

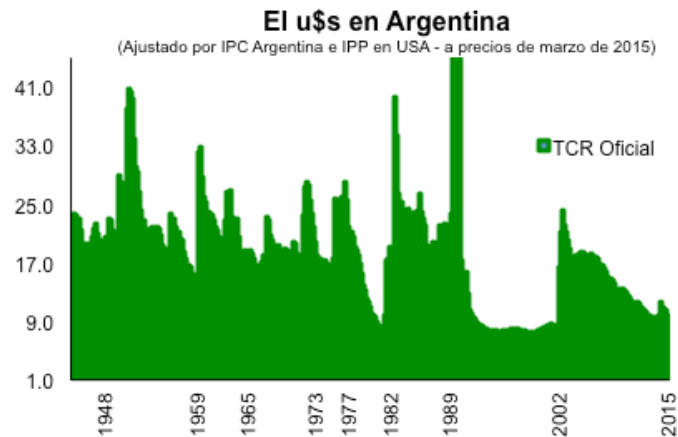
Claves para abrir el CEPO Cambiario

Gustavo Reyes
Economista Jefe IERAL Mendoza
Abril de 2015

En las últimas semanas, distintos candidatos presidenciales y economistas afines a ellos han estado evaluando la posibilidad de eliminar el Cepo Cambiario a partir de la próxima administración. El presente artículo intenta avanzar sobre esta temática respondiendo, a través de la experiencia empírica de nuestro país, preguntas muy concretas como las siguientes: ¿Es posible una salida rápida del cepo o debería ser gradual?, ¿Se necesita una gran devaluación previa? ¿La eliminación de la brecha cambiaria se produce por una suba del precio oficial de la divisa o por una caída del dólar paralelo (“Blue”)?, ¿Cómo es la dinámica del Tipo de Cambio Real Oficial (TCR – poder adquisitivo del dólar) después de la eliminación de la brecha cambiaria?, ¿Es probable que se produzca una sobre-reacción (“overshooting”) en el TCR?, ¿Debe solucionarse totalmente el problema inflacionario para eliminar la brecha cambiaria?, ¿Deben equilibrarse las cuentas fiscales para erradicar el cepo cambiario?

Antes de responder estas preguntas relacionadas con la eliminación de la brecha cambiaria, debemos analizar aunque sea muy rápidamente el proceso de génesis del Cepo de forma tal de identificar las principales causas que llevaron a las autoridades económicas a implementarlo hacia fines de 2011.

El Cepo cambiario no es otra cosa que la existencia de restricciones para la adquisición de divisas al tipo de cambio oficial para diversos fines: ahorro, viajes al exterior, importación de bienes, pagos de dividendos, etc. La respuesta simple del por qué aparecieron estas restricciones es porque faltan dólares. En economía cuando se produce la escasez de algún bien o servicio generalmente es porque su precio (en este caso el tipo de cambio oficial) es muy barato y por lo tanto, su demanda resulta muy alta y su oferta muy baja. El actual faltante de dólares en la economía de nuestro país no es la excepción ya que como puede apreciarse en el siguiente gráfico, el poder adquisitivo del dólar es uno de los más bajos de la historia reciente.



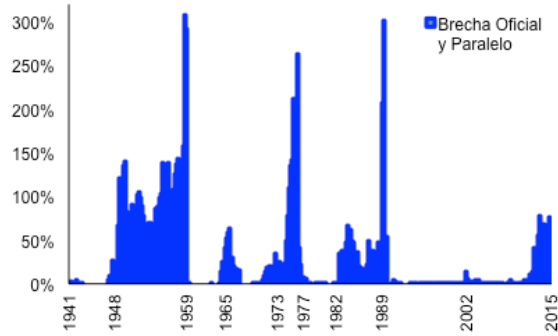
De esta forma, la pregunta clave es ¿por qué se cayó tanto el poder adquisitivo del dólar en Argentina durante los últimos años?. La respuesta, es bien sabida y ha sido analizada múltiples veces en estos informes pero bien vale la pena resumir las razones que tienen que ver claramente con los desequilibrios fiscales que presenta la economía de nuestro país: como el déficit fiscal ha sido financiado básicamente con emisión monetaria, esto derivó en un exceso de pesos que se tradujo en un nivel elevado de inflación. El Gobierno (Banco Central) para no retro-alimentar este proceso, fue devaluando el tipo de cambio muy por debajo del ritmo inflacionario generando caídas permanentes del TCR y deteriorando el Balance Comercial (entrada neta de dólares por motivos comerciales). De esta forma, el bajo TCR (dólar barato) se tradujo en faltante de dólares que fue esquilmando las reservas del Banco Central. Para frenar este proceso, las autoridades decidieron implementar el denominado Cepo cambiario hacia fines de 2011 y con éste, se produjo el nacimiento de una brecha cambiaria relevante (superior al 10%).

El proceso descrito anteriormente no fue nuevo en Argentina. Como puede apreciarse en el siguiente gráfico, desde 1941 hasta la fecha pueden encontrarse al menos cinco episodios¹ donde han surgido estas brechas cambiarias (superiores al 10%).

¹ Abril de 1947, Junio de 1964, Abril de 1971, Julio de 1982 y Noviembre de 2011.

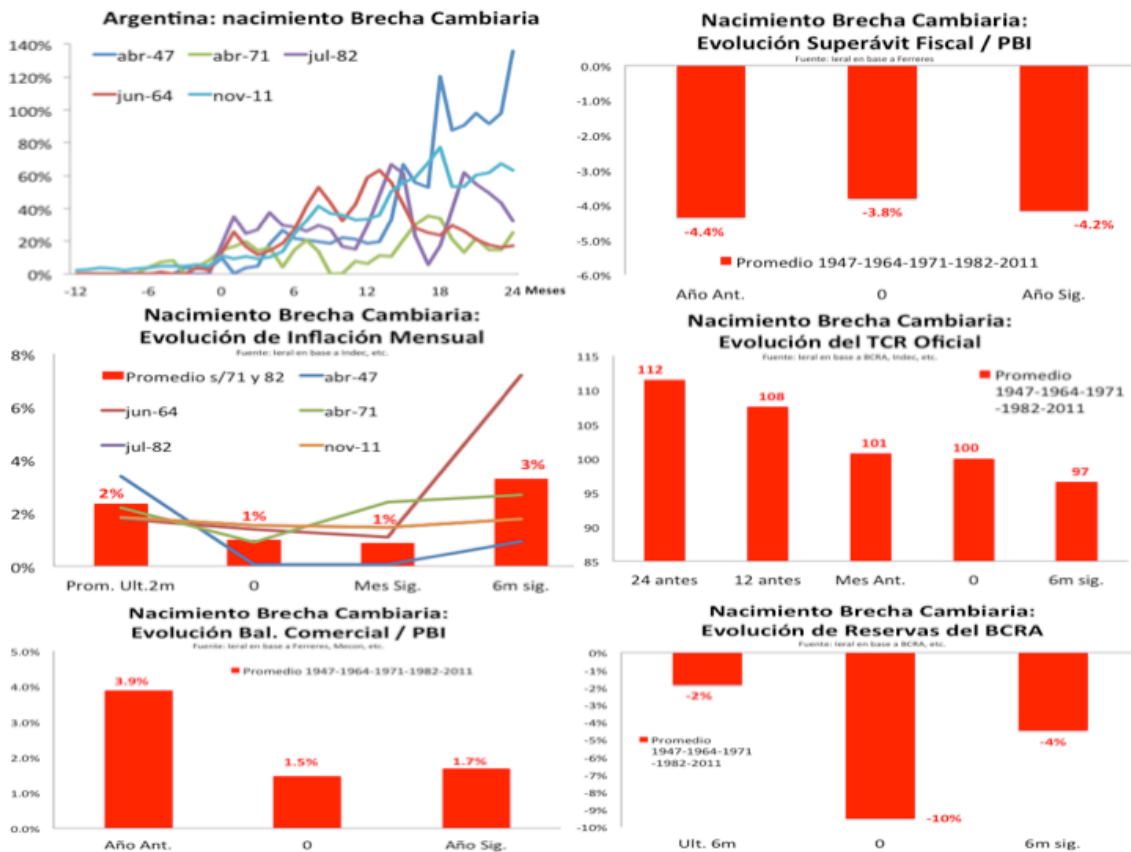
El u\$s en Argentina

Fuente: IERAL en base a BCRA



Si bien, los contextos externos e internos en estos cinco episodios fueron muy diferentes, como puede apreciarse en los siguientes gráficos, todos ellos tienen en común la dinámica macroeconómica que condujo al cepo hacia fines de 2011: alto déficit fiscal, elevada inflación, caída del TCR, deterioro del Balance Comercial y pérdida de reservas del Banco Central.

Macroeconomía del nacimiento de brecha cambiaria

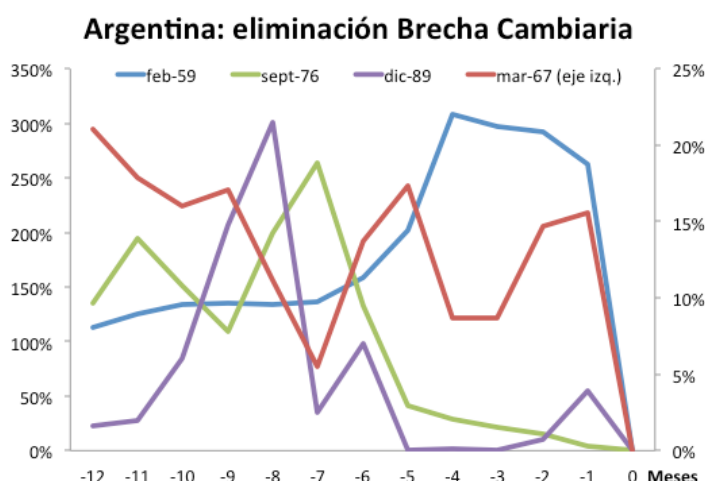


De esta forma, la fórmula clara para salir del Cepo se basa en tres pilares: un Tipo de cambio oficial más alto (de forma tal de eliminar su atraso), que se frene la inflación y que mejoren las cuentas fiscales.

Si bien estos pilares son indiscutibles dada la evidencia empírica mostrada anteriormente, no arroja luz sobre las preguntas claves que formuláramos al principio del artículo. Para responder las mismas, también vamos a utilizar la evidencia empírica de nuestro país, pero ahora analizaremos los períodos donde las brechas cambiarias fueron eliminadas².

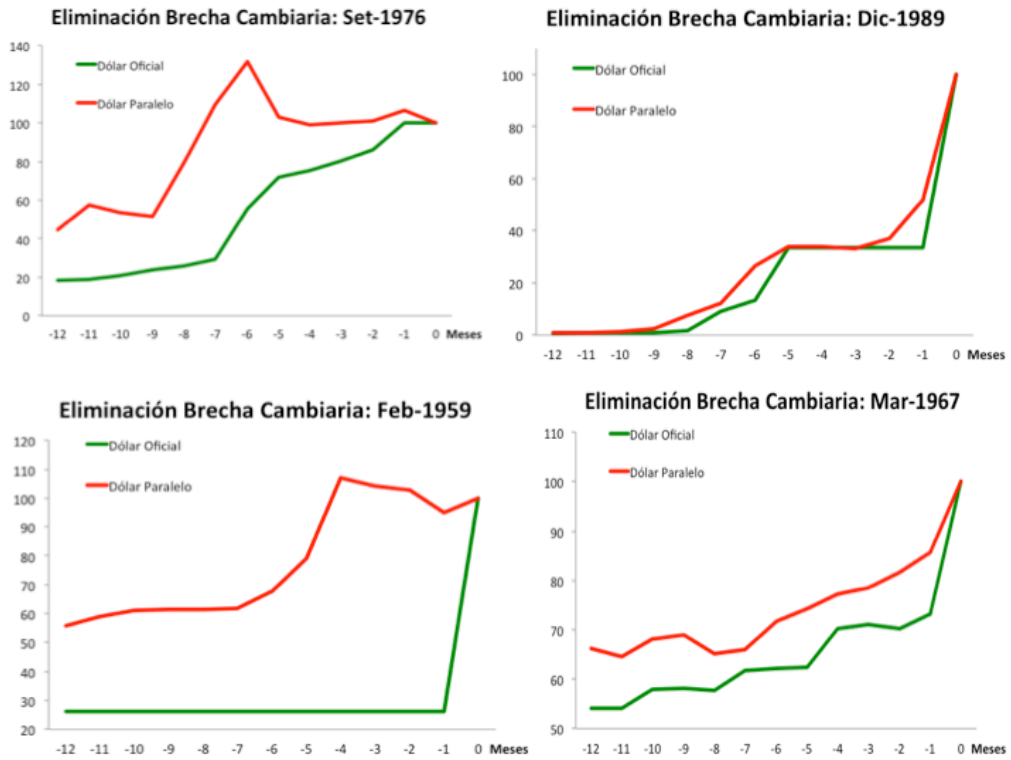
- **¿Es posible una salida rápida del cepo o debería ser gradual?, ¿Se necesita una gran devaluación previa? ¿La eliminación de la brecha cambiaria se produce por una suba del precio oficial de la divisa o por una caída del dólar paralelo (“Blue”)?**

En general, las eliminaciones de las brechas se han realizado bastante rápido. Con la excepción del año 1976 donde la brecha desapareció en 6 meses, para el resto de los casos la diferencia entre el dólar oficial y el paralelo desapareció prácticamente en 1 mes como puede apreciarse en el siguiente gráfico.



El tamaño de la devaluación obviamente depende del grado de atraso con el que llegue el TCR. La evidencia empírica muestra un único caso (Febrero de 1959) que, con una sola devaluación mensual se equipararon los tipos de cambio oficial y paralelo. En el resto de los casos, se observa durante algunos meses devaluaciones oficiales superiores a la del mercado paralelo. En aquellos casos donde el precio de la divisa del mercado paralelo creció fuertemente en los meses previos a la eliminación de la brecha (1959 y 1976), el mayor ritmo de devaluación oficial no se trasladó al mercado de cambios marginal.

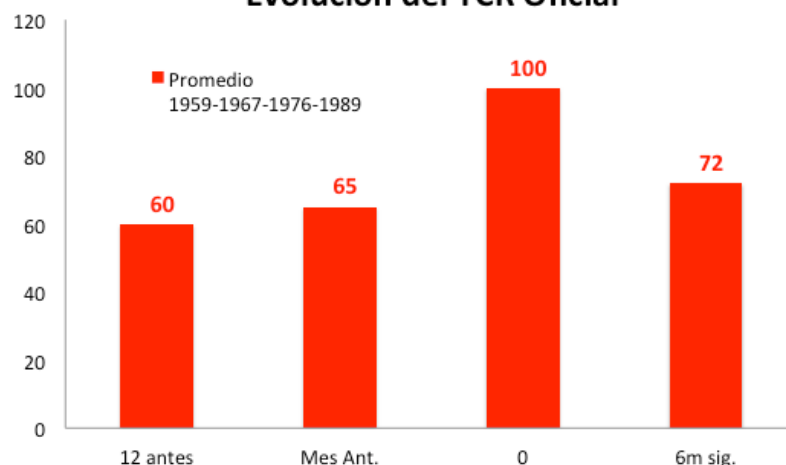
² Febrero de 1959, Marzo de 1967, Septiembre de 1976 y Diciembre de 1989.



- **¿Cómo es la dinámica del Tipo de Cambio Real Oficial (poder adquisitivo del dólar) después de la eliminación de la brecha cambiaria?, ¿Es probable que se produzca una sobre-reacción (“overshooting”) en el TCR?**

Dado que uno de los problemas claves era que el TCR estaba atrasado, es dable esperar que para eliminar la brecha cambiaria, el TCR tenga que aumentar. La evidencia empírica promedio muestra que efectivamente este precio relativo mejora al eliminarse la brecha cambiaria pero con alguna sobre-reacción en el cortísimo plazo. Como también era dable de esperar, luego del “overshooting”, el TCR termina estabilizándose en niveles más altos que los previos a la eliminación de la brecha.

Eliminación Brecha Cambiaria: Evolución del TCR Oficial

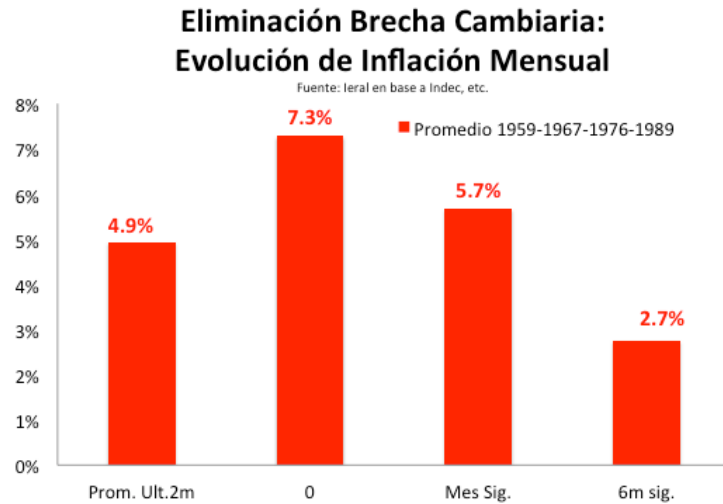


- **¿Debe solucionarse totalmente el problema inflacionario para eliminar la brecha cambiaria?**

Argentina actualmente enfrenta al menos dos restricciones muy importantes que dificultan una eliminación rápida de la inflación. La primera está relacionada con la inflación reprimida derivada del atraso cambiario y tarifario. Claramente resultará muy difícil para cualquier administración eliminar esta inflación reprimida de un día para el otro. El otro problema tiene que ver con las restricciones de credibilidad que hay actualmente en Argentina con los sistemas cambiarios. La experiencia empírica muestra que bajar rápidamente la inflación requiere de fuertes (y creíbles) fijaciones del tipo de cambio nominal (en el caso de nuestro país los ejemplos son en junio de 1985 y abril de 1991). Dados los problemas que se originaron con la caída de la convertibilidad, cualquier administración podría tener serios problemas de credibilidad si intentase estabilizar la inflación mediante una fuerte ancla cambiaria nuevamente.

Por lo tanto, si bien es esperable en una nueva administración el lanzamiento de un plan anti-inflacionario, lo más probable es que el ritmo de crecimiento de los precios se reduzca pero que no llegue tan rápidamente a los niveles internacionales. Dada esta restricción, ¿es posible eliminar la brecha cambiaria aún con una inflación, si bien más baja que la actual, todavía bastante alejada de los estándares internacionales?

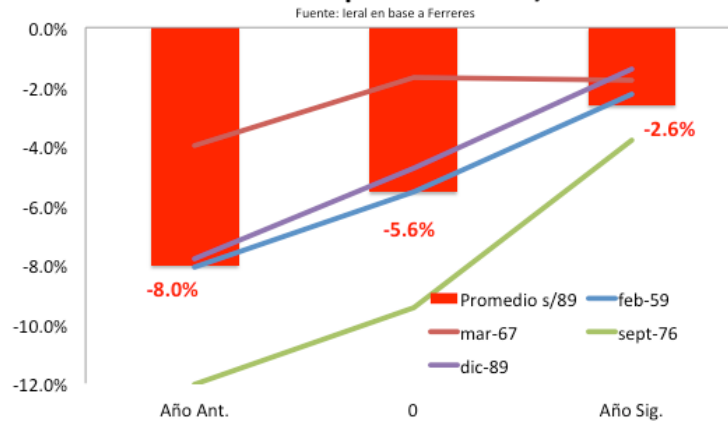
La respuesta es afirmativa de acuerdo a la evidencia empírica de nuestro país. Como puede apreciarse en el siguiente gráfico, en el momento de la eliminación de la brecha cambiaria la inflación se acelera (por la devaluación) y luego cae a niveles bastante más bajos que en los meses previos pero que en términos absolutos siguen siendo elevados.



- **¿Deben equilibrarse las cuentas fiscales para erradicar el cepo cambiario?**

Al igual que la pregunta anterior, este punto también resulta muy relevante para la Argentina actual ya que dados los enormes problemas de exceso de gasto público (subsídios económicos) y de altísima presión impositiva, la próxima administración difícilmente pueda resolver completamente estos desequilibrios rápidamente. La evidencia empírica de nuestro país muestra que en el año de la eliminación de la brecha cambiaria (y el año subsiguiente) claramente se requiere de una importante mejora en las cuentas fiscales pero no necesariamente las mismas deben equilibrarse en el mismo año en que se elimina la brecha cambiaria.

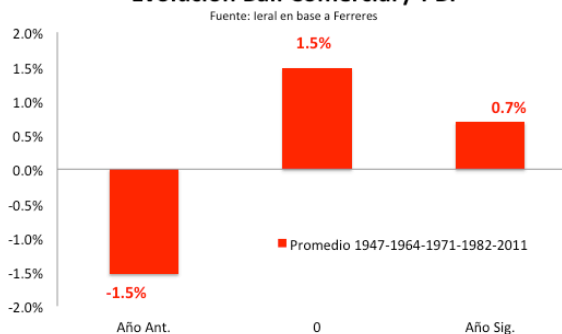
Eliminación Brecha Cambiaria: Evolución Superávit Fiscal / PBI



De esta forma, si bien la eliminación de la brecha cambiaria requiere atacar rápidamente los problemas que originaron el nacimiento de la misma (atraso cambiario, inflación y cuentas fiscales), la eliminación completa tanto de la inflación como de los desequilibrios fiscales no parecen ser requisitos indispensables aunque sí una importante mejora en los mismos.

Por último, la evidencia empírica también muestra que el combo de eliminar el atraso cambiario junto con una reducción importante y sostenible en los desequilibrios fiscales y en la inflación, no solamente permiten eliminar la brecha cambiaria, sino también solucionar el faltante de divisas que sufrió la economía durante la existencia de las restricciones cambiarias.

Eliminación Brecha Cambiaria: Evolución Bal. Comercial / PBI



Eliminación Brecha Cambiaria: Evolución de Reservas del BCRA

