

VENTAJAS Y RIESGOS DEL CEPO CAMBIARIO

23 de enero 2020

Los argentinos atesoramos durante 2019 USD 3.000 millones por mes. Al tipo de cambio de hoy, es equivalente a \$180.000 millones o en el año se acumuló una demanda neta por moneda extranjera de 8,1 puntos de PBI. Esta cifra incluye el atesoramiento de individuos, de empresas locales y la demanda neta por Turismo. Las restricciones cambiarias iniciales y el Impuesto al Turismo y Atesoramiento llegaron para frenar esa demanda. Dependiendo del valor que alcance el turismo, se puede llegar a generar una retención de pesos del orden de \$145.500 millones mensuales. Eso tendrá un fuerte impacto positivo para la economía argentina, porque nutrirá al sistema financiero local, mejorará la cadena de pagos y tendrá efecto positivo sobre el nivel de actividad. Pero, si son tantos los efectos positivos ¿por qué el Cepo no se implementó antes?

Para poder contestar esa pregunta, es necesario entender las implicancias que las fuertes restricciones cambiarias pueden generar, tanto en el corto plazo como esencialmente en el mediano y largo plazo.

USD Millones	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Atesoramiento Minorista	-8.865	-18.310	-4.046	145	-2.676	-8.304	-11.261	-17.734	-18.015	-16.833
Atesoramiento Mayorista	-2.685	-3.799	259	229	-599	-165	-1.536	-12.660	-14.972	-13.919
Demanda Turismo	300	-1.124	-4.648	-8.694	-5.417	-8.404	-8.538	-10.662	-8.000	-5.680
Flujo Negativo	-11.250	-23.234	-8.436	-8.321	-8.691	-16.872	-21.336	-41.056	-40.987	-36.433
En % PBI	-2,6%	-4,4%	-1,5%	-1,4%	-1,5%	-2,6%	-3,9%	-6,4%	-7,9%	-8,1%

Está claro que el efecto inicial puede ser ampliamente positivo, hablamos de un flujo anual de pesos equivalente a 6,6% del PBI o un 10% del consumo interno. Esa es la diferencia que surge de comparar el flujo

negativo neto del último año, con el que se podría llegar a dar en 2020 sobre la base de las limitaciones al atesoramiento y el encarecimiento del dólar turista.

Siendo el flujo de pesos que se quedaría en el mercado argentino tan relevante, cómo se explica que tanto quienes decidieron su implementación en la gestión anterior, como quienes decidieron sostener y complementar los controles, hablen permanentemente de este esquema como transitorio y sean conscientes de las limitaciones que puede generar.

El principal factor negativo es que los controles surgen por una demanda muy fuerte de divisas que no desaparece, sino que se limita normativamente. Eso implica que la decisión de dolarizar ahorros puede mantenerse y canalizarse hacia mercados alternativos: dólar blue, dólar MEP o Contado con Liquidación). Esos mercados no implican una esterilización de los pesos, que siguen en la economía, simplemente marcan referencia para el precio libre del dólar.

Altos niveles de brecha entre tipo de cambio oficial y libre generan presiones sobre otras variables centrales de la economía.

En primer lugar, generan la percepción de que el tipo de cambio oficial no es sostenible y que en el futuro puede haber una devaluación que corrija. Eso afecta a la formación de expectativas y de precios.

El segundo punto, y quizás uno de los más importantes, es que genera un fuerte desincentivo a la exportación. Los exportadores reciben el tipo de cambio oficial ajustado por retenciones, un valor que en la actualidad está en promedio \$30 pesos por debajo del dólar libre (\$50 versus \$80). La reacción en ese escenario puede ir desde directamente exportar

menos a buscar alternativas para subfacturar exportaciones. Son todas cosas que han sucedido durante esquema de controles cambiarios anteriores.

Si al exportador no le conviene vender, al importador le sucede lo contrario, le conviene traer todo lo que pueda, porque adquiere los productos al tipo de cambio oficial. Por lo tanto, si se desincentivan las exportaciones y se incentivan las importaciones, se diluye el superávit comercial, que es clave para sostener estable el tipo de cambio aún bajo controles cambiarias.

La reacción habitual ante una reducción del superávit comercial es la restricción de las importaciones. Pero eso afecta al nivel de actividad interno y en especial a las exportaciones, que muchas veces requieren de bienes intermedios importados.

Adicionalmente, el mayor stock de pesos de la economía (que ya no se van a dólares) puede requerir un nivel más alto de esterilización del BCRA o en su defecto se genera un exceso de pesos en la economía. Si la economía cuenta con tasas pasivas que sean positivas en términos reales, se podría producir el ahorro en moneda local. Pero si las tasas que reciben los ahorristas son negativas con respecto a la inflación, no tendría sentido ahorro y se potenciaría el consumo presente. Esa mayor demanda puede ser abastecida por producción local o importaciones.

La demanda de bienes locales puede implicar un aumento del nivel de actividad si se percibe como permanente o un aumento de precios (Inflación) si no se dan las condiciones para invertir e incrementar el capital productivo. En la actualidad, con altos niveles de capacidad ocioso, ese problema tardaría varios trimestres en aparecer.

En tanto la demanda de bienes extranjeros implica nuevamente un aumento de las importaciones y un menor saldo comercial.

Teniendo controlado el mercado cambiario, el principal error que se suele cometer es atrasar el tipo de cambio oficial. No hay demanda libre que pueda producir presiones devaluatorias y el error más habitual es usar el tipo de cambio como ancla inflacionaria, lo que produce un atraso del tipo de cambio real.

El último problema que aparece es la dificultad para atraer inversiones. En este caso es necesario diferenciar la micro inversión, orientada a mejorar alguna capacidad productiva o la construcción de viviendas de las mega-inversiones, que son aquellos proyectos que requieren financiamiento a largo plazo. Con una brecha tan grande entre tipo de cambio oficial y libre lo que sucede es que los grandes inversores no encuentran ningún canal conveniente para ingresar las divisas. El tipo de cambio oficial no es una alternativa, porque se lo percibe atrasado con respecto al libre. En esos escenarios se frenan los grandes proyectos de inversión, que son necesarios como fuente de generación de empleo y de mejoría del potencial productivo de la economía.

Los principales riesgos se resumen en el siguiente diagrama.



De estos procesos mencionados resulta claro que los controles cambiarios son útiles para frenar una demanda extraordinariamente alta de divisa, pero que luego de los efectos positivos iniciales empiezan a aparecer riesgos significativos. Es ahí donde quienes lo administran deberán ser muy eficientes en ir mitigando esos riesgos y sobre todo en corregir el desequilibrio inicial que hizo necesario el cepo, que suele ser la falta de credibilidad de la moneda local y la consiguiente decisión de atesorar en moneda extranjera. Mientras tanto resulta clave ir monitoreando los riesgos que se identificaron.