

SUPLEMENTO
150

RePro
REALIDAD PROFESIONAL

INFORME ECONÓMICO DE COYUNTURA

Tipo de Cambio



Ciencias Económicas

CONSEJO | BUENOS AIRES



Tipo de Cambio

Tipo de cambio y macroeconomía

El tipo de cambio expresa una relación entre monedas de distintos países. Por ende la política económica puede incidir sólo sobre uno de los términos de la relación: el valor de la moneda local. No es posible hacerlo sobre la moneda de comparación. De allí la importancia de las políticas locales.

Debemos comenzar por su papel en el movimiento económico global. Todas las escuelas económicas, por razones teóricas o por experiencia histórica, consideran al tipo de cambio una variable importante. Pero, si observamos la economía bajo la perspectiva de flujos (reales y financieros) que se compensan a través de sus precios relativos (tasas cambiarias, salariales, de interés, etc.), y además, nos posicionamos desde la perspectiva de los intereses de un país de la periferia mundial, el tipo de cambio se convierte en la variable económica más importante, y su comportamiento merece un análisis prioritario. La cuestión cambiaria no sólo es un componente más de la estructura de costos, también detenta un papel macroeconómico de primer orden.

La experiencia histórica lo ratifica. Sobre Argentina pesa la “restricción externa”, es decir, una tendencia sistémica al déficit en el balance de divisas, que limita la capacidad de financiar el crecimiento. Su consecuencia: devaluaciones que produjeron, vía inflacionaria, recesiones y ajustes regresivos.

Todas las crisis de Argentina han derivado de esa restricción, o bien culminado con su agudización. Y esto ocurre, de manera recurrente, desde el siglo XIX hasta la actualidad. Y bajo todo tipo de modelo económico cuya amplia gama hemos tenido oportunidad de experimentar.

Pero también excepciones con la situación opuesta: saldo favorable de divisas, que no por casualidad, coincidieron con periodos de relativa calma en el resto de variables y alto crecimiento de la economía. En este sentido se destacan periodos como 1963-74 y 2003-2008 cuyos resultados, no sólo no invalidan, sino que ratifican la importancia crucial del tema.

Y la cuestión cambiaria, más importante aún, cuando el modelo económico derivado del estallido de la convertibilidad tuvo como soporte esencial el versus de la restricción externa: un tipo de cambio muy alto y un superávit externo (saldo de la cuenta corriente del balance de pagos) muy elevado. Mientras en los años 2002/09 fue altamente positivo, pasó a una tendencia neutra en 2010-12 y en los años siguientes se transformó en francamente negativo. Ya, desde el año 2010, dejó ser soporte. Si a esto agregamos su contribución a afectar el otro pilar, el superávit fiscal, con similar comportamiento, tendremos un panorama completo de las debilidades actuales de la economía argentina.

Es por esto que hoy, el precio de las divisas, sus restricciones, las reservas del BCRA, el mercado paralelo, etc., se han convertido en el tema central de debate entre especialistas y en la vida diaria de los argentinos. También será el meollo de la polémica en el 2015 y prioridad de la próxima administración.

Medición del tipo de cambio y su retraso relativo

Alternativas de medición

Depende de la visión teórica del analista. Predominan las visiones monetaristas y las de orientación microeconómica. Desde la primera,

establecen una relación entre la base monetaria y las reservas, ambas registradas en el balance del banco central. También se la conoce como “relación de convertibilidad”, ya que cuando regía esa ley, fue obligatorio mantenerla en equilibrio.

Pero aún sin esta norma, utilizarla como indicador puede ser muy útil, pero dentro de una batería de ellos y destinado a realizar análisis de tendencias que surgen de las cuentas financieras y reales. Por sí misma, nunca podría marcar el “verdadero” valor de las divisas, o dólar de “equilibrio”.

La otra orientación tiene como punto de partida medir la competitividad de Argentina respecto al resto del mundo. Un indicador aproximado surge de aplicar el TCRM (Tipo de cambio real múltiple) que nos ofrece una aproximación indirecta a la competitividad relativa del comercio exterior argentino.

El indicador mide el tipo de cambio real relativo de Argentina en relación al mismo de los países con los que comercia, integrando una canasta ponderada según su nivel de su participación.

Aunque se trata de un indicador importante en el análisis económico, extraer de allí un valor absoluto es una desmesura ya que sólo expresa tendencias. Y además existen limitaciones propias del indicador. No tiene en cuenta los flujos monetarios con el exterior; ese cálculo implica un promedio del nivel de productividad relativo que encubre una alta heterogeneidad entre sus componentes (agro, industria, minería, etc.); y además, ofrece un flanco muy débil en el debate actual: utiliza en su formulación la relación entre precios internos y externos. Y en el caso de Argentina, sobre todo desde 2007, los precios internos han sido puestos en tela de juicio.

Un precio de “equilibrio” de las divisas calculado en abstracto es un grueso error. Existen múltiples precios de equilibrio, y el que seleccionemos dependerá del modelo global elegido, de las condiciones reales de partida (diferencial de productividad y otros) y de la estrategia de aproximación al objetivo.

El tipo de cambio como precio relativo

El problema central, más que en el valor absoluto en pesos del precio de la divisa para estimar su adelanto o retraso respecto de otras monedas, reside en el nivel de deformación de los precios relativos internos. Las variaciones entre precios de variables clave de la economía nos dice “a gritos” las eventuales deformaciones que afectan los flujos macroeconómicos y las decisiones empresariales. De manera ejemplificativa, seleccionamos, el valor nominal y oficial de las divisas y del salario.

Adoptamos estas variables pues son las más importantes por su incidencia en el proceso de formación de precios de las empresas y al mismo tiempo moldean el perfil económico y social de los países. Y en la actualidad con ventajas adicionales: ambas surgen de la información oficial, la medición del indicador no está sujeto a debate alguno, y pueden ser verificados de manera independiente pues son fuentes institucionalizadas (convenios colectivos y cotización del dólar por el BCRA). Veamos los movimientos relativos de estas variables en los últimos años, en el cuadro adjunto.



Relación Salario / Dólar

Al mes de Diciembre c/año	Dólar en \$ nominales	Salario Índice nominal	Índice Dólar Base 100 = 2009	Índice Salario Base 100 = 2009	Índice Salario/Dólar Base 100 = 2009	Índice Dólar Base 100 = 03/07	Índice Salario Base 100 = 03/07	Índice Salario/Dólar Base 100 = 03/07
2001	1,0000	14,23	26,27	26,51	100,90	33,01	51,43	155,83
2002	3,3600	16,63	88,28	30,98	35,09	110,90	60,11	54,20
2003	2,9627	19,26	77,84	35,88	46,09	97,79	69,61	71,19
2004	2,9719	21,38	78,08	39,83	51,01	98,09	77,27	78,78
2005	3,0136	26,93	79,18	50,17	63,36	99,47	97,33	97,86
2006	3,0601	32,16	80,40	59,91	74,52	101,00	116,24	115,08
2007	3,1407	38,61	82,52	71,93	87,17	103,66	139,55	134,62
Prom. 2003-07	3,0298	27,67	79,60	51,54	64,75	100,00	100,00	100,00
2008	3,4254	45,77	90,00	85,26	94,74	113,06	165,43	146,32
2009	3,8062	53,68	100,00	100,00	100,00	125,63	194,01	154,44
2010	3,9773	69,39	104,50	129,27	123,71	131,27	250,80	191,05
2011	4,2879	94,22	112,66	175,52	155,80	141,52	340,54	240,62
2012	4,8808	117,55	128,23	218,98	170,77	161,09	424,86	263,74
2013	6,3381	147,14	166,52	274,11	164,61	209,19	531,81	254,22
2014	8,5995	193,48	225,93	360,43	159,53	283,83	699,29	246,38

Fuente:

Dólar-Valor promedio mensual dólar oficial - BCRA

Salario: Índice salario nominal privado registrado - INDEC

El cuadro de la relación “salario/dólar” consta de tres bloques. En el primero, encontramos los valores nominales tal como surgen de la información estadística oficial, en el segundo, su procesamiento, tomando como índice base los valores del año 2009 y en el tercero, un cálculo alternativo, tomando el promedio del quinquenio 2003-07 como base.

En el segundo bloque (base 100 = 2009) podemos advertir la brutal caída de la relación salario/dólar en el año 2002 respecto al anterior (-2/3), debido a la brusca devaluación de inicios del año 2002 y el posterior avance relativo del salario debido a la casi inamovilidad del dólar (entre 2003 y 2008 sólo creció un 15,6 %), hasta alcanzar en el año 2009 una relación similar a la existente en el año 2001.

A partir de allí el proceso de avance de salarios respecto al dólar sigue el mismo curso, pero ahora de manera más acelerada. Sobre todo en el periodo 2010/11 donde el salario crece por encima del dólar un 55,8 % y la relación llega a su punto máximo en el año 2012. En el bienio 2013/14 debido a una política de aceleración de las minidevaluaciones diarias sumado al salto devaluatorio de fines de Enero de 2014, la relación comienza a revertirse, pero de manera leve.

Aquí encontramos uno de los puntos más interesantes para el análisis. A pesar del esfuerzo realizado para resolver esta deformación de precios relativos sólo se logró revertir el proceso, en el bienio 2013 -14, a un ritmo del -3,5 % anual. La gigantesca brecha, salario/ dólar, no es siquiera rozada.

En este punto, un lector podría advertir que el segundo bloque parecería indicar que se debe volver a la relación del año 2009, seleccionada como base. La objeción proviene de señalar que fue similar a la del año 2001, periodo en el que todos acuerdan existía un fuerte retraso cambiario. Por ende, respecto a salarios, la brecha sería mayor al 60 % en el 2014 que nos señala ese bloque.

Por eso introducimos el tercer bloque con un criterio alternativo. Lo hacemos bajo el supuesto de una relación de precios correcta en el periodo 2003-07 que hizo posible un funcionamiento fluido y compensado de la economía que generó superávit fiscal y externo, y un notable crecimiento del nivel de actividad. Por esa razón, en ese bloque procesamos la misma información, ubicando la base (= 100) en el promedio de dicho lapso.

Y de allí surge que el nivel relativo alcanzado a fines del 2014 por el tipo de cambios detenta un retraso del precio del dólar respecto a la tasa salarial

aún más agudo pues casi duplica aquella brecha.

La dimensión del retraso cambiario

Debe tenerse en cuenta que el retraso cambiario, se ha presentado como un fenómeno recurrente en la historia de la economía argentina. Los antecedentes más destacados son los periodos de la “tablita” de Martínez de Hoz y el “tablón” de Cavallo con el tipo de cambio fijo de la Convertibilidad. En esos, y otros casos, las experiencias terminaron con fuertes devaluaciones impuestas por el mercado y con resultados sociales regresivos.

El actual retraso cambiario, advertido por la relación de precios internos, no implica, necesariamente, realizar una devaluación de la dimensión de ese desfase. El análisis es respecto una sola variable y a los fines meramente ejemplificativos. Además no tiene en cuenta las condiciones monetarias y de competitividad internacional. Sólo nos dice que existe una deformación muy profunda de los precios relativos internos que afecta los aspectos sistémicos de la economía. Resulta sólo un indicio acerca de la existencia y dimensión del retraso cambiario.

El valor adecuado para su correcto funcionamiento en el entramado global presente y futuro sólo puede surgir de la definición del modelo económico a utilizar en sus aspectos teóricos y empíricos y su estrategia de implementación, teniendo en cuenta estudios específicos sobre niveles de productividad, la competitividad, los precios internacionales, los costos internos, ratios del banco central, situación de las monedas mundiales, etc.

Pero el debate cambiario se produce sólo en el plano de la relación externa y nunca en relación a los procesos internos, que son los posibles de adecuar para llegar a valores competitivos respecto al mercado mundial. Además, pesa la ausencia de fuentes de información para comparar la productividad y competitividad relativa, y las dudas acerca de la inflación interna que pone en tela de juicio a los indicadores del tipo de cambio real. Todo el debate se torna abstracto e infértil.

Algunos economistas tratan de calcular el “verdadero” precio de equilibrio sobre la base de los conceptos parciales que hemos revisado. Por su parte, el gobierno cree que al criticar las debilidades metodológicas de esas estimaciones estaría “probando” la no existencia de retraso cambiario, sin

presentar criterios ni cálculos alternativos.

El debate sobre la devaluación y sus efectos Los criterios explícitos

Desde el gobierno no sólo se niega el retraso cambiario sino que critica la posibilidad de concretar una devaluación abrupta. Mientras tanto, continúa con su política de minidevaluaciones diarias. Las razones que esgrime se basan en los efectos que históricamente han producido las experiencias de devaluación brusca. Son argumentos institucionales, sociales y económicos.

Entre lo institucionales figura el manejo autónomo de las variables. Implica que un gobierno debería manejar el tipo de cambio al margen de circunstancias internas (devaluación solicitada por empresarios) y planteos de entes internacionales (FMI p.ej.). Lo contrario significaría ceder en la puja con los factores de poder. En ese sentido, en la apertura del período legislativo 2014 la Presidenta expresó:

"[...] el gobierno que ha soportado ocho corridas cambiarias por un total de 60.700 millones de dólares que se nos fueron en esas corridas cambiarias. (www.Presidencia.gob.ar).

Los argumentos sociales se refieren a los efectos de devaluaciones anteriores. Se modificó sólo la relación cambiaria, sin adoptar precauciones compensatorias y su efecto se descargó sobre los tramos más débiles de la sociedad a través de un agudo proceso inflacionario. En un acto en la Casa de Gobierno (06-05-13), la Presidenta planteó:

"Además, por lo menos mientras yo sea Presidenta, los que pretendan ganar plata a costa de devaluaciones que tenga que pagar el pueblo, van a tener que esperar otro gobierno. No con nosotros. (Idem)

Los de tipo económico apuntan a un proceso de industrialización. En ocasión de celebrarse el Día de la Industria (03-09-2012), la Presidenta manifestó:

Yo creo, primero, que el tipo de cambio no está retrasado. Yo creo que la administración, la explotación administrada que hemos desarrollado en el año 2003, nos ha permitido tener este crecimiento que hemos tenido, pero si como se dice hay todavía una matriz productiva muy dependiente de las importaciones, un aumento del dólar evidentemente va en contra de reconvertir esa matriz productiva [...]. Por eso, cuidar el tipo de cambio y seguir en el camino de la explotación administrada hace a seguir logrando que la Argentina pueda seguir sustituyendo importaciones y reindustrializándose. (Idem)

Estos argumentos son reales. Sin embargo, los efectos de las decisiones en economía, no recaen sólo sobre los objetivos previamente seleccionados sino que afecta el resto de variables económicas y sociales en todas las direcciones y en todos sus horizontes temporales. E incluso, aparecen efectos incompatibles que, en el mediano y largo plazo, generan inconsistencias macroeconómicas que pueden abortar los objetivos primarios.

Los criterios implícitos

Dejar boyando al resto de variables al compás del ritmo del proceso inflacionario, mientras se retrasa el tipo de cambio, tiene otros efectos no explicitados por la conducción económica. Los que consideramos más importantes son: ancla de precios y costo relativo en divisas.

Ancla de Precios: En economías donde las importaciones están generalizadas en todos los vectores de precios, y existen presiones inflacionarias de distinto origen, resulta tentador retrasar el tipo de cambio a fin de eliminar, al menos, una de esas fuentes: la retroalimentación sistémica entre devaluación e inflación. En la actualidad, tratan de no repetir el salto devaluatorio de Enero de 2014, que aunque medido en su dimensión, al adoptarse de manera aislada, sumó un escalón más en el proceso inflacionario.

Costo relativo en divisas: el mayor costo de salarios computados en dólares

afecta la competitividad de la producción de bienes y servicios susceptibles de comercio exterior. Y junto a un menor costo relativo del equipamiento provoca una modificación profunda en las decisiones empresarias.

El impacto del atraso cambiario

Tomando los efectos en su conjunto, aunque con algunas tendencias positivas en el corto plazo, su combinatoria genera serias debilidades macroeconómicas en el mediano y largo plazo. Son inconsistencias en los flujos externos reales y financieros y en la distribución del ingreso.

Entre los primeros sobresale el deterioro de la competitividad internacional de los bienes y servicios locales. A la histórica brecha por el diferencial de productividad (competitividad física) con los países desarrollados, en particular en el sector industrial, se suma el efecto del deterioro cambiario (competitividad monetaria) que termina por anular la capacidad de penetrar los mercados internacionales.

Esto se produce por un efecto de pinzas. Por un lado, los ítems de costo que marchan al ritmo de la inflación interna, en particular el costo salarial en dólares, y por el otro, los ingresos empresarios que se deterioran con el atraso cambiario establecido por la autoridad monetaria.

Y esos efectos aparecen primero en las áreas productivas marginales. Resulta notable el impacto negativo en la producción y exportación de frutas y vino y que se repite de manera sistemática en diversos grados en las economías regionales y en las pequeñas y medianas empresas industriales.

Aunque el nivel de las exportaciones globales está actualmente afectado por la caída en el precio de los granos, ya es posible apreciar en otros ítems, sobre todo aquellos originados en las economías regionales, el deterioro en términos de volumen debido a cuestiones de competitividad. Similares fenómenos se aprecian en el balance de servicios.

No sólo afecta el volumen sino también a la composición de las exportaciones. La alta productividad relativa del agro hace posible que a pesar del retraso cambiario, caída en el precio de los commodities y las retenciones; la exportación de granos aún resulte posible. Esto produce una modificación en la estructura de exportaciones de tendencia negativa en el largo plazo ya que se orienta hacia la reprimarización de las exportaciones. Son actividades mano de obra no intensiva y ahora, con precios mundiales en retroceso.

También el atraso cambiario genera expectativas de devaluación que modifican, de manera negativa, los flujos financieros con el exterior. La tendencia en esas condiciones es hacia la dolarización de las carteras y la fuga de divisas de los circuitos formales. Justamente esa fuga alcanzó los mayores valores en los años en que se produjo el grueso del retraso cambiario.

Los efectos globales en Argentina fueron tan drásticos que modificaron el modelo económico vigente, y en particular, impactó de manera directa en uno de sus pilares, el superávit externo, cuya evolución ya hemos descrito, y, de manera indirecta en el otro pilar: el superávit fiscal.

En el caso de la reversión del superávit externo, el atraso cambiario tuvo un papel relevante por vía de las importaciones de productos y partes que se incrementaron de manera sistemática por su menor precio relativo. Y aun hoy, en condiciones opuestas tienen efectos similares, ya que las importaciones disminuyen por recesión y restricciones, pero en menor proporción a la caída de las exportaciones y el saldo comercial sigue su descenso, afectando el balance de divisas genuinas.

Un papel destacado en esto, lo detentó el aumento de las compras externas, la importación de combustibles por imprevisiones de la política energética y balances sectoriales negativos en algunos sectores claves como automotores, electrónica y turismo. Sumado al deterioro de las exportaciones por reducción de precios en granos y competitividad industrial, afectó el saldo de divisas.

Y el impacto sobre las reservas fue rotundo. Su dramática reducción tuvo



varios canales ya que las reservas debieron compensar el balance de divisas de la cuenta corriente, aportar divisas a la salida de capital privado y al pago de la deuda externa. Además se redujo el ingreso de divisas por vía de la inversión extranjera directa. Todos factores vinculados directa o indirectamente al retraso cambiario.

También modificó la composición de las reservas. La porción de reservas nominales (encajes, swaps, deudas con importadores, bonos por adelantados de exportadores, pago de bonos bloqueados por Griesa y similares), es decir, con limitaciones para operarlas, representan una porción cada vez mayor del total de reservas.

Hasta aquí, son evaluaciones del efecto del retraso cambiario en el corto y mediano plazo. En el largo plazo se destaca el efecto sobre la valuación en divisas del capital accionario de empresas locales. Al momento de mayor nivel de reservas (26-01-11 con US\$ 52.564 m.m.), se produce un nivel record del índice accionario en dólares (Merval/tipo de cambio oficial) que llegó a 913.8. Medido al 03/03/2015 arroja un crecimiento del 21%. Muy exiguo para 4 años (5% anual), sobre todo, comparado con los internacionales, que en igual periodo crecieron más del 50% (Dow Jones y otros).

Y esto a valores del dólar oficial. Si tomamos su valor implícito en operaciones de bolsa con el exterior ("contado con liqui" p.ej.) cuya brecha con el dólar oficial casi no existía a inicios del 2011 (entre 3 y 5%) y lo comparamos con los últimos meses (variación entre 35-80%), ya no sería un nivel de rentabilidad menor sino una franca pérdida en el valor accionario de las empresas.

Se crean condiciones para que los capitales internacionales de riesgo adquieran empresas argentinas a precios de ocasión, agudizando la tendencia hacia la concentración y extranjerización empresarial en Argentina. Sus decisiones serán tomadas en función de una estrategia internacional y no de acuerdo a los intereses locales de esa empresa: tendrá preferencia por insumos y equipos importados y habrá que disponer divisas adicionales (nuestro "talón de Aquiles") para un giro de dividendos que antes no existía.

Dijimos que en las inconsistencias de los flujos aparecía también la problemática de la distribución del ingreso. El retraso cambiario utilizado como "ancla de precios", ayuda a contener los precios en el corto plazo y evita mayor regresividad. Pero, a mediano y largo plazo tiene efectos regresivos.

La experiencia histórica propia y mundial nos dice que genera en los agentes económicos expectativas devaluatorias. Hasta tanto se produzca, adopta decisiones "a la defensiva" que contribuyen a perturbar los flujos económicos y contribuirá, de manera decisiva, a la posibilidad de una devaluación impuesta por el mercado. Una devaluación "salvaje" sin medidas compensatorias y por tanto con efectos inflacionarios sobredimensionados y fuerte regresividad social.

Mientras existe retraso cambiario, ni siquiera se benefician de manera directa los trabajadores. El mayor costo salarial en dólares para el empresario, no se traduce en una mejora adicional de los salarios, debido al bajo componente importado de su canasta básica.

Por tanto, resulta errónea la crítica a la devaluación, basada en que su verdadero objetivo sería reducir el salario real. Es cierto que esta alternativa, cuando fue adoptada de manera aislada, ha producido gravísimas consecuencias sociales, pero lo hace por vía del proceso inflacionario. Reduce el salario real por una vía indirecta que debería intentar bloquearse mediante medidas compensatorias.

Con una devaluación correctamente compensada (p.ej. absorber vía impuestos beneficios extraordinarios, y con ello financiar un subsidio temporal al mayor costo de los alimentos), la medida impactaría sólo sobre un salario en dólares más competitivo, y no en el salario real.

Mientras existe retraso cambiario, lo único que mejora es el ingreso real de los grupos sociales ubicados desde niveles medios altos hacia arriba. Es que en la composición de su canasta de consumo hay una alta participación de bienes (productos terminados e insumos) y servicios del exterior:

viajes, autos nuevos, electrónica, y objetos suntuarios.

El subsidio implícito en el retraso cambiario implica una redistribución regresiva del ingreso. El impacto es de tal magnitud que analistas políticos explican el comportamiento electoral de estos segmentos sociales en las elecciones de octubre de 2011, por la agudización del retraso cambiario en los dos años anteriores, que produjeron una "sensación de riqueza" adicional.

Hemos señalado los efectos del atraso cambiario bajo la óptica oficial y desde otras perspectivas. Sin embargo no permite conocer si la causa de esa decisión son los objetivos explícitos o implícitos de la política económica. Aunque realizan una política de minidevaluaciones diarias e incluso "saltos" como el de enero de 2014, está lejos de descontar la diferencia acumulada durante años que sigue pesando, de manera negativa, sobre los flujos económicos. Las condiciones siguen siendo de retraso cambiario.

El manejo institucional del mercado cambiario Alternativas para su instrumentación

Argentina detenta, aunque de manera formal, un tipo de cambio administrado, tal como funciona en la mayoría de países del mundo. En aquellos se les llama "único y libre" o bien de "libre flotación", pero, de hecho no lo es. Nunca es "único" por los diferenciales de tratamiento de los bienes y servicios susceptibles de comercio exterior (impuestos, controles, etc.). Tampoco es "libre" ya que los bancos centrales tienden a manipular, dentro de ciertos límites, la cotización de las divisas.

En estas condiciones institucionales, veamos las alternativas. La más radicalizada reside en la "unificación cambiaria", es decir eliminar todo tipo de restricción cambiaria y de retenciones y subsidios que generan una interminable gama de dólares, por las vías administrativas que adopta (dólar ahorro, bolsa, importador, informal, etc.) como por tipo de producto (dólar soja, dólar industria, etc.). Esta medida produciría una drástica modificación de precios relativos que en ausencia de medidas compensatorias se transferiría de manera directa a la inflación con graves secuelas sociales.

Una alternativa es la creación de un sistema de tipo de cambio múltiple. Aunque formalmente tenemos un solo tipo de cambio, en la práctica, existen numerosos tipos informales. Si se produce, p.ej. un desdoblamiento formal entre un dólar comercial y un dólar financiero con una brecha entre ambos, implica de hecho una devaluación pero con efectos limitados: operaciones financieras, turismo, y similares.

Y la alternativa que resta es la que practica el equipo económico: minidevaluaciones diarias (incluye esporádicos saltos para acelerar el proceso) y restricciones, tanto para operaciones financieras (viajes, ahorro, giro de dividendos, pagos de préstamos, etc.) como para operaciones comerciales. Esto rige tanto para las importaciones, en particular, la autorización previa y lo que gira a su alrededor, como para las exportaciones donde sobresale el sistema de retenciones y limitaciones a algunas exportaciones.

Destacamos que tanto algunos economistas críticos como otros que apoyan la actual política económica, coinciden en la necesidad de introducir, a manera de transición, un tipo de cambio múltiple para dar una salida temporal al problema.

La decisión gubernamental

Como hemos visto, la estrategia oficial para superar la problemática cambiaria es continuar las minidevaluaciones y mantener las restricciones en los flujos financieros y reales.

Su implementación tiene antecedentes. A mediados del año 2010 (Comunicación A-5085 en B.O. del 02-07-2010), se modificó el nivel para los controles especiales en la compra de divisas. De US\$ 2,0 millones de dólares

mensuales se redujo a U\$S 0,25 millones anuales. Fue una medida prudente (aunque muy tardía) frente a la desmesura vigente hasta esa fecha, sólo usufructuada por manipuladores de fuga de divisas. Pruebas al canto: no tuvo impacto negativo alguno sobre la gran masa de operaciones diarias en divisas: ahorro, turismo, inmobiliarias, etc.

Fue complementada con obligaciones respecto a liquidación de divisas provenientes de exportaciones de hidrocarburos y minería y la repatriación de liquidez en el exterior de las aseguradoras.

Pero ya frente a una agudización en el proceso de fuga de divisas del circuito formal, el 28-10-2011 se instrumentó una disposición por la cual todas las operaciones cambiarias debían contar con una autorización previa. (Comunicación A-5239, B.O. 20-12-2011, del BCRA y R.G. 3210 de AFIP).

A partir de allí, se autonomiza una dinámica perversa donde las medidas activan un proceso elusivo al que se responde perfeccionando y profundizando las restricciones. El proceso se realimenta de manera permanente con presiones informales y controles que llegan a una cuasimilitarización del mercado. La gravedad de algunas de ellas generó debates hacia el interior del gobierno de tal magnitud que llevaron a renuncias y “despidos”. Los casos más sonados: “Pont vs. Moreno” y “Kicillof vs. Fábrega”.

No vamos a detallar ni la evolución ni el panorama actual de esas restricciones a profesionales de ciencias económicas que, a cada momento, tropiezan con ellas en su diaria tarea.

Para las autoridades, las restricciones serían un instrumento “normal” dentro del control de cambios ya vigente con anterioridad. Y mantenerlas y profundizarlas son justificadas por un marco de divisas insuficiente donde el recurso escaso debe ser orientado hacia el objetivo de la industrialización, bloquear la posibilidad de su fuga (unido a evitar lavado de dinero y evasión) y limitar las formas dolarizadas del ahorro. Y la escasez se hace visible en la deuda acumulada con los importadores y cuando a inicios de febrero de 2015, un periodo siempre difícil del balance de divisas, llegaron a bloquear de manera total, por unos días, su entrega para el pago de importaciones ya aprobadas.

Efectos de las restricciones

Las restricciones tienden a mantener y, en algunos casos profundizar, los problemas creados por el retraso cambiario. Esto se observa tanto en el flujo real como en el financiero. En el primero, se destaca el incremento en los costos empresarios. No solo crecen por una inflación interna superior a la variación de ingresos de la empresa (limitados por tipo de cambio o control de precios). También crecen los costos porque la producción no puede detenerse por falta o retraso de insumos importados y deben hacerlo a valores del dólar informal. En ese caso, o reduce la rentabilidad, o se traslada a presión inflacionaria.

Y cuando los números ya no cierran, el problema aparece bajo la forma de un alto stock de productos en proceso por ausencia o demora de partes importadas o un liso y llano desabastecimiento en el caso de productos finales importados.

En sectores altamente dolarizados como turismo e inmobiliario genera una alta perturbación. En particular, una recesión profunda y extensa de la construcción y comercialización de viviendas, locales y campos. En el caso del turismo, actualmente tiende a limitar los viajes de argentinos al exterior, aunque existieron largos periodos donde el usufructo de “huecos” en las restricciones generó una sobredemanda que agravó la falta de divisas. Fue por el uso indiscriminado de tarjetas bancarias y compras vía Internet, en el exterior.

Un fenómeno similar ocurrió con la compra de automóviles nuevos, nacionales (con altísimo componente externo) e importados que implicaban de hecho, adquirir divisas al valor oficial con sólo adelantar decisiones. Luego, su abrupta caída por una “vuelta de tuerca” sobre las restricciones.

Los altibajos en las restricciones cambiarias, modificaron, de hecho,

las pautas de consumo de los argentinos. A nivel global el impacto de estas normas se refleja en una alta heterogeneidad de crecimiento de los distintos sectores según hayan sido afectados y en qué etapa por la presión de costos, el atraso cambiario y las reglamentaciones en ese mercado.

Pero los efectos más visibles de las restricciones cambiarias se localizan en el flujo financiero: fuga de divisas y la brecha entre la cotización oficial y las marginales. En la primera, aunque pudo reducirla, no logró frenarla. Su resultado más elocuente: en el periodo 2011-2014 no pudo detener la tendencia descendente en el saldo de reservas.

Sólo redoblando esfuerzos de control debido a un “pico” del dólar informal (fines de setiembre de 2014), sumado a un swap del Banco Central de China, y otros factores menores, se logró una recuperación de las reservas, pero sólo parcial: 1/8 de la pérdida acumulada desde 2011.

Y limitar la fuga de divisas mediante restricciones tiene su costo: también restringe la afluencia de capitales hacia Argentina, puesta en evidencia por un descenso de la inversión extranjera directa (IDE). Cuando existen limitaciones a la salida de capitales y giro de dividendos, se restringe severamente el flujo de ingreso. No hacen falta medidas explícitas. Si receptamos inversiones al cambio oficial, la sola existencia de dificultades para entregar divisas en el flujo inverso, es suficiente para limitar esas decisiones. El caso más resonante fue el de la minera Vale de origen brasilero, que ya había comenzado los trabajos para un proyecto en gran escala de explotación de potasio en Mendoza, y decidió retirarse.

Por sus efectos en los mercados cambiarios, realizamos un análisis particularizado de la brecha.

La brecha cambiaria Papel del mercado “paralelo”

La interpretación oficial sobre la brecha con los mercados “paralelos” son de diverso tipo, pero todas apuntan a su pequeño volumen y la ilegalidad de sus movimientos. El actual Presidente del BCRA, cuando presidía la Comisión Nacional de Valores expresó sobre este tema:

“Están queriendo instalar un tipo de cambio que en primer lugar es ilegal, como si se publicara el precio de la cocaína en un medio de prensa, pero además es poco significativo” (Clarín, 22-10-2013).

Respecto a las causas, existen explicaciones oficiales que giran alrededor de fenómenos estacionales (p.ej. la demanda previa al periodo vacacional); a maniobras especulativas de los factores de poder para presionar sobre una devaluación del dólar oficial y favorecer sus negocios (denuncias a bancos, exportadores de granos, empresas transnacionales, operadores de bolsa, etc.); a los intereses de quienes tienen la necesidad de dolarizar su actividad “subterránea”; y similares. Y estas explicaciones llegan a su clímax cuando se aducen conspiraciones basadas en los rumores previos y una supuesta “coordinación” de quienes alientan los desfasajes.

Y las explicaciones ya “derrapan” cuando se adjudican las causas de la brecha a la psicología social de los argentinos. Un presidente del BCRA habló de “*parar la pulsión de los argentinos para irse al dólar*” (Página 12 del 06-10-2012). Parecería que, por el sólo hecho de ser nativo de este país se detenta una especie de enfermedad congénita. Sería un trastorno obsesivo compulsivo (TOC), único en el mundo, donde la conducta anormal se expresa bajo la forma de una necesidad apremiante e incontrolable de adquirir billetes de origen estadounidense.

Al margen del exabrupto, esas conductas empresarias, en distintos grados, existen. Pero han existido siempre, ya que forman parte de los mecanismos profundos de una economía. La actitud a adoptar por los empresarios dependerá de la política económica. O bien ésta se orienta a que las decisiones empresarias, con objetivo en la rentabilidad, favorezcan, al mismo tiempo, metas globales de crecimiento y distribución, o bien, por razones de error o



incompetencia bloquean esos objetivos primarios y exacerban las deformaciones. El objetivo de rentabilidad pasa a ser obtenido mediante manipulaciones que aunque favorecen al empresario, afectan seriamente la economía global.

En última instancia, aludir a circunstancias especulativas y similares es una confesión del desconocimiento de los funcionamientos básicos de la economía ya que estas deformaciones se encuentran siempre potencialmente presentes. De lo que se trata, es de bloquearlas y reorientarlas de manera positiva a través de la política económica.

Y también se refuta por la experiencia histórica. Estas teorías no pueden explicar por qué, en diversos periodos de Argentina, y particularmente entre 2003 y 2011, aunque existía el mercado paralelo, la brecha con el dólar oficial era prácticamente inexistente (entre 3 y 5%), mientras que en el último periodo ha oscilado en una franja de entre el 50 y casi el 100%.

Hacemos notar que la práctica oficial, rechaza la cotización del paralelo por su carácter espurio. Pero sólo en ascenso. Cuando baja, lo destacan como un logro, en base a la misma estadística.

Los mercados paralelos y sus efectos

El impacto más negativo de las restricciones al flujo financiero en la economía del día a día, proviene de la brecha creada entre el valor oficial del dólar y, una parafernalia heterogénea de dólares informales y aún de tipo legal, pero, fuera de las reglamentaciones para acceder a la cotización oficial.

La existencia de mercados cambiarios paralelos se debe a problemas históricos derivados de una economía subterránea fuera de los circuitos legales que realiza su conexión con el exterior mediante estas transacciones. Claramente es una cuestión estructural que sólo podría ser superada mediante la eliminación de los “mercados en negro”, tarea ciclópea si las hay, y de muy largo plazo.

El problema coyuntural y recurrente no proviene de su existencia sino del tamaño de la brecha con la cotización del dólar oficial. Y esa brecha es reflejo de perturbaciones en los flujos. En particular, la desaparición de un pilar de las condiciones anteriores: la generación de divisas genuinas derivadas del saldo externo del balance de pagos y una fuerte deformación de los precios relativos, (p.ej. la relación dólar/salario), ambos, profundamente interrelacionados.

Estos cambios generan decisiones “defensivas” de los agentes económicos que provocan serios trastornos en el nivel macroeconómico tales como fuga de divisas y brecha cambiaria.

Aunque en relación al mercado oficial, el “paralelo” es relativamente pequeño, tiende a sobredimensionar las expectativas de los agentes económicos (productores y consumidores) que actúan en los mercados legalizados ya que la variación y/o su amplitud, le está indicando el riesgo de una devaluación brusca que alterará su cálculo económico (costo de reposición de insumos y productos importados y “efecto contagio” en otros ítems). Por ello toma precauciones “defensivas” respecto a su posición en divisas, endeudamiento, precios, stock, etc. que, aunque protegen su patrimonio, distorsionan la macroeconomía vía fuga de divisas, inflación, desabastecimiento, etc. El versus del efecto de sus decisiones en condiciones de relativa normalidad.

La expectativa de los consumidores también afecta los flujos ya que opera sobre el adelanto o atraso de sus decisiones que aceleran o ralentizan el nivel de actividad. Las bruscas oscilaciones en casos como el turismo y la venta de autos nuevos, resulta sintomático al respecto.

Argentina posee una rica historia de mercados “únicos” con brechas y mercados duales en materia cambiaria. Y todas culminaron con devaluaciones que incrementaron el proceso inflacionario y la distribución regresiva del ingreso. Sin embargo, entre los años 2003 e inicios del año 2011, con mercado único y administrado, aun existiendo un mercado paralelo, la dimensión de la brecha fue ínfima, con escala del 3-5% de diferencia.

A la evidencia del retraso cambiario respecto a otras variables internas, agudizado en el periodo 2010-11, se sumó la reversión del superávit externo. Ambos indicadores operaron a la manera de un alerta y la brecha creció, aunque con altibajos, hasta niveles cercanos al 100%, para retroceder luego a una escala aproximada al 50%. Las restricciones iniciadas hacia fines de octubre de 2011, en lugar de aliviar las condiciones, fueron interpretadas por los agentes económicos como una confirmación oficial de la existencia de problemas, y adoptaron decisiones que agudizaron la brecha.

Y la brecha llegó a niveles increíbles por errores adicionales muy gruesos. Un claro ejemplo es lo que sucedió en setiembre de 2014, cuando informaron “off de record” a importadores que debían comenzar a obtener las divisas en mercados paralelos. Implicaba crear un doble mercado y, de hecho, una devaluación. El dólar “paralelo” ascendió a valores absurdos: a \$15,80 el 24-09-2014 y con 87,6% de brecha.

La amplitud de la brecha está ligada a la dimensión del atraso cambiario y a la profundidad de las restricciones, y potencia todos los efectos negativos. Aumentan las expectativas de devaluación y las tensiones inflacionarias. Las tendencias son tan fuertes que de hecho anuló el intento gubernamental de pesificar la economía y afectó todas las formas de ahorro. Son perturbaciones tales como “bicicletas” financieras, nuevas formas legales para obtener dólares a menor precio del “paralelo”, retiro de depósitos en dólares y similares. La imaginación se incentiva y la “picardía criolla” se despliega en toda su dimensión.

En resumen, agudiza las deformaciones en la conducta empresarial. No sólo afecta las fuentes de financiamiento, sino también las inversiones reales autofinanciadas ya que ningún proyecto puede superar los rendimientos, implícitos en la brecha, provenientes de la liquidez en divisas. Se generan tendencias netamente recesivas.

También afecta el comercio exterior agravando las condiciones de saldo de divisas: retención de granos destinados a exportación, mora en la liquidación de divisas al BCRA, subfacturación de exportaciones y sobrefacturación de importaciones, incremento innecesario del stock de productos importados, sobredimensionamiento del turismo en el exterior, mientras pudo hacerse con dólares baratos, etc.

Intentando cerrar la brecha

Sin explicitarlo, las autoridades son conscientes de los costos económicos y financieros de, al menos, una de las consecuencias del retraso y de las restricciones: el tamaño de la brecha entre los mercados cambiarios, oficial y paralelo.

Es por esto que tratan de disminuirla. Tras errores como el de Setiembre de 2014 que muestra la sensibilidad extrema del dólar paralelo, incentivaron procedimientos de control (presiones directas, allanamientos, clausuras, limitar operaciones con dólares en la Bolsa y similares). Sin embargo, esta vez fue combinada con medidas de política económica tales como: flexibilizaciones para el dólar-ahorro que alimenta de manera oblicua el mercado informal y evita valores extremos; incremento de las tasas de interés de plazo fijo para minoristas (hasta \$ 350.000) y tasas para depósitos en dólares; emisión de bonos dólar-linked; absorción de pesos excedentes con letras del BCRA para “secar” la plaza; venta de bonos externos de la cartera del Anses y, aunque en baja proporción, recomposición de reservas.

Estas medidas, un cuadro recesivo y un manejo más cuidadoso de la información para no incentivar rumores, hizo posible el descenso de la brecha con el dólar oficial a niveles del 50 %, más acorde al real cuadro de situación.

Sin embargo, son instrumentos orientados sólo a corregir situaciones extremas y evitar una aceleración inflacionaria. No podrían llegar a cerrar la brecha cambiaria a límites razonables (5-10%) y aún menos eliminar la existencia del atraso cambiario acumulado. Se trata sólo de convivir con



estas condiciones sin tocar la problemática de fondo.

Y aún la intervención exitosa para reducir la brecha contiene un aspecto negativo. La disparada previa (y hubo varias desde inicios del 2011) y la parcial reducción posterior genera un escenario recurrente de alta volatilidad. Esa volatilidad, por sí misma, coadyuva a generar expectativas negativas en el horizonte de mediano plazo e influye para que los agentes económicos adopten decisiones en función de la continuidad de la brecha y posibles agudas oscilaciones.

Y aunque el gobierno trata de cerrar la brecha, las presiones en sentido contrario siguen apareciendo y ahora provienen de la situación mundial. A partir de la recuperación de la economía estadounidense, se produce un proceso de revaluación del dólar frente al resto de monedas fuertes del mundo y por ende un proceso devaluatorio en el mundo. Sobre todo en el caso de las economías vecinas (caso Brasil en particular) que tiende a intensificar el retraso cambiario relativo de Argentina.

Las polémicas acerca de las políticas cambiarias

Las controversias acerca de lo acertado o no de una medida coyuntural terminan por convertirse en un falso debate. P. ej. ¿Resulta correcto o no realizar restricciones en las operaciones? El tema no es la medida en sí misma. Es probable, que debido a la gravedad de las condiciones existentes al momento de adoptarla, no exista alternativa. Lo importante es responder por qué se llega a una instancia de tal magnitud que obliga a acudir a medidas “heroicas”, justificada en una situación límite.

Son las propias autoridades las que dieron respuesta. La Presidenta, al justificar las restricciones:

“[...] porque había una suerte de jauja cambiaria, porque en ningún país del mundo nadie puede comprar 2 millones de dólares por mes sin decir para qué es, no destinado a una actividad.” (www.presidencia.gob.ar – 01-10-2012).

De manera similar se expresó el actual Ministro de Economía en una entrevista periodística:

“Hubo una época en la Argentina donde cualquiera podía comprar 2 millones de dólares por mes sin explicar el origen de los fondos. Ese sistema era propenso a compras injustificadas en relación con el ingreso de la persona y generaba sospechas sobre el origen de esos fondos.” (Página 12; 26-01-2014).

Deberíamos preguntarnos entonces quiénes y por qué cometieron semejante error. La respuesta la anticipamos más arriba (acápite 4.2.), al explicar su contexto y ubicar esa corrección recién en el 2010.

El tema central resulta de indagar acerca de cuáles son los problemas estructurales y las políticas erróneas que condujeron al atraso cambiario y las medidas (de shock o graduales; de corto, mediano y largo plazo) para corregirlos, sin afectar los segmentos de mayor riesgo social.

El problema cambiario se origina en lo que el economista Miguel Bein ha denominado “macrocidio”. Un neologismo derivado del apócope de “homicidio macroeconómico”. Con ello hace referencia a la deformación de los precios relativos y la ruptura de los equilibrios compensatorios de las variables macroeconómicas, a consecuencia de una utilización incorrecta de los instrumentos.

Y esto sucede porque los fenómenos de la economía no son flexibles. Si fuesen reversibles, el mediano y largo plazo no existiría en economía. Aunque en los años 2013 y 2014 se logró revertir (la tasa cambiaria fue mayor que la tasa salarial – ver cuadro), la proporción fue muy reducida respecto de la deformación anterior. El retraso acumulado de años anteriores siguió pesando ya que sólo atenuaron la situación sin corregir los factores estructurales y las políticas que generaron el fenómeno.

Pero no sólo es contradictorio aplicar medidas coyunturales a problemas estructurales de la economía. Las restricciones cambiarias tienen sus

propios ingredientes que agravan el panorama.

En primer lugar conllevan su propia trampa. Su adopción se refleja en lógicas medidas de “escape” de los agentes económicos, y la dimensión de la brecha incentiva a buscar fisuras. Esas condiciones realimentan el proceso, y el propio gobierno no encuentra otra salida que el endurecimiento sistemático de las restricciones para cubrir las vías de escape. Viene sucediendo desde fines del 2011 y se llegó, en los últimos meses, a realizar operativos “cuasimilitares” en el mercado cambiario. Un nivel tal de restricciones ofrece una medida aproximada de la gravedad de la situación.

En este tipo de trampas resulta relativamente sencillo entrar pero muy difícil salir. Una eventual salida intempestiva, al margen de una política integral, significaría una explosión económica incontrolable. Por ello, el “tapón” de restricciones, sólo podría ser eliminado de manera gradual y como parte de un plan global.

En segundo lugar la confusión en el planteo al implementar las restricciones. La visión oficial, en lugar de presentarlas como medidas de transición frente a una emergencia, lo hacen bajo la forma de una “profundización del modelo”, “una política que llegó para quedarse”. Implica autobloquear la posibilidad de una corrección futura e impide percibir la diferencia entre atacar sólo las consecuencias mediante un “parche” y atacar las causas del problema, derivada del retraso cambiario.

En tercer lugar, una visión de la economía donde sólo existen variables y se excluyen los flujos. En ese esquema, al tipo de cambio se lo considera una variable autónoma. Ninguna variable económica lo es y no puede ser manipulada sin efectos sobre el resto de la economía, en todas las direcciones y hacia todos los horizontes de tiempo (y con resultados diferenciales y contradictorios). Una política de restricciones cambiarias, dada su importancia y profunda interrelación con el resto de la economía, obliga a adecuar toda la política económica a este objetivo y lo coyuntural pasa a primar sobre los problemas de fondo no sólo en el mercado cambiario sino en toda la economía. De esa manera, las políticas de crecimiento y distribución son reemplazadas por medidas cortoplacistas de protección de las reservas existentes y la búsqueda de divisas adicionales a cualquier costo.

Esta evaluación resalta la importancia de adoptar políticas preventivas en política económica, que impidan llegar a condiciones límites donde la única alternativa viable es aplicar criterios reparativos basados en medidas “heroicas”.

Pero al problema ya lo tenemos encima. Salir de una dinámica perversa entre inflación, retraso cambiario, restricciones y mercados informales que se retroalimentan, sobrerreaccionan y generan profecías autocumplidas, sólo es posible hacerlo en base a programas integrales y con la participación de los sectores involucrados. Deben ser diseñados a partir de diagnósticos macro y microeconómicos y apoyados en un sólido marco teórico. Propuestas de política económica, a meses del próximo periodo constitucional, que se aproximen a este tipo de criterios, aún no han sido realizadas.

Consulte Informes de Coyuntura anteriores
en la sección Biblioteca Virtual

WWW.CPBA.COM.AR

