crédito	4.520	-3.096	-3.667
Préstamos de otros Org. Int. y otros bilaterales	6.129	-1.757	-2.229
Formación de act. ext. del sec. Priv, no financiero	-21.504	-3.404	519
Var. de Res. Int. por transacciones	**-6.109**	**-3.305**	**-9.428**
Brecha promedio entre tipo de cambio oficial y financiero	5%	26%	54%

Anexo: Sector público no financiero y BCRA			
Cuenta de capital y financiera	7.600	-2.893	-1.771
Pago de intereses netos	-4.879	-5.840	-6.013
Total	**2.721**	**-8.733**	**-7.784**
Anexo: Sector privado (estimado como residuo del sector público no financiero y BCRA) ****			
Total	**-8.830**	**5.428**	**-1.644**

** Acumulado 4 trimestres (IV 2002 hasta III 2013).*

*** Incluye principalmente manufacturas de origen industrial.*

**** Sólo se han incluido los cobros de exportaciones al ser prácticamente negligente los pagos de importaciones.*

***** Se estima como la diferencia entre la variación de reservas por transacciones y el movimiento del sector público no financiero y BCRA.*

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

único oficial para la compra-venta de divisas el signo del saldo determinará si se trata de un subsidio (déficit cambiario) o impuesto (superávit cambiario), así como la magnitud equivaldrá a su alícuota.

Nótese que el subsidio (déficit cambiario) de la cuenta corriente, de capital y financiera es la contraparte de la variación (caída) de las reservas internacionales por transacciones (se excluyen los movimientos producidos por fluctuaciones en las valuaciones de las mismas), ergo el signo de esta última debe entenderse en forma inversa en tanto con su merma en las mismas el BCRA subsidia las divisas del resto de los sectores.

No obstante, dentro del balance cambiario se incluyen también los movimientos del sector público no financiero por lo que para lograr mayor claridad hemos dispuesto un anexo en donde separamos su participación en el balance cambiario, y por residuo obtenemos la participación del sector privado (que incluye empresas del Estado).

Dada la existencia de una sola tasa comercial (e_{of}) y una informal o financiera (e_f), el RC dependerá primordialmente del resultado comercial sectorial pudiéndose estimar como la valuación de aquel al tipo de cambio financiero menos su valuación al cambio oficial[58]:

$$\textit{Resultado Cambiario} = e_f\,(X - M) - e_{of}\,(X - M) \quad (2)$$

En el caso particular del Estado, se verifica que de observarse un superávit comercial (X > M), el mismo devendrá en un beneficio económico implícito fruto del acceso a un saldo neto de divisas a un valor menor que el del mercado paralelo[59]. No sólo son importantes los flujos de bienes, sino también el flujo de servicios, de rentas y la cuenta de capital, para entender en forma cabal el impacto sobre el financiamiento del Estado y su reparto entre los distintos sectores.

A continuación se muestra una serie de cuadros sobre la evolución de la asignación implícita de los efectos (subsidios, impuestos o rentas) del cepo cambiario. Luego, el mismo cuadro pero respecto a variables relevantes de la economía de forma tal de dimensionar su peso en forma relativa. El método para transformar esos flujos de divisas a subsidios (o impuestos) en pesos es utilizando la ecuación (2).

El *Cuadro 5* muestra la participación de estos flujos respecto del gasto total consolidado del Estado. La idea es mostrar el impacto que posee este flujo teórico de subsidios (o impuestos) respecto de la financiación del Estado, en otras palabras queremos observar cómo cambiaría la ecuación del sector público si se eliminara el cepo cambiario (y por ende la brecha cambiaria). A continuación destacaremos los puntos principales que arroja y su interpretación:

- Saldo de mercancías: El signo positivo implica que paga un impuesto implícito equivalente al 2% del gasto público, en el acumulado de 2013. Si se liberará el cepo cambiario, y el tipo de cambio convergiera al valor informal, el Estado debería entregar un 2% más de su gasto (en pesos corrientes) a este sector para adquirir la misma cantidad de divisas.

- Turismo: El sector público se encuentra implícitamente subsidiando el gasto en turismo. En términos del total de gasto consolidado la cifra asciende a 1,7%, mientras que respecto al PIB corriente la misma se ubica en 0,7% del PIB, en 2013.

- Sector público no financiero y BCRA: El signo negativo implica que en caso de tener que utilizar la misma cantidad de divisas este sector debiera incrementar sus erogaciones corrientes en 2,4% (en términos de PIB corriente equivale a 1% de incremento del déficit fiscal y cuasifiscal) según datos de 2013. En virtud

[58] Nótese que consideramos al tipo de cambio informal como el financiero. Además, hacemos el fuerte supuesto de que en ausencia de controles el tipo de cambio *libre* sería cercano al informal.

[59] Para ello se toma como supuesto que este último valor sería la referencia cambiaria en un escenario de unificación del mercado. Aunque resulta una hipótesis fuerte, por tratarse de una condición de máxima no pierde poder explicativo ni generalidad.

de que este subsidio se financia con el *stock* de las Reservas Internacionales del BCRA la posición neta del sector público agregado es la sumatoria de ambos conceptos (o la cuenta del sector privado agregado).

> Sector privado agregado: El signo negativo en este caso implica que recibe subsidios por el equivalente al 0,5% del gasto público de 2013 (o 0,2% del PIB corriente). Este es el sector relevante a observar en tanto este sería la contraparte del resultado fiscal cambiario. Entonces, podríamos decir que en términos netos el Estado se encuentra subsidiando al sector privado mediante la entrega de divisas a un precio (oficial) menor al que estaría vigente sin cepo (dólar informal).

> Variación de Reservas Internacionales del BCRA por transacciones: En este caso el signo negativo implica que en 2013 se encuentra subsidiando tanto al sector privado como al sector público. En términos netos implica que el sector público se encuentra financiando con caída de *stock* de capital un subsidio corriente a sí mismo y al sector privado.

A continuación haremos un desglose de la cuenta de mercancías[60] para observar cómo se comporta el esquema de subsidios a su interior. Nótese que en

[60] Los datos incluyen sólo el efecto del esquema cambiario y no derechos de comercio exterior u otros.

CUADRO 5

Impuestos y subsidios implícitos

(expresado como % del gasto público consolidado)

En millones de dólares	2011	2012	2013*
Cuenta Corriente Cambiaria	**0,1%**	**0,5%**	**-2,9%**
Saldo de mercancías	0,5%	2,0%	2,0%
Saldo de servicios	0,0%	-0,5%	-2,5%
Turismo	0,0%	-0,4%	-1,8%
Rentas	-0,3%	-1,0%	-2,6%
Cuenta de capital y financiera cambiaria	**-0,3%**	**-1,0%**	**0,0%**
Inversión directa de no residentes	0,1%	0,5%	0,9%
Inversión de portafolio de no residentes	0,0%	0,0%	0,0%
Préstamos financieros y líneas de crédito	0,1%	-0,4%	-1,1%
Préstamos de otros Org. Int. y otros bilaterales	0,2%	-0,2%	-0,7%
Formación de act. ext. del sec. Priv, no financiero	-0,7%	-0,5%	0,2%
Var. de Res. Int. por transacciones	-0,2%	-0,5%	-2,9%

Anexo: Sector público no financiero y BCRA			
Cuenta de capital y financiera	0,2%	-0,4%	-0,6%
Pago de intereses netos	-0,1%	-0,8%	-1,9%
Total	**0,1%**	**-1,2%**	**-2,4%**
Anexo: Sector privado (estimado como residuo del sector público no financiero y BCRA) **			
Total	**-0,3%**	**0,7%**	**-0,5%**

** Acumulado 4 trimestres (IV 2002 hasta III 2013).*

*** Se estima como la diferencia entre la variación de reservas por transacciones y el movimiento del sector público no financiero y BCRA.*

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

CUADRO 6

Zoom Saldo de mercancías - Impuestos y subsidios implícitos

en % de PIB del sector transable (1)

	2011	2012	2013*
Saldo de mercancías	0,6%	2,8%	3,0%
Oleaginosas y cereales	1,2%	5,6%	12,3%
Industria Automotriz	-0,3%	-1,3%	-3,3%
Alimentos, Bebidas y Tabaco	0,3%	1,2%	2,9%
Industria Química, Caucho y Plástico	-0,2%	-0,8%	-2,1%
Petróleo	0,0%	-0,2%	-1,3%
Minería***	0,1%	0,9%	2,2%
Agric, ganadería y otras act. Primarias***	0,1%	0,5%	1,1%
Metales Comunes y Elaboración	0,0%	0,0%	-0,2%
Otros sectores **	-0,7%	-3,1%	-8,5%

(1) Incluye Manufacturas, Explotación de Minas y Canteras, Pesca y Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura

** Acumulado 4 trimestres (IV 2002 hasta III 2013).*

*** Incluye principalmente manufacturas de origen industrial.*

**** Sólo se han incluido los cobros de exportaciones al ser prácticamente negligente los pagos de importaciones.*

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

el siguiente cuadro los datos se expresan como porcentaje del valor agregado del sector transable de la economía a precios corrientes con el objetivo de darle más significado a la cifra absoluta.

El sector transable *paga* un impuesto en el sistema cambiario equivalente al 3% de su valor agregado. Desagregando, se destaca el elevado saldo del rubro de oleaginosas y cereales cuyo impuesto implícito representa el 12,3% del total del sector transable. Del otro lado se encuentra principalmente el sector automotriz y demás productos industriales[61].

En definitiva, aunque no sean del todo sorprendentes (por tratarse de datos que reflejan los resultados del balance comercial ya conocidos en general), en esta sección mostramos cómo el establecimiento del cepo cambiario implica importantes subsidios cruzados, aunque sin que estos se expliciten en políticas fiscales o tributarias.

Es importante destacar que el resultado agregado del sector público implica un subsidio al sector privado al ser oferente neto de divisas, contrariamente a lo que ha sucedido en otras experiencias en donde se establecieron tipos de cambio múltiples para generar un resultado fiscal positivo que ayude a financiar el gasto del Estado.

[61] Así se ve otro canal de modificación de la asignación de recursos de la economía.

CONCLUSIÓN

Habiendo repasado el contexto histórico que dio pie a la instauración del cepo cambiario, así como el marco teórico subyacente que ayuda a fundamentar su racionalidad, nos enfocamos en la caracterización de las canales de transmisión dentro de un esquema de TCD. No obstante, hasta el momento sólo hemos planteado una visión de equilibrio parcial de los mismos, es decir los efectos inmediatos o directos sobre la economía, y no específicamente una de equilibrio general en donde se vislumbren sus diversas interrelaciones e impactos agregados[62].

Entendemos que los canales de filtración deben de ser analizados a partir de su vínculo y retroalimentación con los objetivos de política económica. En este sentido, la experiencia de tipo de cambio dual iniciada en 2011 en argentina tuvo como propósito central sostener un esquema macroeconómico de expansión permanente de la demanda agregada, cuyo objetivo primordial consistía en maximizar el nivel de empleo y salario real en el presente. Es así que mediante la implementación del cepo cambiario el hacedor de política económica buscaba extender la vida de dicha configuración evitando asumir los costos económicos y políticos que se requerían para restaurar los equilibrios tanto externos –en el balance de pagos– como internos –control de la inflación–. La instrumentación de la medida trajo consigo el surgimiento de la brecha cambiaria, la cual activó diversas filtraciones que, en brevísimo tiempo, pusieron en tela de juicio su efectividad. Siendo, justamente, estas filtraciones los canales abordados a lo largo del presente trabajo.

Dichas distorsiones hicieron mella sobre la oferta de divisas al tiempo que exacerbaron sus fuentes de demanda erosionando así en un primero momento el frente externo. En consecuencia, su paulatino empeoramiento –caída de reservas internacionales que materializaban la posibilidad de una crisis de balanza de pagos-, condujo a que la autoridad tendiera a cerrar progresivamente los canales de acceso a la divisa oficial. Paradójicamente esto comenzó a atentar contra el nivel de actividad y, en segunda instancia, contra la estabilización de las presiones inflacionarias.

En base a lo anterior es que podemos entender y vislumbrar la existencia de un círculo vicioso dentro del cual las filtraciones que genera la brecha son abordadas por parte de las autoridades a través de mayores regulaciones, pero sin atacar los problemas económicos subyacentes que las motivan. Esto no hace sino evidenciar que, en última instancia, dicha dinámica sólo podría ser subsanada abordando los problemas de origen.

Ahora bien, una vez ingresados dentro del esquema antes referido, los responsables de la política económica se han enfrentado básicamente con dos trade-off entre objetivos deseados inherentes al mismo: la defensa del nivel de reservas internacionales contrapuesto a *1)* el control de la inflación o *2)* el crecimiento del nivel de actividad.

El primero comprendió tomar la decisión entre destinar una cuantía creciente de reservas a financiar el déficit de divisas de la economía o limitar importaciones, sea ya a través de una depreciación del tipo de cambio comercial o vía restricción cuantitativa a las importaciones. Ambas respuestas alimentarán la dinámica inflacionaria.

El segundo conllevó la elección entre permitir que la expansión permanente de la demanda agregada se pueda materializar en un incremento del nivel de actividad a través de mayores importaciones, o bien restringir las mismas al precio de limitar la capacidad de producción doméstica[63].

En conclusión, la activación de los canales de transmisión del cepo cambiario llevó a la paradojal situación en donde, a pesar de sus objetivos iniciales, sólo se ha conseguido postergar las correcciones de política económica necesarias, minimizando los costos presentes, pero profundizando los desbalances macroeconómicos a enfrentar en el futuro.

[62] Es relevante recordar que los canales de filtración del cepo cambiario sólo se tornan significativos, y en cierta medida perjudiciales, ante su coexistencia con políticas macro inconsistentes.

[63] Este *trade-off* es particularmente relevante en el caso argentino dada la caracterización de su estructura productiva que implica una elevada elasticidad entre PIB e importaciones.

BIBLIOGRAFÍA

Agenor, Pierre Richard (1992). *Parallel Currency Markets in Developing Countries: Theory, Evidence, and Policy Implications*. Princeton Essays in International Finance 188. Princeton, N.J.: Princeton University.

Alesina y Drazen (1991). *Why are Stabilizations Delayed?* American Economic Review 81: 1170-1188.

Avellán L. M. (2006). *Parallel exchange rates and economic performance in developing countries: is the medicine worse than the disease?,* Fondo Latinoamericano de Reservas.

Avila J. (1999). *El costo económico de la incertidumbre,* Universidad del CEMA.

Buffie, Edward F. y Atolia, Manoj (2010). *Exchange-Rate-Based Stabilization, Durables Consumption, and the Stylized Facts*. Disponible electrónicamente en SSRN: http://ssrn.com/abstract=1285127

Chirom, A. (2012). *Trabajo final de Maestría en Finanzas*. Disponible electrónicamente en: http://dspace.universia.net/bitstream/2024/1390/1/Trabaj+Final+Mfin+Ariel+Chirom+final.pdf

Caporale G. M. y Cerrato Maria (2006). *Black Market and Official exchange rates: long-run equilibrium and short-run dynamics,* CESifo Group.

Coremberg A., Goldszier P., Heymann D. y Ramos A. (2007). *Patrones de la inversión y el ahorro en la Argentina,* CEPAL.

Díaz Alejandro C. F. (1979). *Southern Cone Stabilization Plans,* Economic Growth Center, Yale University.

Dixity Pyndick (1999). *Investment under Uncertainty.* Princeton U. Press

Dornbusch R. (1985). *Special exchange rates for capital account transactions,* National Bureau of Economic Research.

Dornbusch R. (1986). *Multiple Exchange Rates for Commercial Transactions,* University of Chicago Press. http://www.nber.org/books/edwa86-1

Edwards S. (1987). *Exchange controls, devaluations and real exchange rates: the Latin American experience,* National Bureau of Economic Research.

Fardmanesh M. y Douglas S. (2003). *Foreign Exchange controls, fiscal and monetary policy, and the black market Premium,* Economic Growth Center, Yale University.

Frenkel J. y Razin A. (1986). *The Limited viability of dual exchange-rate regimes,* National Bureau of Economic Research.

Fundación Investigaciones Económicas Latinoamericanas (1988). *El Control de cambios en la Argentina: Liberación cambiaria y crecimiento,* FIEL.

Gaggero et al (2013). *Argentina. Fuga de Capitales* (2002-2012). Discussion workshop: BEPS and the future of corporate taxation.

Ghei y Kiguel (1992). *Dual and multiple exchange rate systems in developing coutries*. World Bank, WPS 881.

Grilli V. y Milesi-Ferretti G. M. (1995). *Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls,* International Monetary Fund.

Guidotti, Pablo (1988). *Insulation Properties Under Dual Exchange Rates?,* Canadian Journal of Economics 21(4, November):799-813.

Heymann, Navajas y Warnes (1991). *Conflicto Distributivo y Déficit Fiscal: Algunos Juegos Inflacionarios*. El Trimestre Económico.

Hausmann, Ricardo (1997). *Adoption, Management, and Abandonment of Multiple Exchange Rate Regimes with Import Control: The Case of Venezuela, in Parallel Exchange Rates in Developing Countries,* edited by Miguel Kiguel and Saul Lizondo (MacMillan Press).

Herrigan, Kochen y Williams (2005). *Edicom report: Analysis of Asymmetries in Intra-Community Trade Statistics with particular regard to the impact of the Rotterdan and Antwerp effects.* London: HM Revenue and Customs.

Kamin, Steven B. (1993). *Devaluation, Exchange Controls, and Black Markets for Foreign Exchange in Developing Countries*. Journal of Development Economics 40(1, February): 151-69.

Kamin, Steve B. (1997). *Parallel Markets and the Effectiveness of Exchange controls in Argentina: 1981-9, in Parallel Exchange Rates in Developing Countries,* edited by Miguel Kiguel and Saul Lizondo (MacMillan Press).

Kamin S. (1990). *Contractionary devaluation with black markets for foreign exchange,* International Finance Discussion Papers.

Kamin S. (1991). *Exchange rate rules in support of disinflation programs in developing countries,* Board of Governors of the Federal Reserve System.

Kiguel y O'Connell (1997). *Parallel Exchange Rates in Developing Countries,* Parallel exchange rates in developing countries (Macmillan Press).

Kracowski (2005). *Determinants of the informal economy: The importance of regional factors*. HWWA Discussion paper 313.

Krugman (1979) .*A model of Balance of Payment Crises*. Journal of Money Credit and Banking, Vol 11, Nº 3 (agosto 1979) pág. 322-325.

Lane P. R. y Tornell A. (1998). *Voracity and Growth,* Harvard Institute for International Development.

McDonald, Donough C. (1985). *Trade Data Discrepancies and the Incentive to Smuggle: An Empirical Analysis.* IMF Staff Papers 32 (4, December): 668-92.

Milesi Ferretti (1995). *Economic effects and structural determinants of Capital Controls.* IMF Staff papers, Palgrave Macmillan, Vol. 42(3), pág. 517-551, september.

Obstfeld et al (2004). *The Trilemma in history: trade-off among exchange rates, monetary policies and capital mobility.* Working paper 10398. NBER

Pigou (1993). The classic Stationary State. The Economic Journal S3 (212), pág. 343-351.

Rodriguez C.A. (1991). *The Macroeconomic of the Public Sector Deficit,* World Bank.

Schneider y Emste (2000). *Shadow Economies: Size, Causes and Consequences*. Journal of Economic Literature. Vol XXXVIII (marzo 2000) pág. 77-114.

Vuletin (2013). *Exchange rate regimes and fiscal discipline: The Role of Capital Controls*. Economic Inquiry, Vol 51 (october, 2013), pág. 2096-2109.