

Los controles de cambio en la Argentina: El *cepo cambiario*

Manuel Badosa

Programa de Formación 2015

Índice

1. Introducción	3
2. Las crisis de “stop and go”	4
2.1 Repaso histórico.....	4
2.2 Denominadores comunes a lo largo de la historia	6
2.3 El control de cambio en la Argentina	7
3. Control de cambio: ¿Qué es?	9
4. Situación previa a la implementación del control de cambio	11
5. El control de cambio en Argentina en el período 2011-2015: <i>el cepo cambiario</i> .	12
5.1 Cronología de la implementación de las medidas	12
6. Evolución del dólar	16
6.1 El resurgimiento del dólar ilegal: <i>El dólar blue</i>	16
6.2 Evolución del dólar oficial y dólar blue	16
6.3 Aparición de otros tipos de cambio	17
6.3.1 Dólar Ahorro.....	18
6.3.2 Dólar Tarjeta	18
6.3.3 El “contado con liquidación” y el “dólar MEP”	19
6.4 Las desventajas de la utilización de tipos de cambio múltiples	20
7. Indicadores macroeconómicos durante la implementación del cepo	21
7.1 El Balance de Pagos y el Balance Cambiario	22
7.1.1 Evolución de las Reservas Internacionales	22
7.1.2 Evolución de la Cuenta Corriente y de la Cuenta Capital y Financiera del Balance de pagos.....	24
8. Un efecto colateral positivo: La reinversión de utilidades	26
9. Liberación del cepo cambiario	27
10. Conclusiones	28
11. Bibliografía	31
11.1 Libros, papers y legislación.....	31
11.2 Artículos periodísticos y estadísticas	32
11.3 Páginas web	32
12. Agradecimientos	33

1. Introducción

“Hay cuatro tipos de países desde el punto de vista económico: los países avanzados, los países en vías de desarrollo, Japón y Argentina”¹

Hay quienes pueden considerar ésta, una frase exagerada: que la Argentina no es una categoría en sí misma y, que a pesar de la performance macroeconómica en sus ya más de 200 años de vida, no es tan distinta a otros países comparables.

Sin embargo, más allá de las opiniones que pueda generar la clasificación, constituye un disparador interesante: ¿Por qué la Argentina sufre de inestabilidad crónica? ¿Qué características particulares le impiden estabilizarse a largo plazo a diferencia de países similares? ¿Cuáles son los factores determinantes que se repiten y que generan las sucesivas crisis?

El sistema monetario argentino ha estado históricamente ligado a los ciclos económicos y al sector externo. Desde el momento de la independencia misma, estos ciclos han sido muy marcados y determinados por el signo de la balanza comercial, los flujos de capital y la capacidad de endeudamiento². Particularmente, las crisis cambiarias o de balanza de pagos, conocidas habitualmente como “*stop and go*” han sido una constante a lo largo de la historia argentina.

Sin embargo, los mencionados ciclos han tenido características particulares en los distintos períodos de la historia argentina y han estado profundamente relacionados con las estructuras productivas, comerciales y financieras predominantes. Estas sucesivas crisis tuvieron diferentes determinantes y consecuencias, pero todas ellas parecen compartir una secuencia que se repite: un período de “bonanza” favorecido por políticas expansivas, transición y deterioro gradual, estancamiento, escasez de divisas y estrangulamiento del sector externo, para llegar finalmente a la etapa de ajuste y devaluación.

En nuestra historia reciente, el faltante de divisas, la sangría de reservas provocada por la incesante fuga de capitales y el deterioro de los indicadores macroeconómicos llevaron a implementar un férreo control del mercado cambiario, conocido comúnmente como *cepo cambiario*.

Este trabajo analiza el período comprendido entre octubre 2011 y diciembre 2015, en el cuál se implementaron un conjunto de medidas y controles para el establecimiento de un nuevo control de cambio.

¹ La frase se le atribuye a Simon Kuznets, Premio Nobel de Economía 1971.

² Rapoport Mario, Musacchio Andrés y Médici Florencia - Simposio N° 27: Experiencias históricas de política económica en América: historias comparadas e inserción internacional. Ciclos económicos, sector externo y sistema monetario en la Argentina

Los objetivos del presente trabajo son los siguientes:

- Realizar un breve repaso histórico como punto de partida, para conocer el desarrollo de la política económica argentina e identificar las variables que tendieron a ser causantes de los eventos de inestabilidad
- Explicar brevemente la historia de los controles de cambio en Argentina
- Analizar el conjunto de medidas y controles aplicados para el establecimiento de un nuevo control de cambio en octubre de 2011
- Establecer las causas que motivaron la medida
- Analizar la situación macroeconómica previa y posterior a la implementación de los controles
- Establecer un paralelo con situaciones y medidas similares aplicadas en el pasado
- Determinar la efectividad de los controles de cambio implementados
- Evaluar las consecuencias de la medida

2. Las crisis de “*stop and go*”

2.1 Repaso histórico

La Argentina ha atravesado, desde su independencia hasta la actualidad, una numerosa cantidad de crisis macroeconómicas. Inclusive, ostenta el récord de ser el país que más fenómenos de este tipo vivió en los últimos 70 años en toda América Latina.

Lo curioso es que comparten el mismo resultado modelos económicos y gobiernos que tuvieron ideologías y visiones muy distintas: fracasó la ortodoxia o el neoliberalismo y también lo hicieron las políticas progresistas o expansionistas.

Las crisis cambiarias o de balanza de pagos han sido una constante, en especial entre fines de los años cuarenta y principios de los setenta y, después de tanto tiempo, siguen teniendo relevancia en nuestros días. Es importante aclarar, que estos fenómenos se vieron por primera vez inclusive antes de que el país se insertara completamente en el mercado mundial como productor de materias primas y se consolidara el Estado Nacional. Sin embargo, las características de las mismas se fueron modificando y su complejidad fue en aumento con el paso de los años; las crisis económicas argentinas se fueron volviendo cada vez más profundas y más agudas.

Entre 1880 y 1913, el país creció casi sin interrupciones a un promedio de 6,5% anual. La economía se centraba en la exportación de productos agropecuarios y la importación de manufacturas europeas. Los progresos tecnológicos en transporte, la apertura comercial de los países europeos y la consolidación del Estado Nacional crearon las bases propicias para este crecimiento. En este período, las crisis económicas eran el resultado de shocks externos que afectaban el comercio internacional o los flujos de capital.

La Primera Guerra Mundial y la Gran Depresión marcarían un antes y un después: los países europeos se volvieron más proteccionistas, se redujo el comercio internacional y

Argentina, al igual que el resto de los países de América Latina, tuvo que concentrarse en su mercado interno y en el desarrollo de su industria.

En teoría, las economías industriales mercado-internistas estarían más aisladas de los ciclos del comercio internacional. Sin embargo, con este nuevo paradigma, las crisis económicas comenzaron a depender de la balanza comercial. La economía funcionaba mientras las exportaciones agropecuarias superaban a las importaciones requeridas por la industria. Cuando ocurría lo contrario y escaseaban las divisas, la actividad se estancaba y se daba lo que se conoce como “restricción externa”. Esta situación se volvió uno de los principales determinantes en los ciclos económicos y jugaría un papel central en las crisis de “*stop and go*”.

El desempeño argentino, en general, fue muy pobre a partir de esos años. Como consecuencia de las crisis y recesiones que azotaron nuestro país a lo largo de su historia, Argentina tuvo, por ejemplo, un crecimiento anual menor al de Brasil, México, Perú y Chile.

Tabla 1-1 Tasa de crecimiento anual compuesta

	1950-2014
Brasil	4,50%
México	4,36%
Perú	3,98%
Chile	3,96%
Argentina	2,70%

Fuente: Cepal

Si bien la tasa de crecimiento anual compuesta es un indicador válido para normalizar la información en un lapso de tiempo prolongado, en realidad pueden distinguirse dentro del período analizado, tres subperíodos muy marcados.

El primero, que en general se conoce como los años del *stop and go* en los que el país sufría crisis recurrentes de balanza de pagos y va desde 1946 a 1973. En este período la economía creció por debajo del promedio de América Latina, con tasas moderadas de alrededor del 3% anual. Se caracterizó por una alta volatilidad en el nivel de actividad que incluyó cuatro recesiones pero que no resultó un obstáculo para el crecimiento a largo plazo; el ingreso per cápita aumentó ligeramente.

El segundo período, que se extiende desde 1973 hasta principios de los años noventa, se conoce como “los años perdidos”. El ingreso per cápita cayó 12% y Argentina sufrió 3 crisis macroeconómicas severas: el Rodrigazo en 1975, la crisis de deuda de 1982 y la hiperinflación en 1989. Estos sucesos se desarrollaron en una era con un clima político complejo, en la que se alternaron gobiernos democráticos y dictaduras militares, en la que el país luchó y perdió la Guerra de Malvinas y en la que las condiciones externas eran muy adversas.

El fin de la hiperinflación marcó el comienzo del tercer período, en el cual se abandonó el estancamiento y se retomó la senda del crecimiento. Esta etapa comenzó con la estabilización de los precios lograda a partir de la implementación del Plan de Convertibilidad, que sufrió un duro golpe con la devastadora crisis del 2001, y tuvo un segundo período de importante crecimiento a partir de 2003. Entre 1992 y 2011, la economía creció a una tasa promedio del 3,5% anual. A partir de 2012, comienza a verse una nueva etapa de disminución de las tasas de crecimiento y en la cual los indicadores macroeconómicos dan señales de necesidad de correcciones.³

2.2 Denominadores comunes a lo largo de la historia

Se repiten, a lo largo de la historia, una serie de variables que tendieron a ser las causantes fundamentales de los eventos de inestabilidad.

La lista de factores comúnmente determinantes tiene cuatro componentes: el atraso cambiario, que surge como consecuencia del uso de la tasa de cambio como ancla monetaria para controlar la inflación; el contexto internacional y la escasa capacidad de respuesta de la economía a los diferentes shocks externos; los persistentes déficit fiscales; la incidencia de la deuda pública.⁴

En las crisis de balanza de pagos tradicionales, el principal problema es una inconsistencia entre un tipo de cambio fijo o un tipo de cambio administrado que empieza a mostrar señales de atraso, por un lado y una política monetaria y fiscal expansiva por el otro. El tipo de cambio no puede mantenerse si hay inflación y los precios y salarios suben permanentemente porque genera una inconsistencia que desemboca siempre en el mismo final: una devaluación.

Tradicionalmente en nuestro país se repitió una historia: durante los años de expansión (o del “go”), en los que había un exceso de gasto y un alto nivel de actividad estimulada por emisión monetaria y un abultado gasto público, la crisis comenzaba a gestarse. Con la economía en expansión, subían los precios y los salarios, se encarecía el país en dólares y se perdía competitividad, con lo que aumentaban las importaciones y se deterioraba el

³ Kiguel Miguel A. – Las crisis económicas argentinas: Una historia de ajustes y desajustes, 2015 Editorial Sudamericana

⁴ Blejer Mario I. – Prólogo de Miguel A. Kiguel – Las crisis económicas argentinas: Una historias de ajustes y desajustes, 2015 Editorial Sudamericana

saldo de la balanza comercial del balance de pagos y caían la Reservas Internacionales. El stock de reservas, al llegar a un mínimo, ya no permitía el pago normal de las importaciones y de los créditos externos, lo cual generalmente desataba el ciclo final: un ataque especulativo de inversores que apostaban a que el tipo de cambio era insostenible con lo que caían aún más las reservas, lo que llevaba a una devaluación inevitable y al temido “ajuste” (el “*stop*”) que implicaba una disminución del déficit fiscal.

La repetición de este tipo de ciclos, fue generando una huida del peso, que se conoce como una caída en la demanda de dinero y una tendencia a la dolarización de los ahorros, que se hizo costumbre. Esto generó un aumento en la vulnerabilidad de la economía y, en particular, implicó que la emisión monetaria del Banco Central para financiar los déficits fiscales se transmitiera más rápido a precios y al tipo de cambio. Esta situación explica en gran parte el hecho de que las crisis se fueron agravando con los años.⁵

2.3 El control de cambio en la Argentina

La aplicación de controles de cambio y otras disposiciones no constituye una novedad para la historia de la política económica argentina. Por el contrario, el conjunto de medidas aplicadas en el período analizado – 2011 a 2015 – encuentra similitud con otras tantas implementadas en el pasado.

El trabajo “El control de cambios en la Argentina” publicado por FIEL (Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas) analiza en detalle el medio siglo comprendido entre 1931 y 1981. Estos 50 años en los cuales se experimentaron etapas de controles y otras de liberalización, son un claro ejemplo de cómo la política económica argentina ha dado constantemente bruscos cambios de dirección y ha repetido fórmulas obteniendo, en la gran mayoría de las oportunidades, resultados negativos. El trabajo analiza este lapso temporal dividiéndolo en 4 grandes períodos:

El período 1931-1945, abarca los primeros años de improvisación e inexperiencia en los que se pretendía controlar todas las variables hasta mediados de la década del 40, en la que la escasez de bienes de importación y un marcado ingreso de capitales provocado por la Segunda Guerra Mundial provocaron por primera vez en nuestro país la regulación de los movimientos de capitales.

En este período se creó la Comisión de Control de cambio en 1931, estableciendo un control absoluto de las operaciones cambiarias, regulando las exportaciones y dando lugar, por primera vez, a la aparición de un dólar ilegal que mantuvo en promedio una brecha del 40% con el dólar oficial. A partir de esta situación, fue que con posterioridad se realizó una reorganización total del mercado cambiario, implementando un tipo de cambio múltiple: un tipo de cambio fijo para la mayoría de las transacciones corrientes y uno libre para las operaciones restantes. Se estableció así un tipo de cambio alto para las importaciones y otro bajo para las exportaciones.

⁵ Kiguel Miguel A.– Las crisis económicas argentinas: Una historia de ajustes y desajustes, 2015 Editorial Sudamericana

Estas medidas fueron procedidas por constantes restricciones a los permisos de importaciones hasta suprimirlos casi en su totalidad con el establecimiento de un régimen de licitaciones para los artículos superfluos. Hacia 1943, además, se estableció un régimen de permisos de entrada y salida de capitales que quebrantó la absoluta libertad que regía desde 1933.

El período 1946-1958 cubre la política cambiaria del gobierno justicialista y se caracterizó por la utilización de tipos de cambio múltiple y por el aumento de la brecha cambiaria entre el dólar oficial y el paralelo hasta llegar a un máximo de 247%.

El inicio de este período se vio marcado por el desdoblamiento de los tipos de cambio oficiales compradores y vendedores en básico y preferencial. A su vez, se reestablecieron las cuotas de importación y se instauraron los permisos previos de cambio, impidiendo la importación de bienes “no esenciales”. Se perpetuaron, además, los controles sobre la salida de capitales y se fueron liberando progresivamente las entradas. A través de la creación de tipos de cambio preferenciales se fueron realizando devaluaciones ocultas y la brecha cambiaria siguió en aumento.

Hacia 1955, se decide la liberalización gradual del mercado de cambios; un único tipo de cambio oficial fijo y un mercado libre (con flotación administrada). Además, se permitió la libre movilidad internacional de capitales.

Durante el período 1959-1971 prevaleció un mercado único de cambios, con flotación administrada en un principio y tipo de cambio fijo al final.

Durante los primeros años del período en cuestión, se derogó el régimen de cupos y permisos de importación, la liquidación obligatoria de divisas a los exportadores y el tratamiento diferenciado para importaciones y exportaciones, estableciendo un Mercado Único y Libre de Cambios. Sin embargo, con posterioridad, la situación cambiaria forzó la implementación de nuevos controles: se obligó a los exportadores la liquidación de divisas en plazos determinados, se prohibió la importación de ciertos artículos “prescindibles”, se favoreció la importación de bienes de capital y se prohibieron los depósitos en moneda extranjera, obligando la liquidación de los existentes.

En 1967, vuelven a realizarse cambios abruptos en materia de política cambiaria. Se produce una plena liberalización de los movimientos de capitales y quedan sin efecto todas las medidas y controles establecidos en los años previos inmediatos. Se determina, además, el establecimiento de un tipo de cambio fijo.

El período 1971-1981 reconoce dos fases, la primera entre 1971-1975 en la cual los controles de cambio se reestablecen plenamente y la segunda entre 1976-1981 en la cual tuvo vigencia un mercado unificado y se abrió completamente la cuenta capitales del balance de pagos, luego de hacerse numerosos intentos por controlar las entradas con diferentes mecanismos.

La primera fase de este período, se caracterizó por la restauración integral de los controles de cambio, la creación de un mercado comercial con un tipo de cambio fijo y

único para las exportaciones tradicionales y determinadas importaciones y un mercado financiero (primero flotante y luego fijo) para el resto de las operaciones. Vuelve a aparecer, con estas medidas, las restricciones a las salidas de fondos, el mercado paralelo y la brecha cambiaria, que alcanzaría máximos de 170% en 1975. Ese mismo año, se realizaron devaluaciones frecuentes y sucesivas reorganizaciones del mercado cambiario hasta llegar al sistema simplificado de marzo de 1976: un mercado oficial para las transacciones comerciales y uno libre para el resto.

La segunda fase comienza con la unificación del mercado de cambios a fines de 1976. A partir de entonces, fueron eliminándose restricciones a los pagos de importaciones, se autorizaron pagos de dividendos y se dio la posibilidad de comprar montos limitados de divisas a las personas para ahorro, que luego fueron aumentando con el tiempo. Además, se extendieron los plazos para la liquidación de divisas de exportadores, se redujeron las exigencias de financiamiento externo de importaciones y la brecha cambiaria fue nula.

Sin embargo, en 1981 se reinstauró el mercado doble, lo que implicó el comienzo de un nuevo ciclo de controles en materia cambiaria.

3. Control de cambio: ¿Qué es?

La implementación del denominado *cepo cambiario* a fines del año 2011 implicó el regreso de los controles de cambio como herramienta de política económica en nuestro país luego de muchos años. Palabras como cepo o control de cambio dominaron la escena y se convirtieron en términos de uso cotidiano para el común de la población argentina. Sin embargo, resulta necesario definir correctamente de qué se habla cuando se hace referencia a los controles de cambio.

El control de cambio es un conjunto de instrumentos de política monetaria empleado, principalmente, para absorber un saldo negativo de la balanza de pagos. En otras palabras, es una intervención oficial del mercado de divisas, que hace que los mecanismos normales de oferta y demanda queden total o parcialmente fuera de operación y, en su lugar, se aplica una reglamentación administrativa sobre compra y venta de divisas, que implica generalmente un conjunto de restricciones cuantitativas y/o cualitativas de la entrada y salida de divisas.

El control de cambio, está constituido por políticas de la autoridad monetaria implementadas a través del sistema monetario tendientes a controlar la compra y venta de moneda extranjera. Puede involucrar tanto la determinación del tipo de cambio, como el volumen de divisas transadas. Lo esencial del régimen de control de cambio es la alteración del funcionamiento de la oferta y demanda de divisas en el mercado cambiario, y no la fijación de un tipo de cambio oficial. El control de cambio, además, tiende a impedir la libre convertibilidad entre la moneda nacional y las monedas extranjeras.

Las modalidades del control de cambio son de muchos tipos; suponen una reglamentación oficial de las operaciones en el mercado de divisas como por ejemplo,

concentrar sólo en el Estado la compra y venta de moneda extranjera, establecer registros de importación, prohibir a los residentes contraer deudas en moneda extranjera, establecer depósitos previos de importación o tipos de cambios diferenciados, etc.

Diversas modalidades de control pueden implantarse, de acuerdo con las características del mercado, la índole del problema y la gravedad del mismo.

El control de cambio absoluto, o sea, la reglamentación total de la oferta y la demanda de divisas, es prácticamente imposible de implementar, por las inevitables y múltiples evasiones y filtraciones que tienen lugar cuando la economía no es enteramente centralizada.

El control parcial o de mercados paralelos ha sido practicado en diferentes países y oportunidades: consiste en un control parcial que administra la oferta de divisas, a precios determinados. Estas divisas se utilizan para atender necesidades esenciales de la economía. Existe un mercado marginal permitido en el cual se compra y vende cantidades de divisas procedentes de operaciones que se dejan libres y se determinan precios de mercado; este mercado paralelo o marginal se autoriza para impedir el funcionamiento del estraperlo o mercado negro.

Otra modalidad de control es el régimen de cambios múltiples, en que para cada grupo de operaciones, de oferta o demanda, se fija un tipo de cambio: tipos preferenciales, más favorables, para determinadas exportaciones y entradas de capital y para algunas importaciones y salidas de capital; y tipos no preferenciales, para las restantes operaciones. Este sistema se ha aplicado y se aplica aún no sólo en función de objetivos cambiarios o de balanza de pagos, sino como instrumento de la política económica en general.

Otro control parcial es la venta de divisas al mejor postor para determinadas operaciones (régimen de licitaciones).⁶

El control de cambio implementado en el período 2011 – 2015 adquirió popularmente el nombre de “*cepo cambiario*”. Los orígenes de esta expresión se remontan a la época de la inquisición, y en la Argentina hasta que fue eliminado en la Asamblea del año XIII, el cepo era uno de los instrumentos más comunes de tortura, que permitía atar de pies y manos, para inmovilizar a los presuntos culpables. En realidad, cuando se habla de “*cepo cambiario*” se está mencionando una cosa muy distinta, que ya fue aplicada anteriormente frente a restricciones o crisis externas, hasta por gobiernos conservadores, como en los años 30, y que se llamaba simplemente control de cambio. Con él se procuraba estabilizar la economía frente a la caída del comercio exterior o de los términos del intercambio.⁷

⁶ Sepúlveda L., César. Diccionario de términos económicos, Editorial Universitaria, 1995.

⁷ Rapoport Mario, “El verdadero cepo es otro”, 2015.

4. Situación previa a la implementación del control de cambio

A partir del año 2011 comienza a vislumbrarse un cambio de ciclo y un verdadero punto de inflexión en la situación económica argentina; empiezan a verse algunos desequilibrios macroeconómicos.

Tabla 4-1 Indicadores Macroeconómicos en el período 2008 - 2011

	2008	2009	2010	2011
PBI real	3.1%	0.1%	9.5%	8.4%
Nuevo PBI revisado ⁸	4.1%	-6.0%	10.4%	6.1%
Inflación	20.0%	16.0%	25.0%	23.5%
Resultado fiscal *	1.1%	-0.5%	0.2%	-1.3%
Cuenta corriente *	1.7%	2.9%	-0.1%	-0.6%
Reservas Internacionales	46,386	47,967	52,145	46,376
Tipo de cambio	3.45	3.80	3.98	4.30

* Medido como % del PBI real

Fuentes: Indec, Inflación Índice Congreso, BCRA, BNA

En ese año vuelven, después de mucho tiempo, simultáneamente los déficits fiscal y de cuenta corriente (conocidos como “déficits gemelos”). Había, además, salida de capitales, la economía se empezaba a estancar, el sector privado ya no generaba empleo y los holdouts habían conseguido una victoria importante en la Cámara de Apelaciones de Nueva York, que abría un nuevo frente de incertidumbre.

Esta situación se daba en un contexto de una inflación asentada en 25% anual y con un tipo de cambio que comenzaba a atrasarse cada vez más.

Frente a este panorama de incertidumbre y con el aliciente de la proximidad de las elecciones presidenciales, comenzó un nuevo proceso de fuga de capitales, a tal punto que las Reservas Internacionales empezaron a caer a un ritmo de mil millones de dólares por mes. El gobierno, faltando pocos meses para las elecciones, decide tomar una decisión mucho más política que económica: se mostró reacio a modificar el tipo de cambio, por lo que decidió mantener la paridad cambiaria.

La victoria del oficialismo en octubre de 2011 marcó el fin del calendario político y el comienzo de una serie de acciones de política económica tendientes a atacar la pérdida de Reservas Internacionales.

⁸ En junio 2016, el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos publicó, junto con el valor del Producto Bruto Interno (PBI) 2015, una revisión del año 2004 como base para el cálculo del de los datos del PBI para los años anteriores. Dichos datos se exponen bajo el concepto “Nuevo PBI revisado”.

El gobierno tenía tres opciones:

Una primera opción ortodoxa, que implicaba hacer una devaluación lo suficientemente importante para convencer al mercado que se había corregido el tipo de cambio, acompañarla por una suba de la tasa de interés para mantener los ahorros en pesos y, a partir de allí, que el tipo de cambio acompañara los precios y otras variables relevantes.

La segunda opción era un desdoblamiento cambiario. En esta alternativa, habría un tipo de cambio comercial – que se utilizaría principalmente para importar y exportar- y un tipo de cambio financiero- cuyo precio fluctuaría según la oferta y la demanda y que se utilizaría para la compra de divisas para turismo y atesoramiento-. La finalidad de un desdoblamiento es impedir una devaluación que se traslade a precios y proteger las Reservas Internacionales.

La tercera alternativa era mantener la política cambiaria y no devaluar, pero introducir controles cambiarios para evitar la pérdida de Reservas Internacionales. En este esquema se limita el acceso a las divisas y quedaría a cargo de la Administración Federal de Ingresos Públicos, del Banco Central y de la Secretaría de Comercio decidir quién recibiría las divisas y en qué cantidad.

El gobierno se inclinaría por esta última opción, con un tinte marcadamente intervencionista, y la implementación se llevaría a cabo con la participación de tres actores fundamentales: la Administración Federal de Ingresos Públicos, la Secretaría de Comercio y el Banco Central de la República Argentina.

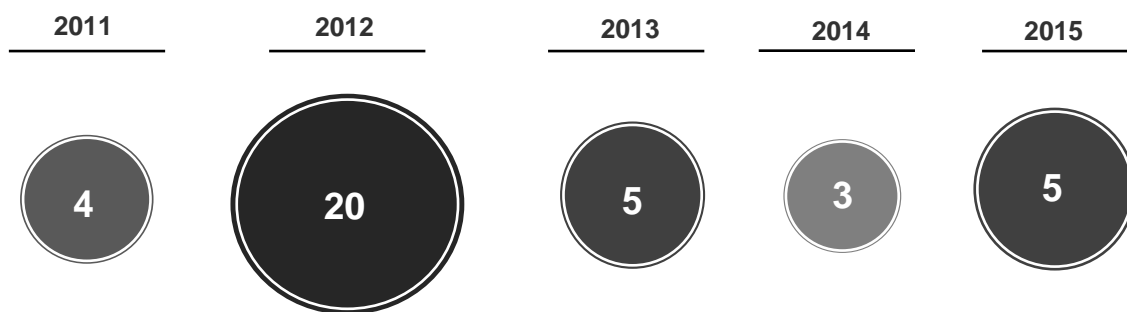
5. El control de cambio en Argentina en el período 2011-2015: *el cepo cambiario*

El 31 de octubre del 2011, con posterioridad a las elecciones presidenciales, el gobierno anunciaba las primeras restricciones cambiarias. Formalmente se lo llamaba "Programa de Consultas de Operaciones Cambiarias". A partir de allí, las medidas fueron endureciendo cada vez más el control de cambio impuesto, para dar lugar al denominado *cepo cambiario*.

5.1 Cronología de la implementación de las medidas

A continuación, se enumeran cronológicamente las medidas y hechos más significativos desde la implementación de los primeros controles en octubre de 2011 hasta su levantamiento definitivo el 17 de diciembre de 2015.

Figura 5-1 Cantidad de medidas por año



31 de octubre de 2011

El Gobierno introduce los primeros controles a través de la Resolución General 3210/11 de AFIP. Los controles afectaron a empresas e individuos, que requirieron desde entonces, permiso del organismo para adquirir divisas. Desde ese momento, las autorizaciones dependieron de la situación patrimonial de cada contribuyente; los individuos podían destinar hasta 40% de su sueldo a comprar moneda extranjera.

1 de febrero de 2012

Comienzan a implementarse la DJAI (Declaraciones Juradas Anticipadas de Importación) a través de la resolución de AFIP 3252/12, por la cual debía gestionarse con anterioridad al trámite de compra con el proveedor internacional. La declaración jurada constituía una barrera a las importaciones para para disminuir el flujo de divisas hacia el exterior.

9 de febrero de 2012

Se estableció que las empresas que necesitaran dólares para girar al exterior, para el pago de importaciones o giro de utilidades, deberían tener una aprobación del Banco Central. Aunque ya informaban sobre las operaciones cambiarias, la novedad fue la traba al giro de utilidades que afectó especialmente a las multinacionales. Desde hacía tiempo, por pedido de la Secretaría de Comercio Interior las empresas debían presentar planes "de compensación de importaciones", por el cual quien solicitara un dólar, debía generar un dólar a través de la exportación.

3 de abril de 2012

El BCRA dispuso que "los retiros de moneda extranjera con el uso de tarjetas de crédito locales desde cajeros automáticos ubicados en el exterior, deberán ser efectuados con débito a cuentas locales del cliente en moneda extranjera". Hasta entonces, cuando se extraía dinero de un cajero en el exterior con una tarjeta de crédito no provenía de una cuenta, sino que se sacaba en concepto de adelanto de efectivo. No regían aún topes a las extracciones.

9 de Mayo de 2012

El Gobierno, preocupado por la escasez de divisas, redujo el límite para la compra de dólares del 40% al 25% del salario.

25 de mayo de 2012

La AFIP puso en vigencia, a través de la resolución general 3333, un nuevo régimen informativo para los contribuyentes que adquieran paquetes de viajes vía operadores turísticos. El sistema informativo buscó evitar que las agencias de turismo, que tienen acceso libre al mercado de cambios oficial, sacaran ventajas, al cobrar los paquetes a sus clientes en pesos al tipo de cambio paralelo o en dólares billete.

15 de junio de 2012

La AFIP eliminó la posibilidad de comprar dólares para ahorro. Las opciones en el sitio eran: viajes al exterior, adquisición de bienes y otros destinos. El 5 de julio la prohibición fue oficializada. Las posibilidades para comprar dólares, entonces, eran: viajes y turismo, pago y cobro de mercancías, servicios, rentas y capital, algunos créditos hipotecarios, y donaciones a organismos y entidades gubernamentales.

10 de agosto de 2012

Se limitó la venta de dólar "turista". La autorización de divisas se fijó en un plazo no mayor a siete días antes del viaje, y en la moneda del país de destino. Así, los turistas que viajaran a países limítrofes podrían acceder exclusivamente a la compra de billetes de ese país. Es decir, quienes cruzaran a Uruguay ya no podrían extraer dólares.

31 de agosto de 2012

Surge el "dólar tarjeta". El organismo recaudador hizo aún más rígidos los controles para los consumos en dólares en el exterior con tarjeta de crédito, débito y realizadas por Internet. Estableció una percepción del 15% sobre el monto total de los consumos en otros países con plásticos. La diferencia con la cotización oficial sería utilizada para pagar a cuenta obligaciones impositivas, como Bienes Personales o Ganancias, según la Resolución General 3378 de la AFIP.

1 de noviembre de 2012

Entró en vigor una disposición del BCRA, que impidió la compra de dólares a partir de hipotecas en pesos para la adquisición de inmuebles.

3 de diciembre de 2013

Por la incesante caída de reservas, AFIP sube del 20 al 35% el recargo a los consumos en dólares con tarjeta y al turismo e incluyó en la normativa las compras de billetes por parte de viajeros en el mercado oficial, que hasta ahora estaban exentas. Sobre el dólar oficial que cotizaba a \$ 6,19, el dólar para turismo pasó a \$ 8,35.

27 de enero de 2014

Se impuso una nueva limitación: las personas físicas que quisieran acceder al mercado oficial deberían haber ganado en promedio \$7200 en los últimos doce meses. Estos podrían adquirir divisas sólo por el 20% de su ingreso mensual declarado con un tope de U\$S 2000 por mes. Y los que decidieran depositar su compra a 365 días en caja de ahorro o plazo fijo no pagarán la retención del 20% de la AFIP. Quien calificara con el requisito mínimo pudo adquirir hasta U\$S 180 al mes. Y sólo podrían alcanzar el tope de U\$S 2000 quienes tuvieran un salario mínimo de bolsillo -también en promedio- de al menos \$80.000.

11 de septiembre 2014

Las restricciones afectaron seriamente a la industria automotriz. General Motors anunció la suspensión de importaciones de vehículos desde Brasil. En agosto, los fabricantes ya habían manifestado los problemas para la compra de autopartes que vienen del exterior, lo que demoró las entregas de varios modelos.

24 de agosto de 2015

En el mercado ilegal, el dólar llega a un nuevo record: \$ 16. Fue a pocos días de las elecciones presidenciales primarias y registró un pico histórico desde la puesta en marcha de los controles.

27 de octubre de 2015

Ante la situación crítica de las reservas, el Gobierno puso en marcha tres medidas que implicaron una restricción para el acceso a divisas: redujo un 50% el límite que tienen las empresas importadoras para la compra de dólares sin la necesidad de contar con una autorización previa, aumentó el interés en 3 puntos porcentuales que pagaban las Lebacs y obligó a las aseguradoras a desprenderse de los bonos en dólares. Para los importadores, el monto mínimo de las Declaraciones Juradas Anticipadas de Importaciones (DJAI) se reducirá de 150.000 a 75.000 dólares.

28 de octubre de 2015

El Banco Central informó a las agencias de viajes la reducción a la mitad del cupo diario para el giro de divisas al exterior. La medida, que fue comunicada a los bancos que operan con las distintas agencias, redujo de 150.000 a 75.000 dólares por día, siguiendo los pasos de lo sucedido con las empresas importadoras.⁹

17 de diciembre de 2015

El gobierno nacional, recientemente electo, oficializó el fin de los controles de cambio.

⁹ La Nación, Cepo cambiario: cronología de estos cuatro años de restricciones, Luján Scarpinelli, 16/12/2015

6. Evolución del dólar

La implementación de los controles de cambio, dio una falsa sensación de alivio en el corto plazo; se detuvo la caída de las Reservas Internacionales y mantuvo el tipo de cambio sin alteraciones significativas.

Durante los primeros seis meses, la brecha entre los tipos de cambio oficial y paralelo se mantuvo por debajo del 10%, las tasas de interés (Badlar) bajaron del 24% en octubre de 2011 al 14% en marzo de 2012.

Sin embargo, esta calma fue efímera; el mercado encontró rápidamente la forma de comprar divisas.

6.1 El resurgimiento del dólar ilegal: *El dólar blue*

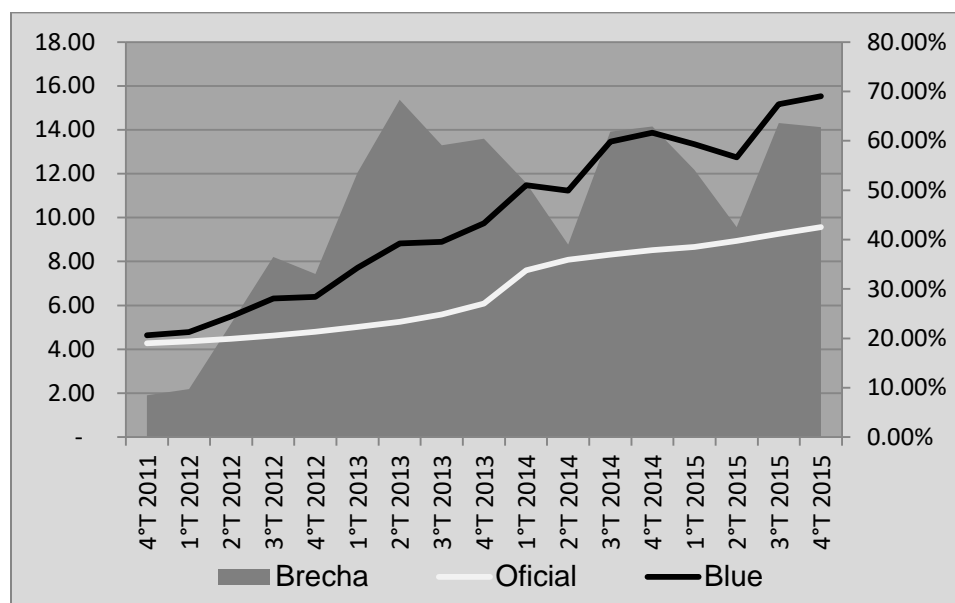
El *cepo cambiario* trajo aparejado la resurrección de un mercado ya conocido en Argentina: el mercado paralelo o marginal de divisas.

El mercado ilegal del dólar existió siempre en nuestro país: históricamente se negociaban allí pesos y divisas no declarados (denominado comúnmente “dinero en negro”), proveniente de empresas y personas físicas. Sin embargo, la implementación de esta medida por parte del gobierno nacional, implicó que dicho mercado se expandiera notoriamente y que el valor de las divisas comenzara a aumentar. Todas aquellas personas – ahorristas no sofisticados- que disponían de un sobrante de su sueldo para destinarlo al ahorro, ante la creciente inflación, las tasas de rendimiento negativas de las herramientas de ahorro en pesos y la imposibilidad de comprar divisas en el Mercado Único y Libre de Cambios, se volcaron a la compra del *dólar blue*.

6.2 Evolución del dólar oficial y dólar blue

Por el principio económico básico de oferta y demanda: si un bien es escaso o difícil de conseguir, aumenta su precio. En el caso de Argentina, el valor del dólar paralelo era ligeramente superior al oficial, cuando este último era de libre acceso. Con la implementación de los sucesivos controles, comenzó a dificultarse la compra de dólar oficial, el dólar paralelo creció y llegó a valer el doble que el legal.

Gráfico 6-1 Evolución del dólar oficial, dólar blue y de la brecha cambiaria



Fuente: BNA – La Nación – Elaboración propia

La brecha cambiaria entre el dólar oficial y el dólar paralelo, comenzó a tomar impulso entre marzo y julio de 2012 en respuesta a nuevas restricciones para la compra de divisas en el mercado oficial. El *dólar blue* subió de 4,50 a 6,00 pesos: la brecha cambiaria ascendió al 27% y tocó un máximo en mayo de 2013 cuando llegó a 77%.

Tabla 6-1 Evolución de la brecha cambiaria desde la implementación de los controles

Trimestre	Promedio Brecha	Trimestre	Promedio Brecha
1ºT 2012	9.72%	1ºT 2014	51.49%
2ºT 2012	23.01%	2ºT 2014	38.98%
3ºT 2012	36.47%	3ºT 2014	61.85%
4ºT 2012	33.03%	4ºT 2014	62.89%
1ºT 2013	53.56%	1ºT 2015	54.08%
2ºT 2013	68.30%	2ºT 2015	42.52%
3ºT 2013	59.09%	3ºT 2015	63.59%
4ºT 2013	60.42%	4ºT 2015	62.76%

Fuente: BNA - La Nación - Elaboración propia

6.3 Aparición de otros tipos de cambio

El mercado comenzó a utilizar diferentes formas de evadir los controles para poder hacerse de divisas y, así, dio nacimiento a distintos tipos de cambio y se instaló la sensación de vivir en un mercado desdoblado no oficializado.

El dólar blue, el dólar ahorro, el dólar tarjeta, el contado con liquidación y el dólar MEP son los más conocidos y utilizados. Sin embargo, se hablaba habitualmente en los mercados de un “dólar inmobiliario” también conocido como “dólar celeste”, con un valor intermedio entre el dólar oficial y el paralelo o de diferentes tipos de dólar para las exportaciones argentinas cuyo cálculo se obtenía aplicando la retención impositiva correspondiente al tipo de cambio oficial.

6.3.1 Dólar Ahorro

Con la decisión de AFIP en enero de 2014 a través de la Resolución General 3583/2014 de permitir nuevamente la venta de dólares a personas físicas para atesoramiento, el gobierno flexibilizó el control de cambio y dio origen a un nuevo tipo de cambio: el dólar ahorro.

Esta nueva medida permitió a aquellas personas con empleo formal, ingresos declarados y que se encontraban bancarizadas, acceder mensualmente a la compra de divisas por un monto de hasta el 20% de sus ingresos hasta un tope de U\$S 2.000 por mes. El trámite debía iniciarse de manera on-line a través de la página de AFIP y, una vez autorizado el monto, el contribuyente debía dirigirse a su banco para hacer efectiva la compra.

La compra de dólar ahorro implicaba ser sujeto de una percepción del 20% del monto autorizado como pago a cuenta del Impuesto a las Ganancias. Para aquellas personas que no retirasen el dinero en el momento de la compra, el BCRA autorizó la apertura de cuentas en dólares gratuitas, permitiéndoles dejar depositado el dinero por el término de un año y acceder al beneficio de no quedar sujetos a la percepción del 20%.

El dólar ahorro tuvo impacto en la formación del precio tanto del dólar oficial como del dólar paralelo y constituyó una de las principales vías de fuga de divisas desde su implementación, totalizando ventas por U\$S 10.239 millones mientras estuvo vigente desde enero 2014 hasta diciembre 2015.

6.3.2 Dólar Tarjeta

Ante la imposibilidad de comprar dólares en el mercado libre y único de cambio y el elevado valor del billete en el mercado paralelo, los argentinos comenzaron a utilizar sus tarjetas para la compra de paquetes turísticos y para el pago de la totalidad de sus gastos en el exterior.

Rápidamente, muchos comenzaron a sacar provecho de la utilización de la tarjeta de crédito: se realizaban compras de oro en EE.UU., compra de fichas de casinos en el exterior y su inmediato canje en efectivo y retiro de divisas en cajeros automáticos, entre otras prácticas.

El gobierno reaccionó ante esta situación con la emisión de la Resolución General 3450/2013 de AFIP, que implicó la aplicación de un porcentaje de percepción (que fue incrementándose con el tiempo) sobre el monto total de los consumos en el exterior que

sería utilizada por los contribuyentes para pagar a cuenta obligaciones impositivas, como Bienes Personales o Ganancias.

Además, para el caso de los retiros de divisas en cajeros automáticos con tarjeta de crédito, en un primer momento limitó considerablemente los topes a extraer y, posteriormente, fue necesario que la persona tenga una cuenta local en moneda extranjera.

6.3.3 El “contado con liquidación” y el “dólar MEP”

En primer lugar, es importante aclarar que los denominados “contado con liquidación” y “dólar MEP” constituyen operaciones paralelas y legales. Paralelas, porque es una manera de hacerse de dólares por fuera del Mercado Libre y Único de Cambios (MULC) que es controlado por el Banco Central. Legales porque pese a funcionar al margen del MULC, lo hace dentro de la ley y a la vista de las autoridades regulatorias. Tanto es así que los bancos oficiales y hasta la propia ANSES suelen ser activos participantes de este mercado.

Dólar contado con liquidación: Para realizar esta operación, en primer lugar, es necesario tener pesos declarados con los cuales se compran bonos denominados en dólares o acciones con cotización en el exterior. Una vez realizada la compra, se deben mantener esos bonos o acciones en cartera al menos por 72 horas. Luego, la reglamentación vigente, redactada por la Comisión Nacional de Valores, permite realizar su venta en el exterior. Una vez vendidos, el comprador deposita los dólares en una cuenta fuera del país.

De la relación entre el precio en pesos que se paga por la compra de los títulos y los dólares que se obtienen por la venta, surge el precio del dólar "contado con liquidación". Por ejemplo, si se paga 1,395 pesos por cada acción y se la vende a 0,93 dólares. De esa relación surge un precio del Contado con liquidación de 15 pesos por dólar.

Dólar Bolsa o MEP: La operación es similar pero se realiza enteramente en el mercado local. El bono se compra en pesos y luego de 72 horas se lo puede vender contra dólar billete. Todo transcurre dentro del ámbito de la Bolsa de Comercio porteña. Los dólares obtenidos se depositan, sí o sí, en la cuenta que el inversor tenga abierta en un banco local. De ahí lo de MEP: los dólares circulan por el Mercado Electrónico de Pagos.

Un dato importante de estas operatorias es que, en los dos casos, los dólares los pone un inversor privado, no son dólares que salen del Banco Central. No hay pérdida de reservas con esta operatoria.

Además, si bien fue muy criticada por el gobierno, si no hubiese estado permitida esta operatoria, la presión sobre el dólar blue hubiese sido aún mayor, llevando su cotización a niveles mucho más altos.

Es importante aclarar que estas herramientas se utilizaron de múltiples formas y tuvieron un gran impacto en la economía: muchos importadores, ante la imposibilidad de hacerse de divisas, acudían a ese mercado para pagar sus deudas con proveedores extranjeros. Adicionalmente, resultó relevante por el hecho de que muchas empresas realizaban el camino inverso para ingresar dólares y obtener un tipo de cambio más favorable. Tanto el dólar CCL como el dólar MEP, se convirtieron en una referencia cada vez más utilizada para fijar precios.¹⁰

6.4 Las desventajas de la utilización de tipos de cambio múltiples

A partir de lo expuesto en los apartados precedentes, puede afirmarse que Argentina se encontraba en una situación de tipos de cambio múltiples no oficializados. Inclusive la posible adopción de un tipo de cambio múltiple de manera oficial, fue uno de los temas más debatidos por especialistas como una salida a la compleja situación cambiaría del período analizado.

El establecimiento de tipos de cambio múltiples persigue dos ideas básicas: aislar el mercado de bienes de shocks que pudieran ocurrir en los mercados de activos nacionales e internacionales y limitar las reservas de divisas en manos del sector privado para evitar la pérdida de reservas por parte del banco central.

Un caso típico es el establecimiento de un sistema de cambios dual, en el que la moneda extranjera tiene un precio para las transacciones comerciales y otro para las operaciones de la cuenta capitales, normalmente más elevado y que flota libremente. Por lo general, se fijan tipos de cambio bajos para las exportaciones tradicionales e importaciones de primera necesidad y uno mayor para importaciones manufacturadas y productos suntuarios.

El problema de este sistema surge cuando comienza a crecer la brecha entre ambos tipos de cambio; los exportadores tienen incentivo a subfacturar para evitar liquidar sus divisas a un precio inferior al de mercado y los importadores tienen incentivo a sobrefacturar para obtener la mayor cantidad posible de divisas a un tipo de cambio preferente. Estas son formas clásicas de fuga de capitales y forman parte de la salida de capitales del país que no figuran en la balanza de pagos.

La presencia de múltiples tipos de cambio puede provocar severas distorsiones económicas en las transacciones de la cuenta corriente. Además, tienden a ocasionar graves problemas en la asignación de recursos, desalientan fuertemente la producción nacional de los bienes primarios de exportación y de bienes que sustituyen a los importados.¹¹

¹⁰ Clarín iEco, Qué son el "contado con liqui" y el "MEP", Gustavo Bazzan, 01/10/14

¹¹ Larraín Felipe y Sachs Jeffrey – Macroeconomía en la economía global, 2004 [2002] Editorial Pearson Education

7. Indicadores macroeconómicos durante la implementación del cepo

En la siguiente tabla puede apreciarse el deterioro de los *fundamentals*, en comparación con los períodos anteriores (ver tabla 4-1).

Tabla 7-1 Indicadores Macroeconómicos en el período 2012 - 2015

	2012	2013	2014	2015
PBI real	0.8%	2.9%	0.5%	2.1%
Nuevo PBI revisado ¹²	-1.1%	2.3%	-2.6%	2.4%
Inflación	25.2%	27.9%	38.0%	25.0%
Resultado fiscal *	-2.0%	-1.9%	-2.8%	-6.1%
Cuenta corriente *	-0.1%	-0.7%	-0.8%	-2.7%
Reservas Internacionales	43,290	30,599	31,433	25,563
Tipo de cambio	4.92	6.52	8.55	13.30

* Medido como % del PBI real hasta 2014 y cómo % del PBI revisado para 2015

Fuentes: Indec, Inflación Índice Congreso, BCRA, BNA

Del análisis de la información, puede apreciarse como el PBI se estancó en 2012, luego de haber tenido una gran recuperación en los años 2010 y 2011 al superar la crisis internacional de 2009.

A su vez, tanto el déficit fiscal como el déficit de cuenta corriente se convirtieron en una constante a partir del año 2011 y sufrieron un incremento importante en el año 2015: -6.1% y -2.7% respectivamente, calculadas sobre el PBI revisado emitido por INDEC en junio 2016.

La inflación, a partir del año 2008, se estabilizó en dos dígitos y comenzó a mostrar una importante aceleración a partir de 2011, en sintonía con los desajustes en materia de gasto público y emisión monetaria. El tipo de cambio, por su parte, muestra una constante depreciación del peso año a año. Sin embargo, esta depreciación se produjo a un ritmo menor que la tasa de inflación, dando como resultado lo que se conoce como un *tipo de cambio atrasado*.

En cuanto a las Reservas Internacionales, luego de superar los U\$S 52.000 millones en 2010, empiezan a deteriorarse a partir del proceso de fuga de capitales comenzado en 2011 y siguieron manteniendo esa tendencia a pesar de la implementación de las medidas y controles tendientes a revertirlo.

¹² En junio 2016, el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos publicó, junto con el valor del Producto Bruto Interno (PBI) 2015, una revisión del año 2004 como base para el cálculo del de los datos del PBI para los años anteriores. Dichos datos se exponen bajo el concepto "Nuevo PBI revisado".

7.1 El Balance de Pagos y el Balance Cambiario

La publicación del balance cambiario y del balance de pagos se presenta en esquemas con formatos similares. Estas presentaciones, que son similares en formato, encierran sin embargo diferencias significativas en los montos estimados, dadas las diferencias conceptuales que existen entre ambas estimaciones.

El Balance de pagos intenta resumir las transacciones económicas entre los residentes de un país y los del resto del mundo para un período dado. Adicionalmente se incluyen las transacciones entre sectores residentes que implican intercambio de activos o pasivos financieros externos transferibles, definiéndose transacción, como un flujo económico que refleja la creación, transformación, intercambio, transferencia o extinción de un valor económico y entraña traspasos de propiedad de bienes y/o activos financieros, la prestación de servicios o el suministro de mano de obra y capital.

El Balance cambiario, en cambio, intenta resumir las operaciones cursadas en moneda extranjera en el conjunto de entidades autorizadas a operar y en el BCRA, realizadas en un período determinado. Dado que el balance cambiario, que publica este banco, muestra como resultado la variación de Reservas Internacionales del BCRA, en la explicación de los factores que dan lugar a ese resultado, se incluyen las operaciones de cambio cursadas a través del Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) o el BCRA, y las transacciones que afectan el nivel de Reservas Internacionales o la Posición General de Cambios (PGC) de las entidades financieras, sin pasar por una liquidación de cambio. El Balance cambiario se registra utilizando el criterio de caja o de lo percibido, a diferencia del Balance de pagos que utiliza el criterio de lo devengado.¹³

7.1.1 Evolución de las Reservas Internacionales

El fin del año 2010 marcó un récord histórico en el stock de Reservas Internacionales, cerrando con un total de U\$S 52.190 millones.

A partir del primer trimestre de 2011, la situación comenzó a revertirse y empezaron a observarse variaciones negativas de las Reservas Internacionales. Durante este año, la única excepción fue el segundo trimestre, conocido como el “trimestre de oro” para la Argentina en el cuál ingresan al país el grueso de las divisas generadas por las exportaciones de cereales y oleaginosas. Así, las Reservas Internacionales disminuyeron en el primer, tercer y cuarto trimestre: 1.160, 3.154 y 2.021 millones de dólares respectivamente, totalizando una variación negativa de las reservas para ese año de 6.109 millones de dólares. Esta disminución se explica, principalmente, por una fenomenal fuga de capitales producida durante el período: la formación de activos en el exterior del sector privado no financiero totalizó 21.504 millones de dólares.

¹³ BCRA, Principales diferencias entre el balance de pagos y el balance cambiario, Estadísticas BCRA

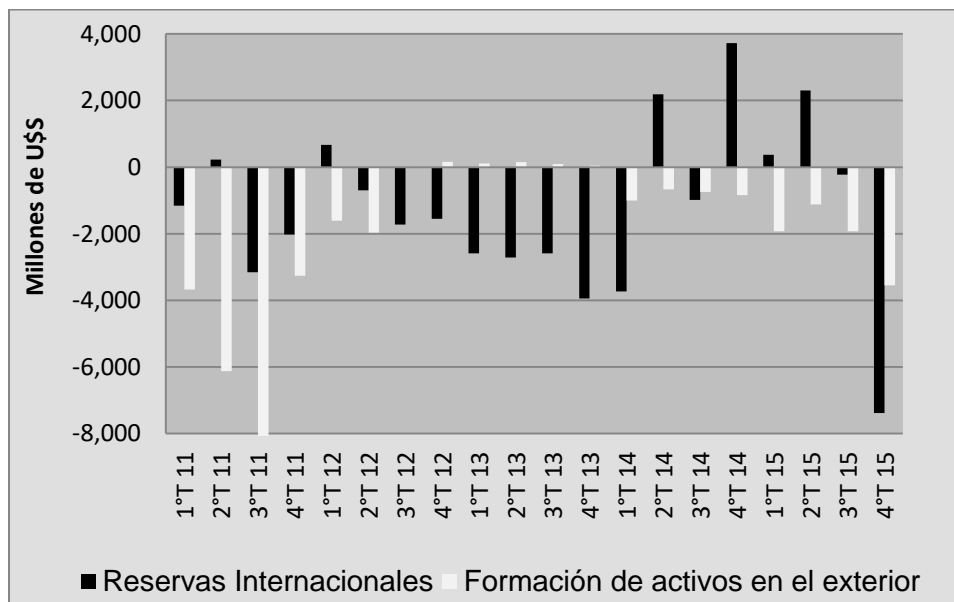
En el año 2012, luego de la implementación de las primeras medidas del control de cambio conocido comúnmente como *cepo cambiario*, la fuga de capitales disminuyó y pudo atenuarse la pérdida de reservas pero, sin embargo, el flujo siguió siendo negativo: se fugaron 3.404 millones de dólares y las reservas disminuyeron en 3.305 millones de dólares ese año.

El 2013 fue el año más crítico para las Reservas Internacionales. Sin embargo, en este período en particular, no sólo no hubo fuga de fondos sino que hasta se produjo un leve ingreso de capitales al país por 397 millones de dólares. La variación se explica a partir de un importante déficit en la cuenta corriente cambiaria producido por el pago de servicios y rentas al exterior. Así, en este período, las Reservas Internacionales disminuyeron en 11.825 millones de dólares.

Durante los dos años posteriores, la cuenta corriente cambiaria continuó siendo deficitaria y la flexibilización de los controles para el ahorro minorista en un entorno de incertidumbre producto de la proximidad de las elecciones presidenciales, produjo nuevamente el repunte del proceso de fuga de capitales. En 2014 y 2015 se formaron activos en el exterior por 3.284 y 8.250 millones de dólares respectivamente.

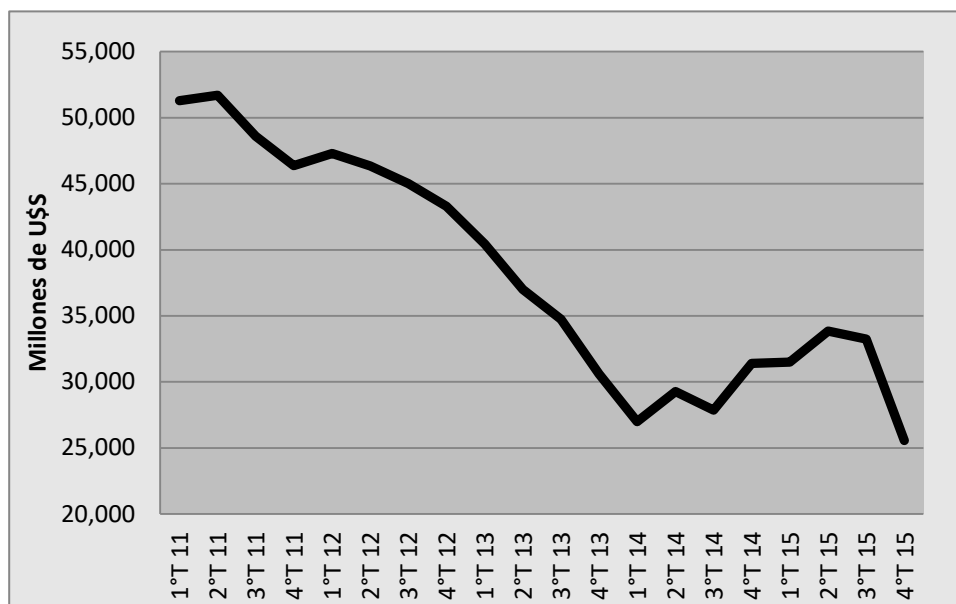
A pesar de esto, en 2014 las Reservas Internacionales aumentaron levemente en 1.197 millones de dólares, para volver a entrar en terreno negativo el año siguiente, disminuyendo en 4.993 millones de dólares.

Gráfico 7-1 Variación de las Reservas Internacionales y de la formación de activos en el extranjero por el sector privado no financiero



Fuente: Balance cambiario BCRA – Elaboración propia

Gráfico 7-2 Stock de Reservas Internacionales



Fuentes: Balance de pagos – Elaboración propia

7.1.2 Evolución de la Cuenta Corriente y Cuenta Capital y Financiera del Balance de Pagos

Durante 2015 los indicadores del Balance de pagos reflejaron una agudización en la tendencia que se vislumbraba desde la implementación del cepo cambiario: la Argentina duplicó su déficit de cuenta corriente con respecto al año anterior y los argentinos sacaron casi 8.000 millones de dólares del sistema a pesar de las restricciones cambiarias.

El país pasó de tener un déficit en la cuenta corriente -que refleja el flujo de entrada y salida de divisas- de US\$ 8.075 millones en 2014 a US\$ 15.934 millones durante 2015. Esto quiere decir que, para las cuentas del año 2016, tiene un piso de financiamiento requerido de casi US\$ 16.000 millones, un 2,7% del PBI.

Dentro de la cuenta corriente, la pérdida del superávit comercial fue lo que más impactó, ya que tanto la cuenta de servicios reales como la de rentas son estructuralmente deficitarias. En el año 2013, el saldo comercial disminuye en un 69% con respecto al año anterior y mantiene cifras similares para el período 2014. El panorama se vuelve aún más complejo en 2015, cuando se retorna a una situación de déficit comercial luego de mucho tiempo.

El resultado negativo de la cuenta corriente fue financiado con la utilización de Reservas Internacionales y por el ingreso de capitales por US\$ 14.300 millones. Este ingreso de divisas se explica en gran parte por la utilización del Swap pactado con China y por la

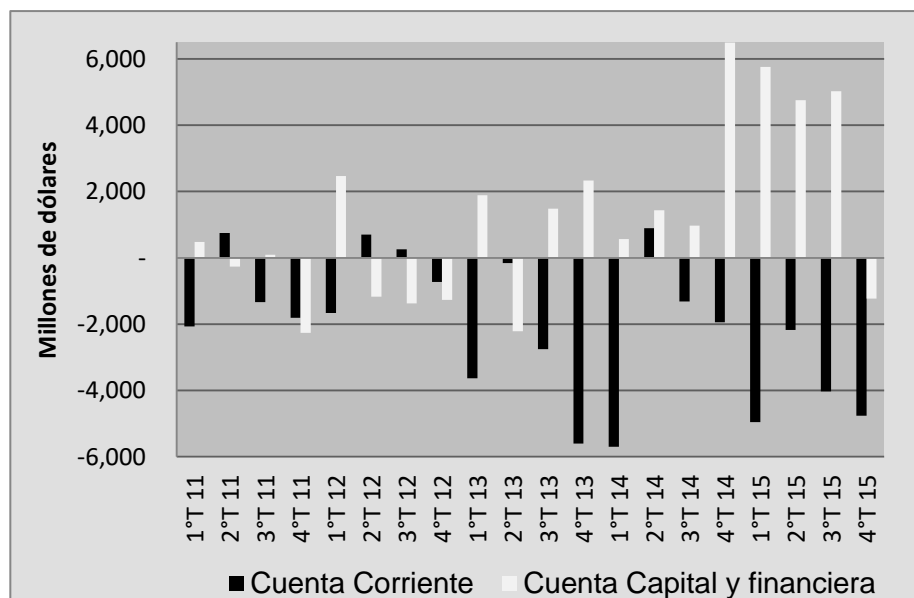
inversión extranjera directa, producto de la reinversión de utilidades forzosa por la imposibilidad de girar dividendos al exterior (ver punto 8).

Según el informe de la balanza de pagos publicado por el INDEC, la formación de activos externos del sector privado mostró un egreso de 7.905 millones de dólares, es decir, 158% más que los 3.065 millones de dólares de 2014. La fuga total ascendió a 30.583 millones mientras el cepo cambiario estuvo vigente.

Además, la deuda externa se incrementó durante 2015 en US\$ 11.811 millones (totalizando US\$ 157.792 millones), en comparación con 2014. El incremento de ese pasivo que respondió al sector público no financiero y Banco Central (US\$ 3113 millones) fue por la toma de créditos por US\$ 7.384 millones de organismos internacionales compensado por la cancelación de títulos públicos por US\$ 4.411 millones. En tanto, el sector privado no financiero contribuyó en US\$ 7.003 millones al incremento de la deuda. Parte de ese pasivo es producto de las restricciones a los importadores, que debieron endeudarse con sus proveedores por la imposibilidad de acceder a divisas para comprar insumos. El sector financiero sin considerar el BCRA aumentó su deuda en US\$ 1.694 millones.

El sector público no financiero, en tanto, arrojó un egreso neto de US\$ 3.661 millones en 2015, principalmente por el pago del Boden 2015.¹⁴

Gráfico 7-3 Evolución de la Cuenta Corriente y Cuenta Capital y Financiera en el período 2011 - 2015



Fuentes: Balance de pagos – Elaboración propia

¹⁴ La Nación, “Pese al cepo, los argentinos fugaron alrededor de US\$ 8000 millones en 2015”, Francisco Jueguen, 18/03/2016

8. Un efecto colateral positivo: La reinversión de utilidades

A pesar de las consecuencias negativas producto de la implementación de las diferentes medidas tendientes a regular la entrada y salida de divisas, las barreras para girar dividendos al exterior provocaron durante el período 2011 – 2015 una sobre inversión de ganancias de las empresas de capital extranjero radicadas en el país de USD 29.343 millones, con una marca histórica en más de 20 años de USD 8.058 millones en 2015.

Antes del establecimiento del control de cambio el 1 de noviembre de 2011 la inversión extranjera directa se originaba fundamentalmente en los aportes de fondos de las casas matrices de las empresas de capitales foráneos radicadas en el país y pedidos de préstamos de ese origen; y excepcionalmente el ingreso de fondos para la compra de paquetes accionarios o “cambios de manos”.

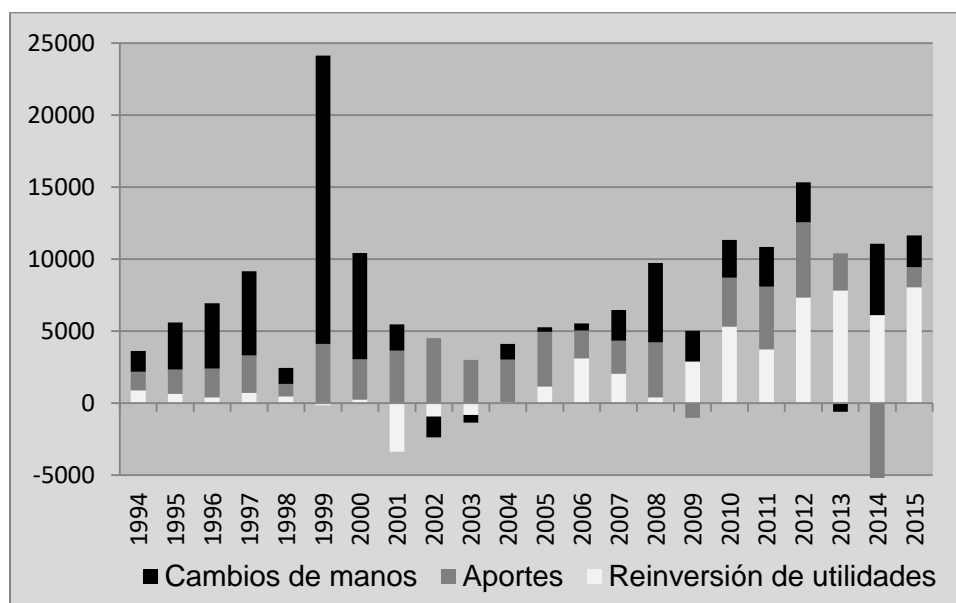
Por el contrario, la reinversión de utilidades fue muy pobre en la mayor parte de la serie histórica difundida por el Indec; entre 1994 y 2009 ese flujo se movió entre extremos de una salida de USD 3.300 millones en 2001 y un hundimiento en el mercado local de USD 3.100 millones en 2006.

Pero desde que se impuso el cepo cambiario que vedó el pago de dividendos y rentas a las casas matrices del exterior, las empresas y bancos de capitales de ese origen comenzaron a aumentar significativamente los fondos reinvertidos.

Sin embargo, debido a las limitaciones no sólo para girar utilidades y comprar dólares para ahorro, sino también para importar insumos esenciales para la producción y modernización productiva, muy pocos se orientaron a fortalecer ampliación de su capacidad de producción y al aumento de la competitividad de sus producciones con el resto mundo. Por el contrario, esta situación forzó la realización de inversiones en Real State para proteger el valor de sus activos. Las grandes empresas apostaron a la modernización de oficinas corporativas y negocios inmobiliarios y no lo hicieron en los rubros en los cuales tradicionalmente se desempeñaron.¹⁵

¹⁵ Infobae, El cepo provocó una reinversión de más de USD 29.000 millones de ganancias, Daniel Sticco, 21/03/16

Gráfico 8-1 Análisis de la reinversión de utilidades en el período 1994 - 2015



Fuente: INDEC – Infobae – Elaboración propia

9. Liberación del *cepo cambiario*

El nuevo gobierno, electo tras imponerse en el ballottage de las elecciones presidenciales el 22 de noviembre de 2015, ratificó su decisión de poner fin a las regulaciones cambiarias y reestablecer el Mercado Único y Libre de Cambio en el menor lapso de tiempo posible.

Así, el 17 de diciembre de 2015, el gobierno nacional oficializó el fin de las restricciones a la compra de divisas, a través de la Resolución General 3819/2015 de AFIP.

La Resolución General 3819, dejó sin efecto la Resolución General 3450 y su modificatoria, que establecía una retención del 35 por ciento a las adquisiciones de paquetes turísticos o compras en el exterior mediante el pago con tarjeta de crédito o débito.

Además, dio de baja la Resolución General 3583, implementada el 27 de enero de 2014, por el cual se cobraba una percepción del 20 por ciento a la compra de dólar billete para tenencia personal.

El levantamiento del cepo cambiario también implicó:

- El fin de los ROE (Registros de Operaciones de Exportación) y medidas complementarias de control del comercio.

- El establecimiento de un límite de compra mensual de U\$S 2 millones para las personas físicas, en lugar de los U\$S 2.000 permitidos desde la implementación del denominado “dólar ahorro”.
- Se eliminó el requisito de validación y registración fiscal previa en la página de Internet de la AFIP.
- Las empresas ya no deberán contar con autorización previa del Banco Central para pagar importaciones y dividendos.
- Todo nuevo ingreso de dólares del exterior tendrá derecho a la libre salida por igual monto. Además, se eliminó el encaje del 30% por un año de plazo cuando se ingresen capitales del exterior, y se reduce el requisito de permanencia a 120 días.

Como resultado de las medidas aplicadas, el valor del dólar el día posterior al levantamiento del cepo cambiario, se situó en \$13,95 implicando una devaluación del orden del 40%.

10. Conclusiones

El tipo de cambio es una variable clave, que desempeña un doble rol muy especial en la economía: por un lado, es determinante para mejorar el equilibrio externo y la competitividad de los sectores exportadores y de sustitución de importaciones; por el otro, cumple un papel importante para definir el nivel de precios y la inflación. Aquellos que buscan mejorar las cuentas externas en general reclaman un tipo de cambio alto y que se ajuste frecuentemente para mantener la competitividad, mientras quienes ponen foco en la estabilización de precios prefieren sacrificar el equilibrio externo en el corto plazo en aras de bajar la inflación.

En Argentina, la tensión entre competitividad y estabilidad en el manejo del tipo de cambio es de larga data. Pero a pesar de las malas experiencias con el uso del tipo de cambio para frenar la inflación, diferentes gobiernos volvieron a aplicarlo. El uso del tipo de cambio como ancla nominal en programas de estabilización presenta dos ventajas. Primero, al ser un precio en sí mismo, el dólar sirve para anclar un gran número de precios de la economía: el de los bienes transables (todos aquellos bienes susceptibles de ser exportados o importados). Segundo, al ser un indicador monitoreado constantemente por los argentinos, ayuda a afectar expectativas y a dar sensación de estabilidad. Sin embargo, si bien en un primer momento resulta sencillo fijar el tipo de cambio con este propósito, el principal problema se da en lo que se conoce como la “política de salida” a la hora de flexibilizar la política cambiaria en el futuro.

A fines de 2011 y con posterioridad a las elecciones, el gobierno recientemente reelecto debía atacar la pérdida de reservas. En ese momento, el atraso cambiario estimado oscilaba entre el 10% y 15% y el dólar tenía un valor de 4,25. Por lo que, realizar una devaluación que llevara el valor de la divisa aproximadamente 4,80 acompañado de una suba de tasas de interés hubiese sentado las bases para recuperar la competitividad y

para que el BCRA pudiera, de allí en adelante, mantener una flotación administrada en la que el tipo de cambio acompañara las subas de precios y otras variables relevantes. Sin embargo, el gobierno decidió tomar una decisión diametralmente opuesta.

La imposición del cepo cambiario fue probablemente el mayor error de política económica del gobierno. Desde su implementación, hubo un permanente deterioro en el funcionamiento de la economía que se caracterizó por el estancamiento de la actividad económica, de las exportaciones industriales y del empleo, en que hubo una caída en la inversión, un aumento en la inflación, una brecha elevada entre el tipo de cambio oficial y el paralelo y, por supuesto, crecieron los déficits gemelos.

El cepo falló, además, en el cumplimiento de los propósitos para los cuáles fue establecido. Las Reservas Internacionales, que se intentaron proteger, tuvieron un comportamiento descendente durante el período. Desde su pico máximo de U\$S 52.190 millones a fines de 2010 cayeron hasta alcanzar los U\$S 25.563 millones a fines de 2015. Por otra parte, el tipo de cambio que a fines de 2011 rondaba los 4,30 pesos por dólar, sufrió una constante depreciación y tuvo, en enero 2014, un salto abrupto luego de producirse una devaluación del 22% en tan solo dos jornadas. En noviembre de 2015 tipo de cambio se posicionaba en 9,70 pesos por dólar, pero la realidad indicaba que eran escasas las operaciones que se realizaban a ese valor: la mayor parte de los actores de la economía no tenían acceso a ese precio.

Otro de los factores que conspiró contra la efectividad del cepo cambiario fue la inflación. Asentada en 2 dígitos desde el año 2006, tomó un mayor impulso en el período 2011-2015 y promedió el 30% anual. Con los precios de la economía en constante crecimiento y un tipo de cambio que, a pesar de haberse depreciado, no acompañó el movimiento en la misma proporción, el valor del dólar resultaba barato para los argentinos más allá de las restricciones y cargos que los organismos estatales imponían sobre la divisa en el mercado oficial. Así los argentinos, que percibían el atraso en el tipo de cambio, comenzaron a acumular dólares y, a su vez, aumentaron exponencialmente sus gastos en el exterior, erosionando cada vez más las Reservas Internacionales.

El principal problema de la implementación del cepo, fue que en lugar de cumplir con el propósito para el cual se implementó - cerrar el flujo de salida de divisas -, sus resultados fueron totalmente opuestos. Las medidas funcionaron como un cepo al flujo de entrada de divisas.

El cepo generó, además, un problema de incentivo. A la falta de acceso a los mercados internacionales y la caída en las exportaciones, se sumó la lógica ausencia de inversores extranjeros: los inversores no estaban dispuestos a ingresar a un tipo de cambio oficial subvaluado, sin la posibilidad de girar dividendos al exterior y sin tener previsibilidad sobre las condiciones de salida de su inversión. Esta lógica también funcionó para los inversores locales y pequeños ahorristas que no estaban dispuestos a deshacerse de sus ahorros en dólares y, por el contrario, aprovechaban cada oportunidad que se les presentaba para comprar divisas agudizando la fuga de capitales y la caída de las reservas.

La economía tuvo que convivir con la escasez de divisas y la política económica dejó de centrarse en estimular el crecimiento para dedicarse a defender las Reservas Internacionales, en otras palabras, pasó de ser proactiva a ser reactiva. Se ingresó, de esta manera, en un círculo vicioso: para proteger las reservas se frenaban importaciones necesarias para la producción, con lo que el nivel de actividad se resentía. Como resultado, el país entro en una situación de recesión autoinfligida: la política cambiaria adoptada provocó que se erigieran restricciones al comercio exterior para defender las reservas y evitar la depreciación del tipo de cambio.

En diciembre de 2015 se produjo el levantamiento del conjunto de medidas que dieron origen al *cepo cambiario*. Esta decisión constituyó un primer paso necesario para que la Argentina pueda sentar bases sólidas y para mirar hacia el futuro con el objetivo de retomar el camino del crecimiento y, a partir de la capitalización de los errores cometidos, lograr que éste sea sustentable y sostenido en el tiempo.

11. Bibliografía

11.1 Libros, *papers* y legislación

De Pablo Juan Carlos, 200 años de economía argentina, 2011 Editorial Ediciones B

FIEL (Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas), El control de cambio en la Argentina, 1989 Editorial Manantial

Gerchunoff Pablo y Llach Lucas, El ciclo de la ilusión y el desencanto, 1998 Editorial Ariel

Kiguel Miguel A. – Las crisis económicas argentinas: Una historia de ajustes y desajustes, 2015 Editorial Sudamericana

Larrain Felipe y Sachs Jeffrey – Macroeconomía en la economía global, 2004 [2002] Editorial Pearson Education

Rapoport Mario, Musacchio Andrés y Médici Florencia - Simposio N° 27: Experiencias históricas de política económica en América: historias comparadas e inserción internacional. Ciclos económicos, sector externo y sistema monetario en la Argentina

Rapoport Mario, Historia Económica, Social y Política de Argentina, 2007 Editorial Emece

Rapoport Mario, “El verdadero cepo es otro”, www.mariorapoport.com.ar

Resolución General 3583/14 AFIP

Resolución General 3819/2015 AFIP

Sepúlveda L. César. Diccionario de términos económicos, Editorial Universitaria, 1995.

11.2 Artículos periodísticos y estadísticas

Cepal, CepalStat, Perfil Nacional Económico – Argentina

Clarín iEco, Qué son el "contado con liqui" y el "MEP", Gustavo Bazzan, 01/10/14

FIEL, “Los gemelos en déficit”, Daniel Artana, Marzo 2016

Infobae, El cepo provocó una reinversión de más de USD 29.000 millones de ganancias, Daniel Sticco, 21/03/16

Infobae, Ocho respuestas clave sobre el fin del cepo cambiario, Jorgelina Do Rosario, 16/12/2015

Infobae, Cepo cambiario: tres años de deterioro económico, Nicolás Cachanosky, 28/10/2014

Invecq Consulting S.A., Informe económico mensual, Febrero 2014

La Nación, Cepo cambiario: cronología de estos cuatro años de restricciones, Luján Scarpinelli, 16/12/2015

La Nación, “Todas las claves de la salida del cepo”, 12/12/2015

La Nación, “La fuga de capitales creció más del doble en el último año de Cristina Kirchner”, Francisco Jueguen, 19/03/2016

La Nación, “Pese al cepo, los argentinos fugaron alrededor de US\$ 8000 millones en 2015”, Francisco Jueguen, 18/03/2016

La Nación, El cepo fue más exitoso en frenar el ingreso de dólares que en impedir su salida, Javier Blanco, 13/04/2015

11.3 Páginas web

AFIP - www.afip.gob.ar

BCRA - www.bcra.gob.ar

CEPAL - www.cepal.org

INDEC - www.indec.gob.ar

Infoleg - www.infoleg.gob.ar

Tasa de inflación - www.tasadeinflacion.com.ar

12. Agradecimientos

Agradezco a la Bolsa de Comercio de Rosario por darme la posibilidad de participar del Programa de Formación 2015 en todas sus etapas. Felicito a la institución por la iniciativa y por su continuidad en el tiempo, en ocasión del cumplimiento de los 20 años del programa.

De manera especial, quiero agradecer a mi tutora Emilce Terré por su trato, su predisposición y disponibilidad a la hora de la realización del presente trabajo.