

## ¿ES VIABLE UN DESDOBLAMIENTO CAMBIARIO?

7 de NOVIEMBRE 2019

**L**os controles cambiarios llegaron para quedarse. Hay consenso con respecto a la imposibilidad de liberar nuevamente el mercado cambiario en el mediano plazo. Pero los referentes económicos del próximo gobierno han dado muestras de ser claramente conscientes de las limitaciones que esto implica para alentar el ingreso de capitales con destino a la inversión real. En ese contexto, es probable que estén buscando alternativas para generar mecanismos que faciliten el ingreso de capitales. Uno de ellos es el desdoblamiento cambiario.

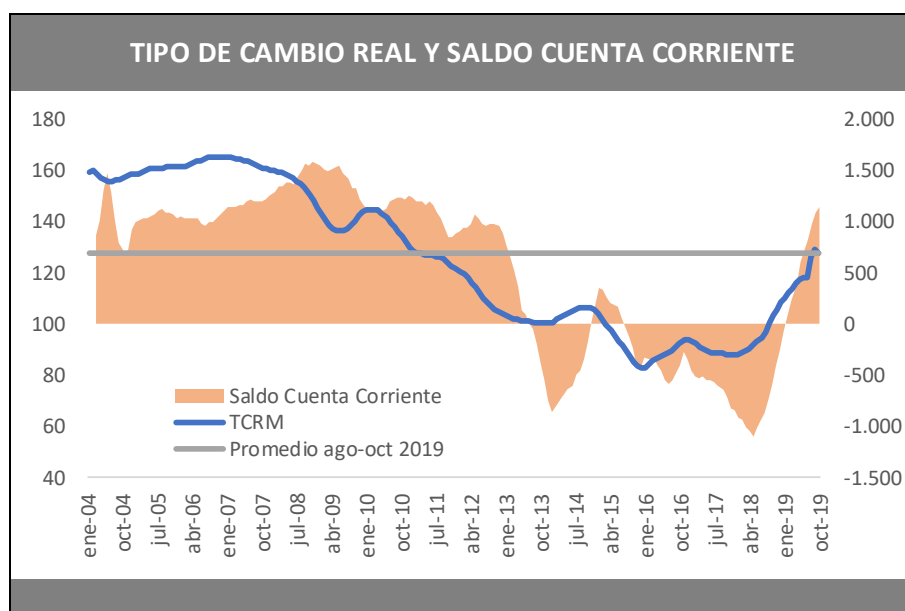
Esquemas como los tipos de cambio diferenciales han sido usados en numerosas ocasiones y pueden diagramarse bajo esquemas muy variados. En general se implementan cuando por algún motivo a la economía le cuesta encontrar el equilibrio con un solo tipo de cambio.

En el caso actual de Argentina esta condición se cumple claramente. La decisión los agentes económicos (individuos y empresas) de atesorar en moneda extranjera incrementa la demanda y disminuye la oferta de divisas. Esto, sin intervención ni controles, llevaría a un nivel de tipo de cambio real muy alto, que no parece necesario para lograr equilibrar la balanza comercial. En definitiva, el equilibrio comercial se podría lograr con un tipo de cambio mucho más bajo si no existieran niveles tan altos de demanda para atesoramiento.

En ciclos de expectativas positivas el comportamiento puede ser justamente el contrario, ya que el ingreso de capitales podría atrasar el tipo de cambio real y perjudicar al balance comercial.

Dado este nivel de atesoramiento, podríamos estar ante la necesidad de un tipo de cambio para operaciones comerciales y otro para atesoramiento, donde los equilibrios necesarios son diferentes. En estos casos de objetivos múltiples y dificultades para alcanzar un equilibrio es que se suelen aplicar los mercados diferenciados.

Llevándolo al caso de Argentina en la actualidad, está claro que se impusieron los controles cambiarios para evitar que el tipo de cambio se deprecie, generando inflación y un nivel de tipo de cambio real que supera el necesario para alcanzar el equilibrio comercial.



Los valores actuales de Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM) han coexistido con niveles razonablemente altos de superávit comercial. Por lo tanto, mayores niveles de tipo de cambio nominal solamente servirían para acelerar la inflación y no generarían ganancias de TCRM.

Es aquí donde puede aparecer la alternativa de generar tipos de cambio diferenciados. Entre 2002 y 2011 eso se logró vía niveles altos de

retenciones, pero para que eso sea posible, se debe estar ante niveles de TCRM muy altos, que permiten a los exportadores ser competitivos a pesar de perder, por ejemplo, el 20% del valor de sus exportaciones vía retenciones. La contra de este esquema es que no evita la volatilidad generada por el atesoramiento de divisas o los ingresos de capitales.

La otra alternativa es funcionar directamente con dos mercados diferenciados. Estos dos mercados se pueden definir como:

- **Mercado Cambiario Comercial:** En este mercado se suelen liquidar exportaciones de bienes y servicios. La demanda está dada por el pago de importaciones de bienes y servicios. Esto incluye la oferta y demanda de dólares para Turismo. Necesita un nivel de tipo de cambio real que asegure la competitividad exportadora, porque se necesita que este mercado genere excedente de divisas para asegurar bajos niveles de volatilidad, ya que este mercado es el más relevante con relación al nivel de precios interno.
- **Mercado Cambiario Financiero:** En este mercado se canaliza la operatoria de los principales movimientos financieros, eso incluye flujos de atesoramiento, inversión directa, inversión financiera, cobro y pago de intereses, giro de utilidades y préstamos financieros. Este mercado puede tolerar niveles más altos de volatilidad que el comercial, aunque igualmente se debe asegurar un flujo de oferta, porque una inestabilidad muy alta generaría dudas sobre la sustentabilidad de todo el sistema cambiario. Al menos inicialmente, luce poco probable que este mercado se pueda liberar completamente.

Sobre la base de clasificación planteada se pueden realizar algunos ejercicios teóricos que sirvan para entender el volumen y el saldo de cada uno de los mercados. Para poder definir valores se han tomado como

referencia momentos recientes del mercado cambiario con y sin controles de capitales.

El análisis realizado muestra cómo, con niveles bajos de Tipo de Cambio Real Comercial, el saldo de un eventual mercado comercial hubiera dado neutro o negativo. En tanto el mercado financiero fue fuertemente negativo en ambos casos, con controles cambiarios o sin controles, por los altos niveles de atesoramiento.

Si se proyecta sobre esa base, se podría esperar un nivel de superávit comercial mayor al de los períodos de referencia, por la presencia de un TCRM más alto, pero seguiría siendo difícil lograr el equilibrio del mercado financiero si no es con mayor nivel de tipo de cambio o con la continuidad de los controles de capitales.

USD Mill Prom Mes	2014-2015		2016-2018		2020	
	Comercial	Financiero	Comercial	Financiero	Comercial	Financiero
OFERTA NETA	5.400	1.119	4.801	5.928	5.008	2.030
DEMANDA NETA	-5.366	-1.653	-4.946	-6.672	-4.010	-2.333
Atesoramiento en %		37%		55%		26%
<b>SALDO NETO</b>	<b>34</b>	<b>-534</b>	<b>-145</b>	<b>-744</b>	<b>998</b>	<b>-303</b>
	Comercial	CCL	Comercial	CCL	Comercial	CCL
Tipo de Cambio Real	43,7	60,7	44,9	45,2	60,0	75,0

La presencia del mercado financiero, bajo determinadas reglas, puede servir para generar un mecanismo de ingreso de divisas a un tipo de cambio mayor que el comercial sin afectación directa al proceso de formación de precios. Pero para eso es necesario mantener controlado el atesoramiento, que ha mostrado ser el factor que desequilibra dicho mercado.

De esta manera entendemos que es una posibilidad que se busque avanzar hacia un desdoblamiento del tipo de cambio como mecanismo para generar ingreso de divisas y atenuar el impacto de la volatilidad del tipo de cambio sobre los precios internos. Pero que dado el punto de partida, no se puede pensar en ese esquema si no es con un TCRM alto y con continuidad de los controles cambiarios sobre el atesoramiento. A su vez, ambos mercados pueden necesitar de la intervención del BCRA, para compensar el exceso de oferta que se pueda producir inicialmente en el comercial y el exceso de demanda del financiero. Para ello se deberían definir reglas claras de volatilidad e intervención. En especial porque estos esquemas son proclives a la aparición de presiones sectoriales para acceder a uno u otro mercado según la conveniencia.

Las discusiones podrían darse sobre qué tratamiento darle a la demanda de dólares para Turismo o si es necesario canalizar parte de la cancelación de deudas financieras al tipo de cambio comercial. Es ahí donde aparecen numerosas opciones que suelen servir para ir calibrando estos esquemas.