Documento de Trabajo No.23

Propuesta de mercado cambiario dual[1]

Resumen Ejecutivo

1.- El Gobierno nacional **enfrenta actualmente la disyuntiva** entre **continuar sosteniendo el 'cepo' cambiario**, demorando inversiones, y **eliminarlo, pero corriendo el riesgo de inestabilidad posterior** por escaso poder de fuego del Banco Central.

2.- Una alternativa es el **'desdoblamiento cambiario'** que viene proponiendo el exministro Domingo Cavallo. Se trata de un **esquema rechazado habitualmente en ámbitos empresarios**, al menos por dos motivos. El primero es la **confusión que genera el término 'desdoblamiento' en un contexto de múltiples tipos de cambio**. **Se soluciona sustituyendo 'desdoblamiento cambiario' por 'segmentación cambiaria'**.

3.- No se trata de 'desdoblar' un mercado que ya está fraccionado en múltiples partes, sino de **eliminar todas las restricciones cambiarias** y establecer un **mercado único y libre de cambios con dos segmentos**: uno **'comercial'**, para las operaciones de comercio exterior, y otro **'financiero'**, para el resto de las operaciones. Es una **propuesta más liberal que mantener el cepo cambiario y, finalmente, eliminarlo 'disciplinando' al mercado con dólares prestados por el FMI**.

4.- La segunda objeción habitual en ámbitos empresarios, más importante que la anterior, está vinculada con los **efectos de la brecha cambiaria**. Por ejemplo, que genera 'incentivo a sub-facturar exportaciones y sobre-facturar importaciones'. Se trata de un **incentivo generado por la existencia de brechas cambiarias, no por la existencia de dos segmentos de mercado**. Es **natural que ambas cosas se confundan en Argentina**, ya que en la historia económica de los '70 y '80 abundan los casos de segmentaciones cambiarias motivadas por la necesidad de administrar, a través de estos mecanismos, enormes desequilibrios monetarios, lo que genera, naturalmente, grandes brechas.

5.- Pero esto no tiene por qué ser así. Es citado en la literatura especializada **el caso de Bélgica, que mantuvo un esquema cambiario dual durante décadas, con brecha cambiaria insignificante**. La clave es que, en lugar de utilizarlo para administrar grandes desequilibrios monetarios, en ausencia de estos, la **motivación era sólo contar con un 'seguro' o una 'válvula de escape' frente a posibles presiones cambiarias**.

6.- Se trata justo de lo necesario hoy: **no hay desequilibrios monetarios que administrar**, ya que, con superávit fiscal, no se producen excesos de emisión de dinero que presionen sobre el mercado de cambios, pero sí **es necesario contar con un esquema que permita abrir el cepo cambiario lo más rápido posible, sin correr riesgo de una desestabilización posterior**. **Para eso sirve una segmentación cambiaria**.

[1] Instituto de Economía Política, Insight 21, Universidad Siglo 21, junio de 2024. Documento de Trabajo en etapa de discusión en ámbitos académicos, profesionales y empresarios.

I.- El problema de un mercado único de cambios en Argentina

Existe consenso entre los economistas en que una organización eficiente del mercado de cambios requiere un mercado único, de tal manera que exista un mismo precio para todas las operaciones cambiarias, con posibilidad de distintos mecanismos para la determinación del tipo de cambio, que van desde esquemas de tipo de cambio fijo (el banco central interviene vendiendo moneda extranjera cuando existen presiones alcistas sobre el tipo de cambio y comprando moneda extranjera cuando existen presiones bajistas) hasta esquemas de tipo de cambio flotante (al tipo de cambio lo determina el mercado, de acuerdo con la interacción entre oferta y demanda de moneda extranjera, sin intervención del banco central), pasando por esquemas intermedios, como el 'tipo de cambio administrado' (las intervenciones del banco central no tienen por objeto mantener fijo el tipo de cambio, sino llevarlo por una senda determinada, generalmente no explicitada previamente), el 'crawling peg' (ajustes automáticos por inflación pasada o ajustes mensuales a una tasa determinada) o la 'flotación sucia' (tipo de cambio determinado por el mercado, pero con intervenciones discrecionales del banco central para evitar desvíos excesivos), entre otros.

Este consenso en la conveniencia de un tipo de cambio único es el motivo por el cual algunos candidatos para las elecciones presidenciales de 2023 proponían unificar el mercado cambiario inmediatamente, apenas asumieran o, de no ser esto viable, ´lo antes posible', y esta fue también la motivación para la unificación cambiaria de diciembre de 2015. Suena razonable ya que, a fin de cuentas, la mayoría de los países funciona, en general, con un mercado único de cambios, con distintos esquemas de determinación del tipo de cambio, predominando flotaciones más o menos libres, sin intervención del banco central.

Pero ocurre que la economía argentina tiene, en cuestiones cambiarias, una particularidad: ante eventos de incertidumbre sobre el futuro de la economía tienden a producirse corridas cambiarias, con agentes económicos (personas y empresas) que dolarizan abruptamente sus activos, como ocurrió a fines de 2011 y a fines de 2019. El gráfico 1 muestra la evolución de lo que, en las cuentas del mercado cambiario, se denomina 'formación de activos externos netos', la definición técnica de la 'compra de dólares' observada en episodios como los mencionados.

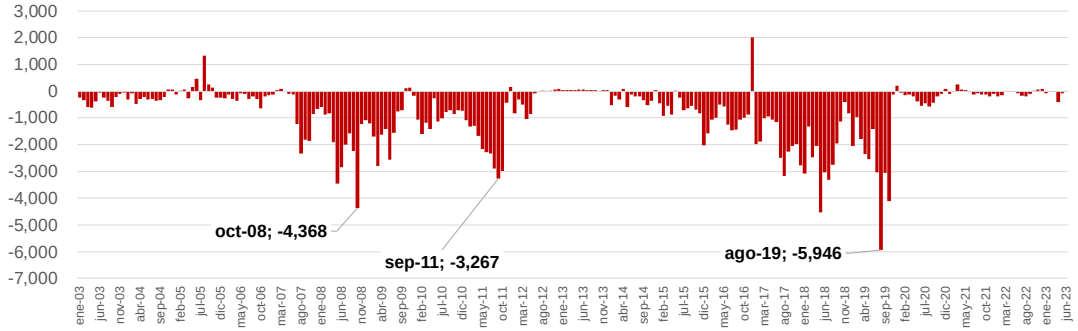
Nótese la magnitud de las corridas cambiarias: USD 3,267 millones en septiembre de 2011, el mes previo a la elección presidencial de ese año; USD 5,946 millones en agosto de 2019, el mes de las elecciones primarias presidenciales de ese año. Las zonas sombreadas corresponden a periodos con controles de cambios ('cepos' cambiarios).

Este tipo de episodios, en los cuales 4 millones de personas, comprando USD 1,500 cada una, generan una demanda de moneda extranjera por USD 6,000 millones en tan solo un mes, pone a las autoridades de cualquier banco central en una disyuntiva difícil de resolver. Por un lado, dejar que el mercado cambiario ajuste por precio, a través de la suba

abrupta del tipo de cambio necesaria para equilibrar nuevamente oferta y demanda de divisas, puede generar excesiva inestabilidad económica, por la incidencia del tipo de cambio sobre los precios internos; por otro lado, impedir la abrupta suba del tipo de cambio, equilibrando el mercado mediante la venta de reservas, puede generar riesgo de mayor inestabilidad si éstas son insuficientes dada la magnitud de la demanda.

Gráfico 1

Formación de activos externos netos - Sector privado no financiero
Millones de USD



Fuente: Instituto de Economía Política, con datos de BCRA.

Tan difícil es resolver estas situaciones cuando existe un mercado cambiario único que, frecuentemente, el resultado termina siendo la imposición de controles de cambios, esto es, prohibiciones totales o parciales de realizar operaciones en el mercado oficial de cambios. Lo que se conoce como 'cepos' cambiarios, tal como muestran las zonas sombreadas del gráfico 1.

Nótese que se trata menos de una cuestión ideológica, de gobiernos a los que les resulte atractiva la intervención del Estado en mercados como el de cambios, que de una cuestión práctica: la desagradable disyuntiva entre bruscas depreciaciones cambiarias o pérdidas insostenibles de reservas del Banco Central. Basta con observar la 'parábola' perfecta que siguieron las políticas cambiarias de la administración 2015-19: comenzó eliminando los controles de cambios, unificando el mercado cambiario, y terminó introduciendo nuevamente ese tipo de controles. Es útil el ejemplo porque resulta obvio, para cualquier observador de la política argentina, que se trataba de un espacio político al que, ideológicamente, le resultaba desagradable el esquema cambiario adoptado. Fue adoptado por necesidad, no por convicción.

El problema entonces es que un mercado único de cambios tiende a colapsar frente a las frecuentes corridas cambiarias propias de una economía con los antecedentes históricos de la economía argentina, y tiende a generar entonces el incentivo a imponer controles de cambios ('cepos') muy costosos para el funcionamiento de la actividad productiva, especialmente cuando, como ocurrió progresivamente desde fines de 2022 hasta

diciembre de 2023, dichos controles se profundizan entre las operaciones de comercio exterior.

Reinhart and Reinhart (2003) modelizan formalmente esta situación, proponiendo *'un modelo en el cual el gobierno puede elegir políticas consistentes tanto con una flotación pura anclada mediante un stock constante de dinero como con un tipo de cambio fijo pero, bajo ciertas circunstancias, puede fallar en lograr estabilidad del tipo de cambio en cualquiera de esos dos extremos. El problema es que el gobierno actual enfrenta una elección en una fecha posterior, y la posibilidad de que sus sucesores puedan comportarse menos admirablemente pesará sobre el comportamiento actual de los inversores'*.

Los autores utilizan el modelo para mostrar que la inestabilidad puede no provenir de una mala reputación por políticas ejecutadas en el pasado, sino por expectativas a futuro en un contexto electoral, y que esto explica la evidencia empírica sobre experiencias de políticas cambiarias entre los extremos de la flotación pura y la fijación cambiaria. Pero aplica también para comprender la inviabilidad de un mercado único de cambios, incluso para un gobierno comprometido con la libertad de mercados y que, hasta incluso, cuente con un historial de políticas macroeconómicas prudentes porque, como se dijo, importa menos el pasado que las expectativas sobre el futuro.

En la Argentina de 2024, el Gobierno nacional ha planteado que el 'cepo' cambiario es un obstáculo para el crecimiento económico, pero que no lo eliminará hasta que esté seguro de que no generará una inestabilidad cambiaria que el Banco Central no pueda dominar y que para eso es necesario (a) eliminar el déficit fiscal, (b) eliminar los pasivos remunerados del Banco Central y (c) acumular suficientes reservas internacionales como para desalentar cualquier corrida cambiaria o demanda excesiva de dólares, como la que pudiera ocurrir si, al eliminar restricciones cambiarias, las empresas internacionales cursaran pagos al exterior en concepto de utilidades no distribuidas acumuladas en estos años de controles de cambios.

De tal manera que la disyuntiva que enfrenta el Gobierno nacional al momento de redactar el presente documento de trabajo es (a) eliminar las restricciones cambiarias, unificando el mercado cambiario, enfrentando luego el riesgo de una situación de inestabilidad cambiaria sin suficientes reservas para dominar la situación, o (b) evitar el riesgo de inestabilidad manteniendo las restricciones cambiarias hasta tanto haya logrado acumular suficientes reservas, obtenidas a través de préstamo adicional del FMI o, más lentamente, a través de la continuidad del actual proceso de acumulación de reservas, extendiendo así en el tiempo la vigencia del 'cepo' cambiario y demorando así la recuperación de la inversión.

Frente a esta disyuntiva, el exministro de Economía Dr. Domingo Cavallo ha propuesto un desdoblamiento cambiario, de tal modo que una eventual demanda excesiva, transitoria, de dólares presione sobre un tipo de cambio financiero, sin impacto en un tipo de cambio

comercial, aislando así el impacto cambiario sobre la inflación, que debería estar relacionada con la evolución del tipo de cambio comercial[2].

II.- 'Desdoblamiento cambiario' o 'segmentación cambiaria'

En ámbitos empresarios, el 'desdoblamiento cambiario' suele ser mal visto. Una primera objeción está vinculada a una cuestión de índole semántica: suele no comprenderse qué implicaría un 'desdoblamiento' en un contexto de múltiples tipos de cambio. A fin de cuentas, la segunda acepción del término 'desdoblar', según la Real Academia Española, es 'separar algo formado por dos o más elementos semejantes', señalando como sinónimos a duplicar, separar, dividir, escindir, fraccionar.

Esto se resuelve dejando de lado la denominación 'desdoblamiento cambiario', para hacer referencia a un mercado oficial de cambios con 'segmentación dual', con un segmento 'comercial', por el cual deberían cursarse las operaciones de comercio exterior, y otro segmento 'financiero', por el cual debería cursarse el resto de las operaciones, incluyendo operaciones de formación de activos externos, atesoramiento, turismo, compras en el exterior con tarjetas de créditos, entre otras.

Pero surgen, de manera inmediata, en sectores empresarios, objeciones más vinculadas a la brecha cambiaria, que a la segmentación de mercados. Por ejemplo: 'con segmentación de mercados, aparecen incentivos a sub-facturar exportaciones y sobre-facturar importaciones'. La realidad es que ese tipo de incentivos tienen que ver con la brecha cambiaria, no con la segmentación de mercados.

Es natural confundir ambas cosas. A fin de cuentas, en la historia económica argentina, especialmente durante los '70 y los '80, abundan las experiencias fallidas de mercados cambiarios duales, con brechas cambiarias muy grandes[3]. Esto era consecuencia de que se recurría a segmentaciones del mercado cambiario en contextos de fuertes déficit fiscales financiados con emisión monetaria, lo que generaba presiones cambiarias cuyo impacto sobre la inflación se trataba de contener desdoblando el tipo de cambio, dando lugar a grandes brechas cambiarias.

Por ejemplo, en Ghei and Kiguel (1992) se plantea que *'la motivación principal para recurrir a un sistema de tipo de cambio dual es proteger las reservas internacionales en una crisis de balanza de pagos sin recurrir a maxi-devaluaciones, que pueden ser inflacionarias. Al adoptar este sistema, el banco central puede fijar el tipo de cambio oficial y evitar cualquier pérdida de reservas debido a la especulación contra la moneda nacional, la cual se*

---

[2] Una exposición detallada del planteo del Dr. Cavallo se encuentra en su participación en el Congreso del IAEF en Córdoba, 6 de junio de 2024, video disponible en:

https://youtu.be/mJXxLVuPbA4?si=CaMKyz8VQ9LjJYT_

[3] Ver FIEL (1989), donde se sistematizan las experiencias de controles cambiarios desde sus comienzos en Argentina en la década del '30 hasta comienzos de los '80.

canaliza en cambio al mercado paralelo de divisas. Al mismo tiempo, los precios internos están parcialmente aislados (al menos en teoría), ya que las autoridades pueden defender el tipo de cambio fijo que se utiliza para el comercio, mientras mantienen un mayor control sobre la oferta monetaria'.

En la misma línea, FIEL (1989) plantea que *'los controles cambiarios se implantan a raíz de apremiantes necesidades de caja, en el intento de estabilizar monetariamente la economía, y tratando de amortiguar el impacto de las crisis sobre la situación de la banca comercial, el comercio exterior y el nivel general de precios interno. Básicamente, postergan el ajuste externo de la economía, al sacar del balance de pagos (con efectos monetarios) los movimientos internacionales de capitales'*.

Se trata de un sesgo natural dada la historia económica argentina, pero una segmentación dual puede tener otras motivaciones, distintas de la motivación de lidiar con desequilibrios monetarios insostenibles y postergar devaluaciones inevitablers. De hecho, es muy citada la experiencia de Bélgica, que mantuvo durante décadas un mercado cambiario dual por motivos precautorios, manteniendo brechas cambiarias insignificantes.

Por ejemplo, Kiguel and O´Connell (1995) plantean que *'algunos países han adoptado un sistema de tipo de cambio dual a largo plazo, utilizando el mercado paralelo como una válvula de escape para gestionar los flujos de capital a corto plazo. Esta política ha permitido a las autoridades ejercer un mayor control sobre la política monetaria y ha reducido la volatilidad en las tasas de interés (Flood and Marion 1982). Bélgica, por ejemplo, mantuvo un sistema dual introducido en 1957 hasta 1990'*.

Agregan que *'a pesar de que los ejemplos de desmanejo macroeconómico asociado a la coexistencia de mercados de cambio oficiales y paralelos son numerosos, en algunos casos sistemas paralelos fueron usados criteriosamente. Bélgica operó un sistema dual por más de tres décadas sin producir mayores distorsiones (. . .) En estos casos, de todos modos, la brecha cambiaria fue mantenida baja en promedio (alrededor de 2% en Bélgica y 6% en Colombia); brechas más elevadas fueron toleradas sólo como válvulas de seguridad a corto plazo durante crisis'*.

El propio trabajo de FIEL (1989) detalla que *'en Bélgica hay doble mercado cambiario, aunque es considerado un país de libre transferencia. Los belgas han asumido el compromiso de que la brecha no exceda 1%. Tienen un importante déficit fiscal que financian con títulos públicos que colocan masivamente en el mercado de capitales alemán'*.

Las investigaciones empíricas reportadas en Marion (1991) y Marion (1994) muestran diferencias entre las experiencias latinoamericanas y europeas relacionadas con la brecha cambiaria en esquemas de segmentación dual, con grandes brechas en las primeras, pero pequeñas brechas en las segundas, con resultados que indican, en los casos latinoamericanos, correlación entre brecha cambiaria y déficit fiscales y evidencia de que

estos esquemas duales solían ser diseñados para posponer devaluaciones, mientras que, en los casos europeos, la evidencia es consistente con motivos precautorios.

La segmentación dual puede ser utilizada también como instrumento para licuar desequilibrios monetarios y financieros, como los actuales pasivos remunerados del BCRA o, en su momento, el excesivo endeudamiento en moneda nacional de las empresas[4]. Efectivamente, esta fue la estrategia seguida por el BCRA en 1982. Con bancos que, en sus activos, tenían las acreencias en pesos contra las empresas y, en sus pasivos, tenían las deudas por los depósitos en pesos, la única manera de licuar por inflación el endeudamiento de las empresas era licuando también los depósitos en los bancos y, para ello, era necesario un tipo de cambio financiero lo suficientemente elevado como para que mantener los depósitos en pesos, a una tasa de interés nominal inferior a la inflación, fuera atractivo para los depositantes, por alto rendimiento esperado en dólares.

Cavallo (1989) lo planteaba de esta manera: *'cuando hay que resolver un problema de endeudamiento acumulado como el que se da en la Argentina, y se quiere evitar dejar herencias a futuro, hay que trabajar sobre la base de tasas negativas, por lo menos durante un periodo de transición; entonces el desdoblamiento del mercado cambiario es inevitable'*.

Continuaba Cavallo: *'esto es así porque el mercado en el cual se pueden adquirir dólares para atesorar o para hacer transferencias financieras tiene que ser un mercado en el cual la expectativa de devaluación sea menor a la tasa de interés sobre los activos monetarios de corto plazo. Es decir que el tipo de cambio financiero o, más precisamente, el tipo de cambio libre, que es en realidad el más relevante por las restricciones que hay en el mercado financiero, debe ser lo suficientemente alto como para que la expectativa de devaluación sea menor a la tasa de interés controlada sobre los depósitos a corto plazo'*.

'Si la expectativa de devaluación en el mercado libre fuese más alta que la tasa de interés que se paga por el dinero argentino, entonces todo el mundo se desprendería del dinero argentino y adquiriría dinero extranjero'.

'La única forma, en una situación como la argentina, de tener por lo menos por un periodo de tiempo una expectativa de baja devaluación mensual, sea en el mercado libre o en el financiero, es a partir de un nivel alto de ese tipo de cambio. Nivel que por otro lado es imprescindible para revertir los movimientos de capitales en la dirección del país y para eliminar totalmente las posibilidades de malgastar divisas en el exterior a través de viajes y otros gastos de ese tipo, y lograr que las divisas por esos motivos ingresen en lugar de irse'.

'Ahora, ¿por qué el dólar comercial no puede ir instantáneamente al mismo nivel del dólar financiero?; porque en materia de dólar comercial lo lógico para un país que tiene las

---

[4] Con esta lógica, en 2023 el IEP proponía utilizar un esquema de segmentación dual para resolver, vía licuación, el exceso de pasivos remunerados del BCRA. Ver Documento de Trabajo No.15: 'La necesidad de un mercado cambiario dual', Instituto de Economía Política, Insight 21, agosto de 2023.

características de la Argentina y que ha sufrido nuestras experiencias, es que se adopte una regla estable y sostenible hacia el mediano y largo plazo'.

A partir de estos antecedentes tan diferentes, podría plantease que, en el momento actual de Argentina, sin emisión para financiar déficit fiscal y habiendo eliminado el exceso de pasivos remunerados del BCRA, una segmentación cambiaria dual no debería producir una brecha cambiaria significativa, pero serviría para que el segmento financiero actúe como una especie de 'válvula de escape´ para eventuales presiones cambiarias provenientes de stocks de pesos excedentes acumulados por imposibilidad de cursar transacciones, como la remisión de utilidades por parte de empresas internacionales radicadas en Argentina a sus casas matrices en el exterior.

Podría pensarse entonces, más que en un 'desdoblamiento cambiario' al estilo de los observados en los '70 y '80, en una **eliminación de todas las restricciones cambiarias**, conformando un **mercado único y libre de cambios**, con **dos segmentos de mercado**: un **segmento comercial** para las operaciones de comercio exterior y un **segmento financiero** para el resto de las operaciones.

Esto permitiría:

a.- **Aislar la formación de precios internos** de la volatilidad de los movimientos financieros, ya que aquella, en un esquema dual, depende del tipo de cambio comercial, no del tipo de cambio financiero. Esto permitiría continuar con la política actual de desinflación.

b.- **Segmentar la política económica**, con la política cambiaria enfocada en el funcionamiento adecuado del comercio exterior y la política monetaria enfocada en su incidencia sobre el tipo de cambio financiero, para lograr una brecha cambiaria insignificante, dada la decisión de eliminar el déficit fiscal y, por lo tanto, la emisión de dinero por motivos fiscales.

c.- **Evitar la pérdida de reservas** del Banco Central para contener demandas excepcionales de divisas, como las que podrían ocurrir por decisiones de desarmar stocks de pesos acumulados en medio del cepo cambiario, e incluso eventuales corridas cambiarias, utilizando el tipo de cambio financiero como 'válvula de escape'.

d.- **Evitar la tendencia a imponer controles de cambios** ('cepos') cuando la inestabilidad financiera hace inconveniente un mercado único de cambios, por la disyuntiva ya mencionada de permitir inestabilidad cambiaria que impacta en precios domésticos o, alternativamente, perder reservas. Esto es importante para generar expectativas favorables para la inversión, al reducir riesgo de futuros cepos cambiarios.

Tanto la literatura teórica como la literatura empírica vinculada a mercados cambiarios duales suele comparar, en un contexto ideal, con un mercado único de cambios, llegando a la conclusión de que éste es preferible a aquellos, ya que la existencia de dos tipos de

cambio diferentes genera distorsiones en la economía. Los problemas con estos enfoques son, al menos, cuatro:

a.- En una situación ideal, sin posibilidad de corridas cambiarias como las habituales en Argentina, ni desequilibrios como el de la acumulación de utilidades no distribuidas al exterior, es cierto que un esquema de tipo de cambio único es más eficiente que un esquema dual; pero el planteo aquí es, justamente, que la economía argentina enfrenta muy frecuentemente el riesgo de bruscas corridas cambiarias que, al incentivar la imposición de controles de cambios, terminan haciendo menos eficiente el esquema de mercado único que el de mercado dual.

b.- Cuando el punto de partida es un esquema repleto de controles de cambios, cada vez más distorsivos, sin posibilidad de una rápida unificación cambiaria, la opción de sólo dos segmentos de mercado es sustancialmente más eficiente que el statu quo.

c.- En un esquema dual, una política monetaria excesivamente expansiva tiende a generar una brecha cambiaria elevada, pero esto no es necesariamente una deficiencia del esquema dual ya que, con la misma política monetaria excesivamente expansiva, el esquema con tipo de cambio único funcionaría tal vez peor, con fuertes subas del tipo de cambio único y/o fuerte pérdida de reservas, generando el riesgo de adopción de controles de cambios, y todo esto resulta más distorsivo que la brecha cambiaria producida, a igualdad de política monetaria, con un esquema dual[5].

d.- El programa actual del Gobierno nacional no incluye emisión de dinero por motivos fiscales, con lo cual no estaría presente el principal factor generador de brecha cambiaria en un esquema de segmentación dual.

Todo lo anterior es correcto si el esquema dual se ejecuta de acuerdo con lo descripto: mercados cambiarios libres de restricciones, con una única restricción, dada por la segmentación del mercado, y una sola intervención del Banco Central, para administrar el tipo de cambio en el segmento comercial[6].

Lo que ha ocurrido históricamente en Argentina es la incorporación de controles e intervenciones que generan, justamente, las distorsiones que aquí se plantea habría que evitar, como, por ejemplo, imponer distintos tipos de cambio comerciales para distintos

---

[5] Es abundante la literatura, teórica y empírica, contraria a los mercados cambiarios duales, pero enfocada en las distorsiones que genera una brecha cambiaria elevada, sin considerar la inestabilidad que los mismos factores que generan esa brecha cambiaria causarían en un mercado único, sin brecha cambiaria.

[6] Barth (1994) plantea que, cuando el propósito del mercado cambiario dual es aislar a la economía real del impacto de los shocks financieros, la brecha cambiaria es menos distorsiva sobre la asignación de recursos que cuando está motivada en sostener un tipo de cambio atrasado: *'algunas veces la brecha cambiaria se incrementó mucho en América Latina, pero esta evolución reflejó usualmente crisis macroeconómicas que dieron origen a salidas de capitales y no severos desalineamientos del tipo de cambio. En consecuencia, el sistema de múltiples tipos de cambio no ha tenido severos impactos distorsivos en la parte real de la economía en Latino America'*.

bienes y servicios, o pasar operaciones comerciales al segmento financiero, para aplicar tipos de cambios más elevados a ciertas exportaciones que se desee promover o a ciertas importaciones que se deseen desincentivar[7]. En estos casos, las distorsiones y la discrecionalidad de las autoridades a cargo crecen exponencialmente[8].

Evitando caer en estas distorsiones, manteniendo una liberalización total del mercado cambiario, salvo la segmentación dual a modo de resguardo, el esquema sería más liberal que la alternativa de continuar manteniendo las distorsivas restricciones cambiarias actuales y, al momento de unificar el tipo de cambio, hacerlo con fuertes intervenciones en el mercado cambiario con divisas prestadas por el FMI

III.- Modelo de análisis de una segmentación cambiaria

Los siguientes son los modelos de análisis del funcionamiento del mercado cambiario propuestos en FIEL (1989), primero para un esquema de mercado único con tipo de cambio fijo y luego para un esquema de mercado único con tipo de cambio flotante. La combinación de ambos modelos permite derivar un modelo para un esquema de mercado único y libre de cambios con dos segmentos, uno para el comercio exterior (segmento comercial) y otro para el resto de las operaciones (segmento financiero).

Bajo un régimen de tipo de cambio fijo:

$$[1]\ \Delta R = a\left(\Delta P^* + \Delta S + E_y \Delta Y + E_i \Delta i\right) - b\Delta D$$

Donde:

a y b son coeficientes que representan la fracción de la oferta monetaria con origen en la acumulación de reservas internacionales en el banco central y en las expansiones de crédito interno, respectivamente.

R = monto de reservas internacionales, expresado en moneda nacional.

P* = nivel general de precios en el exterior.

S = paridad de cambio fijada por el gobierno.

Y = nivel del ingreso nacional, en términos reales

---

[7] Para un detalle de los distintos tipos de controles cambiarios utilizados en distintos periodos de la historia económica argentina, ver FIEL (1989).

[8] Dornbusch (1986) propone un modelo para analizar los impactos de tipos de cambio múltiples sobre la asignación de recursos; obtiene ciertos resultados teóricos a favor de una limitada utilización de tipos de cambio múltiples para contrarrestar shocks transitorios, reduciendo su impacto negativo sobre el bienestar, pero alerta acerca del riesgo de intentar contrarrestar sesgadamente los shocks (cuando los precios internacionales suben, pero no cuando bajan), perjudicando a sectores exportadores tradicionales, y acerca del riesgo de abusar de este instrumento alternativo a subsidios e impuestos directos, generando distorsiones absurdas.

i = tasa de interés internacional

D = nivel de crédito interno (creación monetaria destinada al financiamiento de déficit fiscales y suministro de liquidez para la banca comercial)

E_Y y E_i = elasticidades de la demanda de dinero respecto del ingreso y la tasa de interés, respectivamente

Bajo un régimen de tipo de cambio flotante:

$$[2]\ \Delta S = a'\Delta R + b'\Delta D - \Delta P^* - E_y\Delta Y - E_i\Delta i$$

De esta manera, todo lo demás constante, las expansiones de crédito interno reducen el stock de reservas bajo régimen de tipo de cambio fijo e incrementan el tipo de cambio bajo régimen de tipo de cambio variable; el crecimiento de la actividad económica genera incremento de reservas bajo tipo de cambio fijo y reducción del tipo de cambio bajo tipo de cambio variable.

Combinando ambas ecuaciones, con algunos cambios de notación, podría considerarse el siguiente modelo para un mercado único y libre de cambios con dos segmentos: uno comercial y otro financiero.

Para el segmento comercial:

$$[3]\ \Delta R = X\left(TC^c; P^*; P^d\right) - M\left(TC^c; P^*; P^d\right)$$

Donde X y M son los montos de exportaciones e importaciones, respectivamente, expresados en moneda nacional, P^d es el nivel de precios domésticos y TC^c es el tipo de cambio determinado en el segmento comercial.

Para el segmento financiero:

$$[4]\ \Delta TC^f = \alpha(-E_Y\Delta Y - E_i(i - i^* - trp - \Delta TC^{fe}) + \Delta D + ajuste_stocks)$$

Donde ajuste_stocks representa una demanda excepcional de dólares producto de stocks acumulados en pesos por restricciones cambiarias previas, por ejemplo, por utilidades no distribuidas; i es la tasa de interés doméstica; i* es la tasa de interés internacional; trp es la tasa de riesgo país; TC^{fe} es el tipo de cambio esperado en el segmento financiero.

En el segmento comercial, un esquema de tipo de cambio fijo implica que el Banco Central compra el excedente de divisas producido en la balanza comercial, incrementando el nivel de reservas, o bien, en caso de saldo negativo de balanza comercial, vende el faltante de divisas, reduciendo entonces el nivel de reservas.

En el segmento financiero, al Banco Central no interviene, de tal manera que el nivel de reservas no varía (no aparece R en la ecuación). Todo lo demás constante, el tipo de cambio baja cuando la actividad económica crece (porque aumenta la demanda de moneda nacional y, por lo tanto, aumenta la oferta de dólares financieros), baja cuando la tasa de interés doméstica supera a la tasa de interés internacional más la tasa de riesgo país y la

expectativa de depreciación cambiaria en el segmento financiero, y sube cuando hay un ajuste de stocks acumulados en pesos.

A los fines de poder comparar el efecto de distintos shocks macroeconómicos bajo el régimen de segmentación dual y bajo los esquemas alternativos de unificación, con tipo de cambio fijo y con tipo de cambio variable, es necesario formular de manera equivalente ambas alternativas:

$$[5]\ \Delta R = X(TC; P^*; P^d) - M(TC; P^*; P^d) + E_Y \Delta Y + E_i(i - i^* - trp - \Delta TC^{fe}) - \Delta D - ajuste_stocks$$

$$[6]\ \Delta TC = -\varphi\left(X(TC; P^*; P^d) - M(TC; P^*; P^d)\right) + \alpha(-E_Y \Delta Y - E_i(i - i^* - trp - \Delta TC^{fe}) + \Delta D + ajuste_stocks)$$

Con unificación cambiaria sin segmentación, el ajuste de stocks en pesos genera pérdida de reservas bajo régimen de tipo de cambio fijo y presiones cambiarias bajo régimen de tipo de cambio variable.

En ambos casos, la autoridad monetaria puede intentar contrarrestar el impacto de este ajuste de stocks subiendo la tasa de interés doméstica, para evitar caída de reservas (régimen de tipo de cambio fijo) o evitar el aumento del tipo de cambio (régimen de tipo de cambio flotante).

Con unificación cambiaria con segmentación dual, el ajuste de stocks genera incremento del tipo de cambio financiero lo que, manteniendo constante el tipo de cambio en el mercado comercial, genera un incremento de brecha cambiaria. Al igual que en los casos anteriores, la autoridad monetaria puede tratar de impedirlo, o morigerarlo, aumentando la tasa de interés doméstica.

Frente a un ajuste de stocks, la suba del tipo de cambio financiero, en la alternativa de segmentación dual, es mayor que la suba del tipo de cambio único, en la alternativa sin segmentación con tipo de cambio flexible, ya que en este último caso, parte de la demanda de divisas ocasionada por el ajuste de stocks se cubre con mayor saldo comercial, dado el impacto del incremento del tipo de cambio único sobre exportaciones y, presumiblemente de manera más acelerada, sobre importaciones:

$$[7]\ \Delta TC^f = \alpha\ ajuste_stocks$$

$$[8]\ \Delta TC = \alpha\ ajuste_stocks - \varphi X'(TC)\Delta TC + \varphi M'(TC)\Delta TC$$

$$\Delta TC = \frac{\alpha\ ajuste_stocks}{1 + \varphi X'(TC) - \varphi M'(TC)} < \Delta TC^f$$

$$dado\ que\ X'(TC) > 0;\ M'(TC) < 0$$

La ecuación [7] muestra que, en el caso del mercado con segmentación dual, el ajuste de stocks incrementa el tipo de cambio financiero en dicho ajuste por el coeficiente α mientras que, en el caso del mercado unificado con tipo de cambio flotante (ecuación [8]), el

incremento en el tipo de cambio único es igual a lo anterior menos φ veces la derivada de exportaciones con relación al tipo de cambio único (signo positivo) más φ veces la derivada de importaciones con relación al tipo de cambio único (signo negativo).

Como contrapartida, el ajuste de stocks genera un incremento de la inflación en el caso del mercado único con flotación cambiaria, porque se incrementa el tipo de cambio que incide sobre el comercio exterior, mientras que la inflación no se altera en el caso del mercado segmentado, ya que el tipo de cambio comercial, que incide sobre las operaciones de comercio exterior, no se modifica.

Bibliografía

Barth, Richard and Chorng-Huey Wong (1994): "Approaches to Exchange Rate Policy Choices for Developing and Transition Economies", IMF Institute, International Monetary Fund.

Cavallo, Domingo F. (1989): Economía en tiempos de crisis, Editorial Sudamericana.

Dornbusch, Rudiger (1986): "Multiple Exchange Rates for Commercial Transactions", Economic Adjustment and Exchange Rates in Developing Countries, Sebastian Edwards and Liaquat Ahamed, eds, National Bureau of Economic Research.

FIEL (1989): El control de cambios en la Argentina. Liberación cambiaria y crecimiento, Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas, Ediciones Manantial.

Flood, Robert P. and Nancy Marion (1982): 'The Transmission of Disturbances under Alternative Exchange-Rate Regimes with Optimal Indexation', Quarterly Journal of Economics 97.

Ghei, Nita and Miguel A. Kiguel (1992): 'Dual and Multiple Exchange Rate Systems in Developing Countries', Working Papers 881, The World Bank, April.

Kiguel, Miguel and Stephen A. O'Connell (1995): "Parallel Exchange Rates in Developing Countries", The World Bank Research Observer, vol.10, No.1 (February).

Marion. Nancy P. (1991): 'Empirical Evidence on European Dual Exchange Rates and its Relevance for Latin America', Working Paper No.3809, National Bureau of Economic Research, August.

Marion, Nancy P. (1994): 'Dual Exchange Rates in Europe and Latin America', The World Bank Economic Review, Vol.8, No.2.

Reinhart, Carmen M. and Vincent R. Reinhart (2003): "Twin Fallacies about Exchange Rate Policy in Emerging Markets", Working Paper 9670, National Bureau of Economic Research.

Documento elaborado por

el **Instituto de Economía Política** de la **Universidad Siglo 21**

Director: Dr. Gastón Utrera