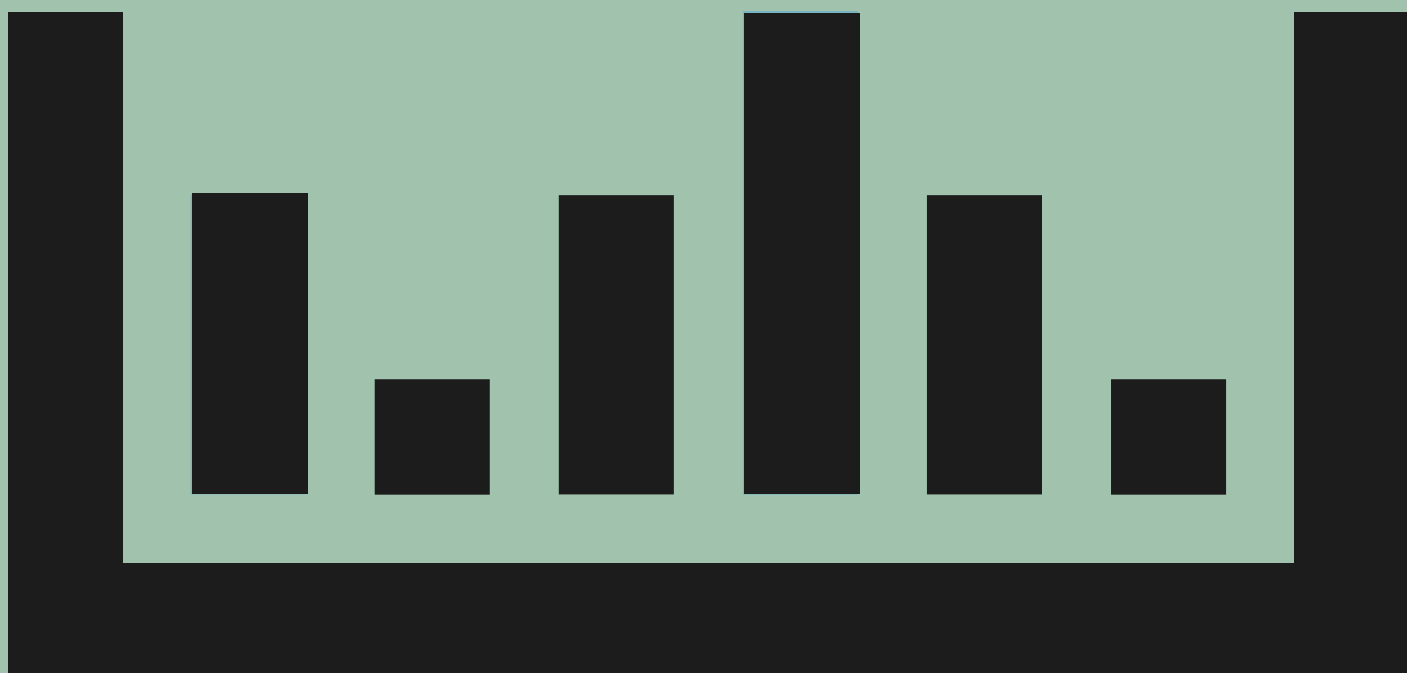


El mercado de cambios bajo la lupa

La transición hacia la unificación



Pablo de la Vega
Emiliano Libman
Guido Zack

Economía

Agosto 2023

El mercado de cambios bajo la lupa

La transición hacia la unificación

Pablo de la Vega

Emiliano Libman

Guido Zack

- Transformar el Estado
- Generar riqueza
- Promover el bienestar



Índice

El mercado de
cambios bajo la lupa

La transición hacia la
unificación

4	Introducción
5	El tipo de cambio y los objetivos de política
6	Regímenes cambiarios
9	La experiencia de los últimos años en Argentina
15	La transición hacia la unificación
16	Algunas experiencias de desdoblamiento cambiario (y unificación) en Argentina
18	El régimen de transición: ¿desdoblamiento o unificación con suba de retenciones?
23	Conclusiones
25	Bibliografía
27	Créditos y agradecimientos

Introducción

Los precios cumplen una función clave en la economía: orientan las decisiones de los productores y los consumidores (reflejan la disponibilidad de los bienes y servicios existentes y las posibilidades de producción), coordinan las decisiones de ahorro e inversión, inducen a estudiar determinadas carreras o especializarnos en determinados rubros o sectores, etc. Todas estas decisiones se toman de forma descentralizada y sin que nadie supervise más que algunas partes aisladas de este proceso. Esto es posible porque la relación de precios de los distintos bienes y servicios le transmite al público la información que les permite tomar decisiones a la hora de elegir qué consumir, qué producir, qué carrera estudiar, en qué ahorrar, etc.

Por lo tanto, es necesario cuidar el sistema de precios, dado que su buen funcionamiento permite a los habitantes de un país tomar las mejores decisiones posibles para el presente y el futuro. Para lograrlo, se requiere que: a) exista claridad sobre la estructura de precios relativos y b) que dicha estructura sea apropiada, entendiendo que el objetivo último es que las decisiones que se tomen ubiquen a la economía en un sendero que vaya mejorando las condiciones de vida de la población.

Para cumplir con el primer requisito, es central que bienes y servicios similares tengan un mismo precio, para evitar pérdidas de eficiencia por transacciones que se realicen por encima o por debajo del precio "promedio" y esfuerzos para intentar aprovechar ganancias por la misma dispersión de precios que nada aportan al desarrollo. En cuanto al cumplimiento del segundo requisito, es indispensable que los precios relativos de la economía sean sostenibles en el tiempo. Cuando alguna de estas dos condiciones no se satisfacen, hablamos de la existencia de "distorsiones" en el sistema de precios.

En Argentina, dichas "distorsiones" existen en diversos mercados. Un caso particularmente notable es el del mercado de cambios¹. La existencia de múltiples cotizaciones para el dólar dificulta severamente la capacidad de transmitir señales adecuadas y genera una serie de incentivos contrarios al buen funcionamiento de la economía. En países como el nuestro, casi la totalidad de los bienes y servicios que se producen utilizan insumos importados y otros se exportan; una buena parte de las decisiones financieras involucra contratos que se saldan o expresan en dólares. El tipo de cambio transmite señales importantes que comunican a las empresas y consumidores qué tan conveniente es consumir y producir productos transables (que se intercambian en el mercado mundial) en comparación con productos no transables (que se producen y consumen en el mercado doméstico). Asimismo, los ahorristas e inversores siguen la cotización del dólar para entender cuál es la mejor forma para preservar o incrementar su poder de compra ([Libman et al., 2023](#)).

El precio del dólar también tiene impactos considerables sobre otras cuestiones clave, como el empleo, la inflación, la distribución del ingreso y la pobreza². El tipo de cambio es, además, un instrumento fundamental para conducir la política macroeconómica, ya que puede facilitar la absorción de *shocks* externos, colaborar con la reducción de la inflación y afectar de forma significativa la competitividad externa. Por todo este conjunto de razones, que incluye el contenido informativo del valor del dólar y su rol instrumental, resulta crucial definir una política cambiaria consistente.

¹ A lo largo del documento nos referimos al "mercado de cambios" como toda transacción de divisas que afecta el stock de reservas internacionales del Banco Central de la República Argentina (BCRA). En términos de las estadísticas del BCRA, el "mercado de cambios" refiere sólo a las transacciones, mientras que "balance cambiario" incluye otras operaciones, como el retiro de depósitos en moneda extranjera de las cuentas bancarias tanto por familias como por empresas, así como las operaciones efectuadas de forma directa con reservas internacionales del BCRA, sean propias o del Tesoro Nacional. En resumen, cuando aludimos al "mercado de cambios" en este documento, nos referimos a la totalidad del "balance cambiario".

² Los movimientos del tipo de cambio se transmiten muy rápidamente y casi en su totalidad a los precios de los bienes transables (o que se producen con insumos importados), lo cual implica que eventos como una devaluación de la moneda nacional tengan un efecto directo sobre la inflación ([de la Vega et al., 2022](#)).



En el marco de una estrategia integral de estabilización, consideramos pertinente la aplicación de un desdoblamiento cambiario transitorio o bien de una unificación cambiaria compensada con aumento de retenciones.

El presente documento tiene como objetivo describir a grandes rasgos cómo se suele organizar el mercado de cambios, discutir los problemas del actual diseño y presentar algunos lineamientos generales para mejorar su funcionamiento, siempre con el horizonte puesto en alcanzar la unificación. Sin embargo, la transición puede tener costos sustanciales, por lo que es necesario analizar detenidamente las implicancias de cada propuesta. En particular, dada la insostenibilidad del régimen actual y los elevados riesgos de espiralización inflacionaria asociados a una unificación, en el marco de una estrategia integral de estabilización consideramos la pertinencia de la aplicación de un desdoblamiento cambiario transitorio o bien de una unificación cambiaria compensada con aumento de retenciones. Si bien estos dos caminos tienen similitudes, también muestran diferencias que son indispensables para considerar. Con tal fin, el resto del trabajo discute los diversos impactos que tiene el tipo de cambio sobre la política económica y los regímenes cambiarios en términos generales, la experiencia argentina de las últimas décadas y la agenda de cara a los próximos años.

El tipo de cambio y los objetivos de política

En economía, es muy usual afirmar que a cada herramienta de la política se le puede asignar únicamente un objetivo, ya que, en caso de apuntar a más de un objetivo por herramienta, se corre el riesgo de que el cumplimiento de los diversos fines implique movimientos contradictorios de la variable en cuestión. A contramano de esto, en Argentina a la política cambiaria (la que define en buena medida cómo se moverá el valor del dólar) se le pide que cumpla con una gran cantidad de objetivos, muchos de los cuales pueden resultar contradictorios entre sí.

Un objetivo típico de la política cambiaria es el de minimizar los impactos de los *shocks* externos. Por ejemplo, si los precios internacionales de los bienes que una economía exporta aumentan, este alza se verá reflejada en los precios domésticos, pero también habría un ingreso adicional de divisas que tenderían a apreciar la moneda, moderando el incremento de los precios. En el sentido inverso, si los precios de los bienes de exportación caen, esto vería afectada la rentabilidad de sus productores, pero la menor entrada de divisas depreciaría la moneda, también compensando el efecto inicial. En este caso, para poder absorber los efectos del cambio en los precios internacionales, es conveniente que su cotización varíe de forma relativamente libre para acomodar los cambios en la oferta y la demanda de divisas.

Otro objetivo que se le atribuye a la política cambiaria es el de contribuir a la competitividad de la economía. Un tipo de cambio alto disminuye el precio en dólares de los insumos no transables (entre ellos, el trabajo), reduciendo los costos y mejorando la competitividad. En efecto, en muchos casos no sólo se recomienda un tipo de cambio alto, sino también estable ([Palazzo y Rapetti, 2017](#)), pues, a la hora de encarar un proyecto de exportación, los productores no sólo necesitan conocer el nivel presente del tipo de cambio, sino también tener cierta certeza de que ese nivel se va a mantener en el tiempo.

El tipo de cambio es también muchas veces utilizado como ancla inflacionaria. Dado que prácticamente todos los precios de la economía se ven afectados en mayor o menor medida por el tipo de cambio, cuando la variación del tipo de cambio es menor a la de los precios, el efecto es contribuir a reducir la tasa de inflación. Esto suele tener un efecto positivo en el poder adquisitivo de los salarios, que en estos contextos suelen crecer por encima de la variación del tipo de cambio y la inflación



junto a una mejora de la distribución del ingreso ([Díaz Alejandro, 1967](#)). Sin embargo, tiende a deteriorar el saldo comercial y por cuenta corriente, tanto por la reducción del tipo de cambio real y la pérdida de competitividad asociada, como por el mayor nivel de actividad.

Muchas veces se toman decisiones sobre el tipo de cambio teniendo presente posibles descalces de monedas tanto del sistema financiero como del sector público. El descalce de monedas se produce cuando un agente económico tiene ingresos o activos en moneda local, y egresos o pasivos en moneda extranjera. Ante un aumento del tipo de cambio, los egresos o pasivos aumentan relativamente a los ingresos y activos; esto puede generar problemas de sostenibilidad cuando las obligaciones en moneda extranjera son mayores a las acreencias.

Tener un determinado objetivo de política económica no implica que exista la capacidad de alcanzarlo. Es muy frecuente analizar si el tipo de cambio presente se encuentra en torno a valores que se puedan sostener en el tiempo (lo que en economía denominamos “valores de equilibrio”). A veces un determinado valor del tipo de cambio no puede sostenerse o, dado que el tipo de cambio tiene el potencial de impactar sobre tantas variables objetivo, es muy difícil establecer un único valor de equilibrio. Muchas veces éste se relaciona con el nivel que hace sostenible la trayectoria/dinámica de la cuenta corriente. No obstante, tampoco se pueden desestimar los valores necesarios para satisfacer las expectativas de ingreso de las personas ([Olivera, 1991](#); [Dornbusch, 2000](#); [Gerchunoff y Rapetti, 2016](#)).

Algunos de los objetivos que se le piden a la política cambiaria requieren de un nivel bajo del tipo de cambio —inflación y distribución del ingreso— y en otros uno alto —competitividad—, a veces más bien estable —competitividad y descalce de monedas— y en otros más flexible —amortiguador de *shocks* exógenos—.

En resumen, es evidente que algunos de los objetivos que se le piden a la política cambiaria requieren de un nivel bajo del tipo de cambio —inflación y distribución del ingreso— y en otros uno alto —competitividad—, a veces más bien estable —competitividad y descalce de monedas— y en otros más flexible —amortiguador de *shocks* exógenos—. Claramente, no hay una herramienta de la política que pueda satisfacer objetivos tan variados, excepto por pura casualidad. Es por eso que, si se modifica con mucha frecuencia el orden de prioridades de los objetivos del tipo de cambio, puede dar como resultado una política cambiaria muy volátil, errática y contraproducente para todos los objetivos.

Regímenes cambiarios

A los principios rectores, reglas y prácticas que regulan la evolución del tipo de cambio se los denomina “régimen cambiario”. Estos regímenes se definen en función del grado de libertad con el cual el precio del dólar se puede mover por los cambios en la oferta y la demanda de divisas. La importancia del tipo de cambio en la determinación de muchas variables económicas explica las razones para que el Banco Central intervenga de manera más significativa en el mercado de cambios y/o establecer ciertas reglas de funcionamiento. A grandes rasgos, podemos distinguir entre regímenes flexibles y regímenes rígidos, aunque en la práctica es una cuestión de grado.

Los regímenes de mayor flexibilidad permiten que el tipo de cambio se defina, principalmente, por la oferta y demanda privada, y por el sector público no financiero; es decir, se basan en la ausencia

(total o parcial) de la intervención del banco central. Estos esquemas priorizan el objetivo de amortiguar *shocks* típicamente externos para reducir sus efectos sobre variables como la producción y el empleo, aunque pueden incrementar su impacto sobre los precios. Por esto suelen ser más aconsejables para economías con inflación baja y estable, y que cuentan con una autoridad monetaria con credibilidad elevada, como los casos de metas de inflación relativamente exitosas.

En los regímenes de menor flexibilidad, el banco central define un precio objetivo o un sendero de su valor, e interviene comprando y vendiendo dólares para defenderlo. Estos regímenes tienden a exacerbar los efectos de los *shocks* sobre variables como la producción y el empleo, por lo que reduce los impactos sobre los precios. Suele ser el caso de economías con situaciones inflacionarias menos controladas y autoridades monetarias con menor credibilidad, con un importante grado de bimonetarismo y/o descalce de monedas. Esto sucede incluso en economías con baja inflación y regímenes de metas de inflación, pero con un historial de perturbaciones monetarias y cambiarias de relevancia, o bien en donde el efecto de las devaluaciones sobre el nivel de actividad es contractivo ([Krugman y Taylor, 1978](#)), como muchas de las latinoamericanas (Libman, 2018b; [Montané et al, 2021](#)).

Estos esquemas más rígidos, a su vez, pueden clasificarse en función de cuán estricto es el compromiso con una paridad o sendero para el tipo de cambio. En el extremo se encuentran los regímenes de tipo de cambio fijo, en los cuales el banco central se compromete a mantener un valor determinado del tipo de cambio. La manera de hacerlo es demandando la totalidad de los dólares ofrecidos y ofreciendo la totalidad de los dólares demandados, en ambos casos, al valor estipulado.

Los regímenes intermedios incluyen una gran variedad de sistemas, entre los que se encuentran los tipo de cambio ajustables (fijos, pero con la posibilidad explícita de que la autoridad modifique el valor para fijarlo nuevamente), reptantes (ajustables, con variaciones predeterminadas o definidas a partir de alguna variable), flotaciones entre bandas (flexible, mientras no perfore o supere determinadas bandas predeterminadas) o flotación sucia (flexible, pero el banco central se reserva la posibilidad de intervenir cuando lo crea conveniente).

También es útil diferenciar los casos en los que la autoridad monetaria interviene vendiendo reservas internacionales para mantener un tipo de cambio más bien bajo (con el objetivo de contener la inflación) de aquellos en los que se interviene comprando reservas para establecer un tipo de cambio más elevado, con una meta de competitividad y mejora de las cuentas externas. Cabe destacar que, si bien ambas dinámicas pueden tener consecuencias indeseables sobre otras variables económicas, la primera se vuelve, con más frecuencia, insostenible. En efecto, el mantenimiento de un tipo de cambio bajo a través de la venta de divisas por parte del banco central puede llevar a las reservas internacionales a un nivel crítico que ponga en duda la capacidad de la autoridad monetaria para sostener la paridad. En cambio, el mantenimiento de un tipo de cambio alto vía adquisición de divisas puede tener consecuencias inflacionarias o sobre la distribución del ingreso. Sin embargo, difícilmente la estrategia pierda credibilidad, justamente porque la consecuencia es la acumulación de reservas internacionales, es decir, el incremento de la capacidad del banco central en la intervención del mercado de cambios. En cualquier caso, todas las intervenciones deberían implicar un compromiso razonable entre los distintos objetivos de la política económica, siempre que la magnitud de la presión en el mercado de cambios no sea excesiva, el problema que dio origen a la intervención sea de naturaleza transitoria o se estén implementado políticas que permitan expandir la oferta, especialmente, la transable.

Abandonar un régimen de menor flexibilidad es sumamente costoso. Además de los problemas inflacionarios y distributivos, muchas decisiones de consumo, producción o financieras fueron tomadas considerando que las autoridades sostendrían el precio del dólar, resultando en un descalce de monedas. Si finalmente el precio se modifica, esto puede generar inconvenientes y llevar a quebrantos y roturas en la cadena de pago, que van en detrimento de la estabilidad financiera.

Así, cuando existen presiones sobre el mercado de cambios y el nivel de reservas va alcanzando un nivel crítico, las autoridades pueden reaccionar introduciendo medidas administrativas en lugar de devaluar. Por ejemplo, pueden adoptar restricciones sobre la compraventa de moneda extranjera con fines de atesoramiento, remisión de utilidades, entrada y salida de los flujos de capitales y sus intereses, o regular las autorizaciones para importar y forzar a los exportadores a liquidar las divisas provenientes de sus ventas en el exterior dentro de plazos determinados, entre otras.

Cuando estas intervenciones se transforman en una característica permanente de la economía, suelen generar costos que superan a lo que originalmente podría haberse resuelto con una gestión macroeconómica más prudente y convertirse en un problema de muy difícil solución. Si bien hay buenas razones para intentar que el precio del dólar no se establezca libremente, no todos los mecanismos de regulación son igual de efectivos o se pueden sostener en el tiempo. Cuando un sistema se torna insostenible, la decisión de reformarlo se impone por la fuerza de los acontecimientos. Cuando se acaban las reservas del banco central y/o los segmentos del mercado en los que las autoridades pueden intervenir dejan de ser los relevantes para la toma de decisiones del público, la economía comienza a guiarse, por ejemplo, por las cotizaciones en mercados informales.

Asimismo, el régimen cambiario y el marco regulatorio imponen restricciones sobre el resto del esquema macroeconómico (y viceversa), incluyendo la política fiscal, monetaria y el grado de movilidad de capitales. En particular, bajo un régimen de libre movilidad de capitales y tipo de cambio fijo, el banco central se ve obligado a expandir la base monetaria frente a los excesos de oferta de divisas en el mercado de cambios (dado que emite moneda local para adquirir moneda extranjera) y a contraerla en caso de exceso de demanda de divisas (dado que recibe moneda local a cambio de la moneda extranjera de la que se desprende). En resumen, en este régimen el banco central pierde la capacidad de hacer política monetaria y, en particular, de definir la tasa de interés. De manera inversa, si el banco central desea tener un control estricto de la política monetaria y la tasa de interés, manteniendo la libre movilidad de capitales, debe dejar flotar libremente el tipo de cambio. Si, por el contrario, tiene intenciones de controlar tanto el tipo de cambio como la tasa de interés, entonces debe acudir a restricciones de mayor o menor magnitud sobre la movilidad de capitales. Esta posibilidad del banco central de controlar sólo dos de tres herramientas (movilidad de capitales, política cambiaria y política monetaria) es comúnmente llamada en la literatura “trinidad imposible” ([Aizenman, 2010](#)).

En la práctica, la “trinidad imposible” no implica escoger entre políticas extremas (lo que no siempre deriva en un esquema rígido e inconveniente, incluyendo el caso argentino actual); los casos en los que las autoridades manejan de forma activa la política y dejan flotar la moneda (con intervenciones eventuales del banco central comprando y vendiendo divisas) en un contexto de relativa apertura a la entrada y la salida de capitales son bastante comunes para enfrentar coyunturas en donde existen tensiones en el mercado de cambios. En el mundo, sólo Estados Unidos y, en menor medida, Japón y la zona Euro dejan flotar su moneda completamente. En el resto de los países suele haber esquemas en donde las autoridades intervienen en circunstancias más o menos extraordinarias, sin definir las a priori. Esto es lo que ha ocurrido en países de América Latina, muchos de los cuales, en los últimos 20 años, han migrado hacia esquemas de mayor flexibilidad cambiaria.



La experiencia de los últimos años en Argentina³

Nuestro país siempre ha convivido con tensiones en el mercado de cambios. Dicha situación es la norma, pero las políticas adoptadas y el tipo de tensión (así como su origen) han variado con el tiempo. En abril de 1991, con el fin principal de derrotar la hiperinflación, se adoptó el régimen de Convertibilidad, el cual consistía fundamentalmente en la adopción de un tipo de cambio fijo y la obligación de respaldar casi la totalidad de la base monetaria con dólares en las reservas internacionales del BCRA. Como la inflación tardó en bajar, el sostenimiento del tipo de cambio en un mismo nivel implicó que los aumentos de precios en moneda local fuesen, a la vez, aumentos de los precios en dólares (Gráficos 1 y 2). Esto apreció fuertemente la moneda en términos reales y, en un contexto de una economía más abierta, se acumularon déficits fiscales y de cuenta corriente (la suma del déficit comercial más los pagos de intereses y el giro de utilidades de las empresas) que se financiaron con endeudamiento externo.

Si bien durante la Convertibilidad la inflación se mantuvo muy baja, la economía quedó muy expuesta a las condiciones financieras globales. Fue capaz de sostener el régimen ante las crisis internacionales de México (1994-95), Asia (1997) y Rusia (1998), pero luego de la crisis de Brasil (1999), el principal socio comercial del país, la reversión de los flujos de capitales tornó insostenible el esquema. La combinación de desequilibrios externos derivó en la crisis del 2001, el default de la deuda pública, el corralito y el abandono de la Convertibilidad y del tipo de cambio fijo.

Evolución de la inflación interanual del Índice de Precios al Consumidor (%), 1992-2023

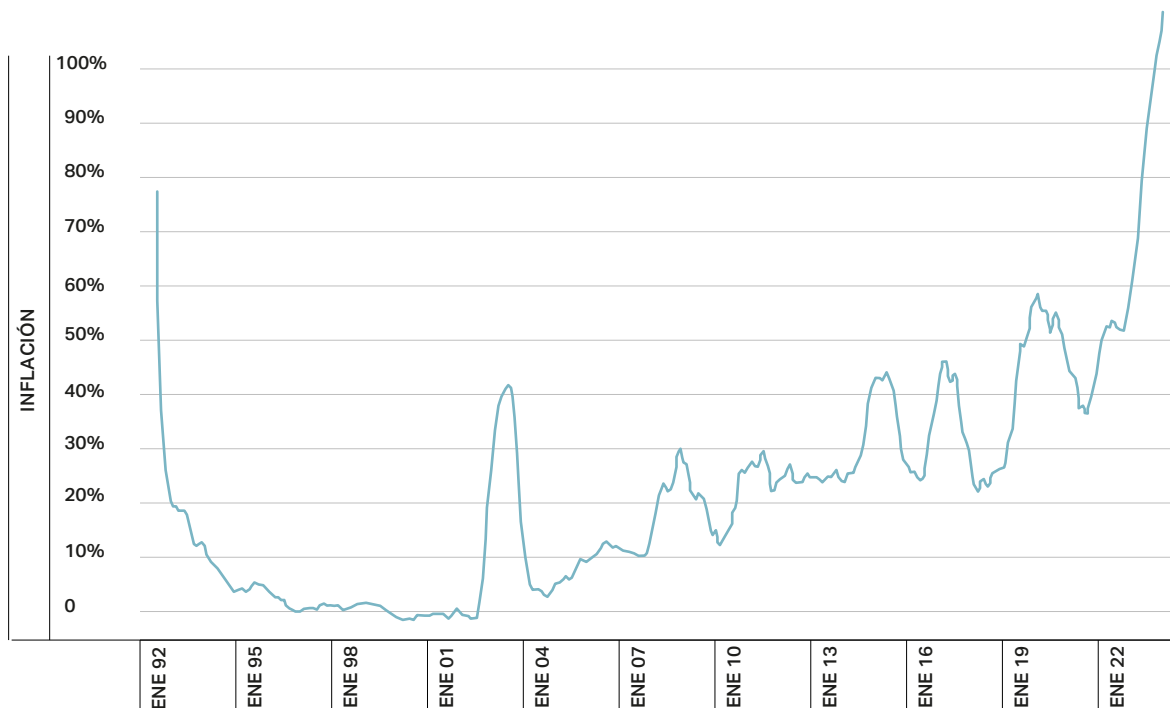


Gráfico 1

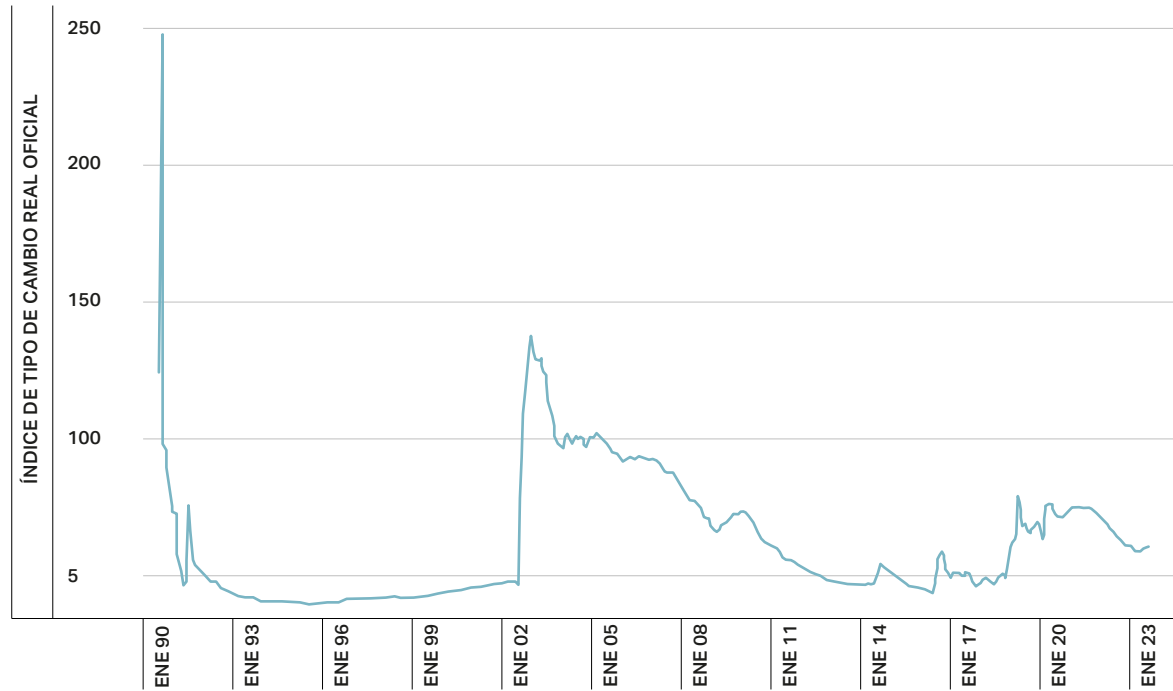
Fuente: Fundar - elaboración propia con base en información del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) e institutos de estadística provinciales.

³ Esta sección se dedicará a discutir las "distorsiones" asociadas a la introducción de restricciones que segmentan el mercado cambiario. Otro tipo de distorsiones surgen, por ejemplo, de la implementación de impuestos al comercio exterior, pero están fuera del alcance de esta sección.

La experiencia de los últimos años en Argentina

Gráfico 2

Evolución del Índice de Tipo de Cambio Real oficial, 1990-2023 (base 100=2004)



Fuente: Fundar - elaboración propia con base en información del Banco de Pagos Internacionales (BIS), Banco Central de la República Argentina (BCRA), INDEC e institutos de estadística provinciales

La fuerte devaluación de la moneda que implicó la salida de la convertibilidad hacia 2002 dejó como resultado un régimen de tipo de cambio alto (parcialmente compensado con retenciones) que las autoridades sostuvieron a partir de la intervención compradora del BCRA. El objetivo era múltiple. Por un lado, recomponer la situación de reservas internacionales; por otro lado, mantener un nivel de competitividad elevado, en un contexto en el que la inflación volvió a situarse en niveles bajos luego del fogonazo inicial. Hasta el año 2007, este esquema pareció exitoso, al menos en términos de crecimiento e incremento de las exportaciones, incluso de las no tradicionales ([Palazzo y Rapetti, 2017](#)). Sin embargo, la inflación fue aumentando y, en lugar de enfrentarla con herramientas de política, se tomó la decisión de intentar ocultar el problema por la vía de la subestimación del indicador publicado por el instituto de estadísticas (INDEC).

El conflicto entre el Gobierno y el campo en 2008 por el intento de establecer un esquema de retenciones móviles a las exportaciones agrícolas en un contexto de precios internacionales muy elevados fue la primera señal de apreciación real de la moneda. Pero la crisis internacional que se desató hacia finales del mismo año provocó una reacción al alza en el tipo de cambio nominal y a la baja en la inflación, lo que dejó un tipo de cambio real nuevamente en niveles competitivos. Sin embargo, en la salida de la crisis internacional se tomó la decisión de utilizar al tipo de cambio como ancla nominal y que su ritmo de variación fuera significativamente menor que el de los precios, lo cual resultó un proceso de apreciación real de la moneda.

La salida de capitales producto de esta apreciación y de la pérdida de credibilidad del Gobierno ante las demoras por normalizar el INDEC generó la reducción de la acumulación de reservas internacionales por parte del BCRA hasta que se revirtió la dirección de la intervención en el mercado de cambios. Frente a esta situación, las opciones de política eran normalizar el INDEC y subir la tasa de interés, de modo que sea positiva en términos reales y así incentivar el ahorro en activos en moneda local ([Gráfico 3](#)), o bien restringir la libre movilidad de capitales. En 2011, luego de las elecciones

La experiencia de los últimos años en Argentina

presidenciales, el Gobierno reelecto se inclinó por esta última opción e implementó el cepo. Esta medida provocó el surgimiento de los tipos de cambio paralelos y, si bien disminuyó el drenaje de reservas ([Gráfico 4](#)), no lo frenó del todo en un contexto en el que la inflación se había establecido en torno al 25 % anual, con un ancla cambiaria que favoreció la apreciación de la moneda en términos reales.

Comparación de la evolución de la inflación versus las tasas de interés relevantes (%), 2004-2015

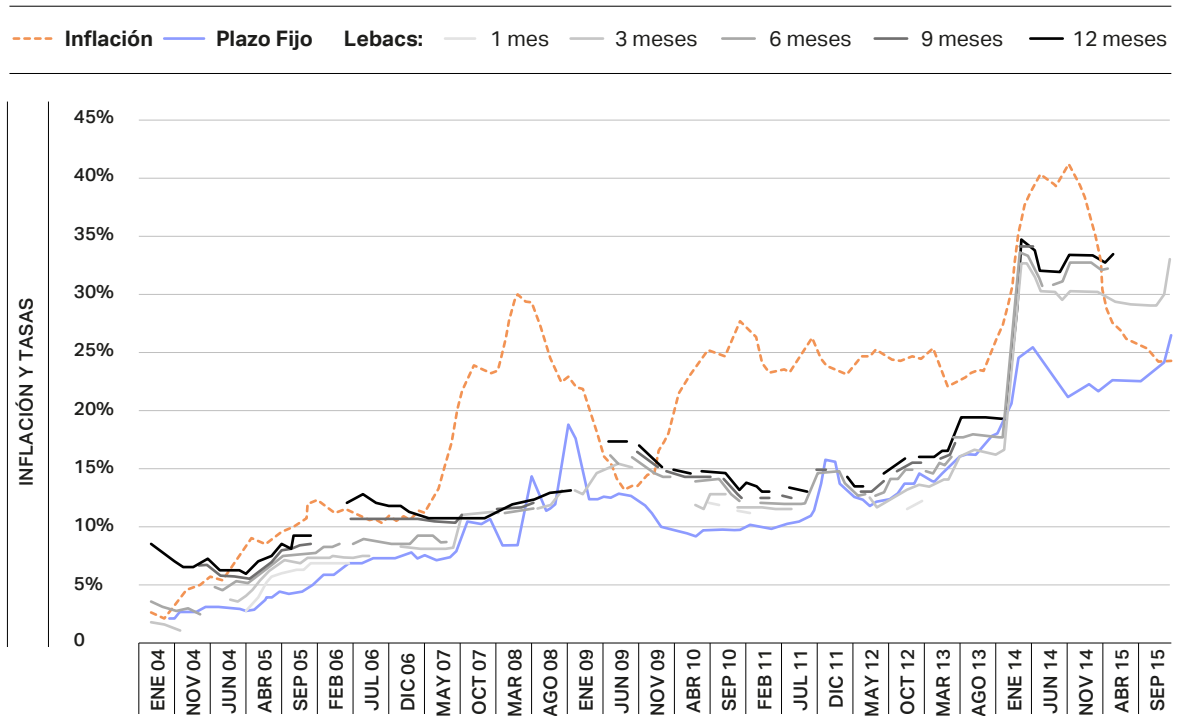


Gráfico 3

Nota: El gráfico contempla las tasa de interés de Lebac a diferentes plazos (de uno a doce meses) , la tasa promedio ponderada de plazos fijos y la inflación en TEA y var. % i.a

Fuente: Fundar - elaboración propia con base en información del BCRA, INDEC e institutos de estadística provinciales

Gráfico 4



Evolución de las reservas internacionales del Banco Central de la República Argentina (BCRA) (millones de dólares), 2011-2023

Gráfico 4



Fuente: Fundar - elaboración propia con base en información de Alphacast

El episodio devaluatorio en enero de 2014 aceleró los precios a un ritmo de crecimiento del 40 % anual en ese año, para volver a la apreciación real e inflación en torno al 25 % en el año siguiente. A finales de 2015, el nuevo Gobierno tomó la decisión de levantar las restricciones a la libre movilidad de capitales, lo que implicó un fuerte aumento del tipo de cambio oficial para unificarse con los paralelos. La inflación se aceleró nuevamente a valores cercanos al 40 %, pero, endeudamiento externo mediante (que, posteriormente, se evidenció insostenible), se pudo volver a hacer uso del tipo de cambio como ancla nominal, llevar la inflación nuevamente en torno al 25 % y, al mismo tiempo, recomponer las reservas internacionales.

Este proceso duró hasta abril de 2018 cuando se produjo una nueva corrida y se inició un período de un año y medio en el que el tipo de cambio sufrió varios saltos que triplicaron su valor nominal. Como no podía ser de otra manera, los precios sintieron el impacto y la inflación subió un par de escalones hasta valores superiores al 50 % anual. El acceso al financiamiento externo se había cortado nuevamente y las autoridades recurrieron a un programa del FMI por un monto récord para el país y el organismo (aproximadamente, 57.000 millones de dólares). El programa no logró el objetivo de estabilizar la economía. En cambio, ante las reiteradas corridas, el Gobierno decidió "reperfilarse" la deuda pública en moneda local para evitar que el pago de estos vencimientos presionen aún más el mercado cambiario y, posteriormente, restringir nuevamente la libre movilidad de capitales, primero de manera tímida, pero luego con más determinación.

Durante los últimos cuatro años (2019-2023), a medida que la situación de reservas internacionales del BCRA se hacía más crítica, se fue tornando cada vez más complejo el esquema de restricciones cambiarias, en un contexto que incluyó la renegociación de la deuda con los bonistas privados y el acuerdo con el FMI. Asimismo, los efectos de las restricciones a la movilidad por la pandemia de COVID-19 y la emisión monetaria resultante de las políticas paliativas, de la guerra en Ucrania y de una sequía histórica generaron presiones cambiarias e inflacionarias adicionales que fueron respondidas con un endurecimiento de las restricciones para acceder al mercado de cambios y con una intervención en los mercados cambiarios, tanto del oficial como de los paralelos.

La complejidad del marco normativo provocó la aparición de una gran cantidad de tipos de cambio. Los más importantes son el dólar oficial, el cual sirve como referencia para las operaciones comerciales y financieras autorizadas con el exterior⁴; el dólar ahorro o "solidario", que es el dólar oficial más el impuesto PAIS y la retención anticipada de ganancias; y los dólares informal o "blue", "bolsa" o "mercado electrónico de pagos (MEP)" y "cable" o "contado con liquidación (CCL)". Otros tipos de cambio paralelos que han aparecido y son el fruto de regulaciones puntuales incluyen el dólar "turista" (en su versión "tarjeta", "Qatar" y "turistas extranjeros"), los dólares "Netflix", "Coldplay" y "Servicios Tecnológicos" (para adquirir servicios de *streaming*, para importar espectáculos y para vender servicios al exterior, respectivamente) y los dólares "Soja 1", "Soja 2", "Soja 3" y economías regionales (que estipularon condiciones más favorables para liquidar exportaciones de soja y/o de economías regionales).

La complejidad del sistema queda de manifiesto cuando se analiza la naturaleza de estos distintos tipos de cambios. Conceptualmente, existe una diferencia entre lo que podemos denominar "dólares implícitos" (el MEP y el CCL) respecto al "blue". Los primeros se forman a partir de la cotización de bonos y acciones en un mercado formal, donde el BCRA puede intervenir, y el otro no. Adicionalmente, los restantes dólares que existen surgen como el resultado de una decisión administrativa de introducir recargos sobre el dólar oficial, por lo que su evolución está estrechamente relacionada con lo que ocurre con la evolución del tipo de cambio oficial.

En resumen, desde 1991, la Argentina ha tenido una gran cantidad de configuraciones de política cambiaria, monetaria y de regulación de los flujos de capitales: tipo de cambio fijo (1991-2001); flotación sucia con un tipo de cambio alto (2002-09); flotación sucia con un tipo de cambio bajo (2010-23); por momentos, con libre movilidad de capitales (2010-11 y 2016-19); por momentos, con restricciones a la libre movilidad (2011-15 y 2019-23); e, incluso, se hicieron breves intentos de aplicar regímenes de metas de inflación y flotación entre bandas.

El actual esquema cambiario opera *de facto* como un desdoblamiento opaco con un segmento comercial fuertemente intervenido y otro segmento financiero "libre", en donde las autoridades han intervenido de forma poco transparente con instrumentos como la compra y venta de títulos públicos en el segmento MEP y CCL.

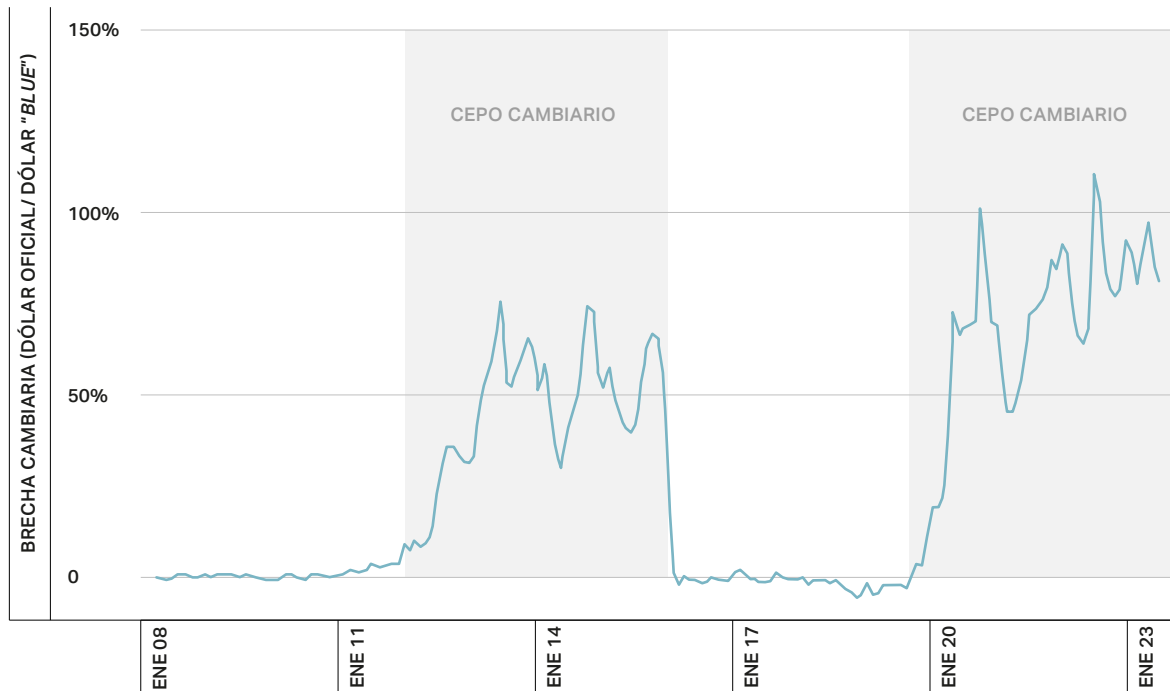
La brecha cambiaria ([Gráfico 5](#)) opera como un termómetro de las expectativas y genera incentivos constantes a arbitrar entre las diferentes cotizaciones de dólar, de manera que sea posible obtener importantes retornos para quienes pueden acceder a un valor bajo y vender a otro más elevado. Esto incluye prácticas totalmente contrarias al crecimiento económico y la acumulación de reservas, como postergar o subfacturar exportaciones, anticipar o sobrefacturar importaciones, pre-cancelar compromisos financieros o pagarlos al vencimiento en lugar de intentar un refinanciamiento, elaborar estrategias financieras para aprovechar las diferentes cotizaciones del dólar, etc. Estas actividades pueden resultar más lucrativas que emprendimientos productivos, con los consecuentes desincentivos y la pérdida de recursos que supone para la sociedad en su conjunto.

Este esquema tampoco facilita el ingreso de dólares para financiar inversiones o cobrar pagos en el exterior, porque, en términos generales, las divisas deben liquidarse al tipo de cambio oficial al momento del ingreso, y sólo es posible recomprar dólares a un tipo de cambio más alto. Incluso, en caso de ingresar capital al país por el tipo de cambio CCL, eso imposibilita a la empresa a operar en el mercado oficial por un período determinado, por ejemplo, para realizar importaciones. Todo esto, naturalmente, desincentiva actividades productivas e inversiones de todo tipo.

⁴ En la práctica, la presencia de impuestos al comercio exterior además genera el surgimiento de una multiplicidad de tipos de cambio efectivos diferenciados por tipo de producto o sector.

Gráfico 5

Evolución de la brecha cambiaria entre dólar oficial y dólar "blue"(%), 2008-2023



Fuente: Fundar - elaboración propia con base en información del BCRA y Alphacast

La estructura de precios relativos que resulta del actual esquema cambiario tampoco es adecuada para estimular el crecimiento. Idealmente, el sistema de precios debería fomentar la oferta transable local, es decir, premiar a las exportaciones (en especial, de alto valor agregado) y promover la sustitución de importaciones. En el pasado, los esquemas de tipos de cambio múltiples establecieron un tipo de cambio más alto para las actividades que se buscaba priorizar y otro más bajo para aquellas que se buscaba desincentivar. El actual esquema no obedece a ninguna lógica de este tipo y es el fruto de la acumulación de medidas que, en su conjunto, no favorece e incluso bloquea el desarrollo de sectores clave. De hecho, buena parte del esquema actual genera una transferencia de recursos desde el exportador (que recibe una cantidad de pesos por cada dólar exportado mucho menor a las cotizaciones paralelas y, además, en muchos casos se le cobra un impuesto) hacia el importador y a empresas endeudadas en moneda extranjera (que pagan una cantidad de pesos por cada dólar mucho menor a las cotizaciones paralelas).

Hace tiempo que el esquema no cumple con ninguno de los objetivos de la política cambiaria: no amortigua *shocks*, no mejora la competitividad, no evita la aceleración de precios y tampoco genera una acumulación de reservas internacionales.

En definitiva, en la actualidad coexiste un esquema de tipos de cambio múltiples en donde los participantes no tienen claridad y certidumbre sobre las reglas y el funcionamiento del mercado de cambios, y en donde el segmento "financiero" está sujeto a intervenciones poco transparentes, en muchos casos por parte de instituciones oficiales cuyo objetivo final no es la regulación de la liquidez y las condiciones financieras (tarea que le corresponde al BCRA). Asimismo, hace tiempo que el esquema no cumple con ninguno de los objetivos de la política cambiaria: no amortigua *shocks*, no es un factor que mejore la competitividad, no está funcionando para evitar la aceleración de precios y tampoco es capaz de generar una acumulación de reservas internacionales para preparar a la economía a los desafíos que le esperan.

La transición hacia la unificación

Por lo discutido anteriormente, es evidente que es necesaria una reforma del actual régimen cambiario, dado que no cumple con ninguna de sus funciones básicas y no está permitiendo que el BCRA acumule reservas internacionales. En el horizonte, debería figurar el establecimiento de un régimen de flotación sucia o administrada con una mayor movilidad de capitales, lo que no implica la ausencia total y absoluta de regulaciones relacionadas con la compra y venta de activos en moneda extranjera⁵.

La flotación de la moneda permitiría reaccionar frente a diferentes contextos internacionales y *shocks*, pero con la posibilidad de intervenir en el mercado en caso de situaciones de apreciación que limiten la competitividad o depreciación que ponga en riesgo una eventual estabilización de la economía. La mayor libertad en el movimiento de capitales impediría el surgimiento de tipos de cambio múltiples, con los incentivos adversos ya analizados. El control de la inflación es responsabilidad de toda la política macroeconómica ([de la Vega et al, 2022](#)), por lo que no tiene sentido dejarla únicamente en manos de una herramienta como el tipo de cambio. La experiencia del país muestra que la utilización de una única ancla inflacionaria no es sostenible en el tiempo y sólo posterga reacciones que luego pueden darse de manera amplificada.

La acumulación de reservas internacionales por parte del BCRA es una condición necesaria para la estabilización de la economía, pero un aumento del tipo de cambio oficial se trasladaría, en mayor o menor medida, a los precios; y una eventual espiralización podría resultar en una inflación mucho mayor a la actual.

Dada la situación actual de la economía argentina de estancamiento secular de la actividad económica, la caída del PBI *per cápita*, el incremento de la pobreza, la muy alta y creciente inflación, y un exceso de activos en moneda local potencialmente dolarizables, la transición hacia ese régimen no es trivial. La acumulación de reservas internacionales por parte del BCRA es una condición necesaria para la estabilización de la economía, por lo que el nuevo régimen debería garantizarla. Pero un aumento del tipo de cambio oficial se trasladaría, en mayor o menor medida, a los precios; y una eventual espiralización podría resultar en una inflación mucho mayor a la actual. Asimismo, tanto el sector público como el privado podrían enfrentar dificultades financieras en caso de una fuerte suba del tipo de cambio. En este contexto, el ordenamiento de las cuentas públicas es indispensable para la sostenibilidad del nuevo régimen cambiario.

Entonces, ante la insostenibilidad del régimen actual y el riesgo de espiralización de una unificación, en lo que sigue planteamos la posibilidad de establecer un régimen transitorio de desdoblamiento cambiario o bien de unificación compensada con suba de retenciones. El primer esquema se basa en establecer de manera transitoria dos tipos de cambios oficiales, desarticulando buena parte de

⁵ Un ingrediente fundamental de la estrategia a largo plazo incluye medidas que desincentiven el ingreso de capitales de corto plazo. Este tipo de medidas pueden operar restringiendo ciertas operaciones ("vía cantidades") o penalizándolas ("vía precios"), por ejemplo, estableciendo un esquema de encajes no remunerados que obligue a inmovilizar los fondos provenientes del exterior destinados a la compra de títulos públicos u acciones. Naturalmente, un esquema de este tipo sólo tiene sentido en el contexto de una economía ya ordenada y no cuando el sector público enfrenta severas restricciones de financiamiento. Como complemento de las regulaciones sobre los flujos de capitales, es necesario contar con lo que se denomina una regulación macroprudencial, que refleja los riesgos del descalce de monedas. Dichas regulaciones desincentivan pero no prohíben las colocaciones denominadas en moneda extranjera. Por ejemplo, ante la inexistencia de un prestamista de última instancia para dicho segmento, es conveniente establecer un esquema de encajes y de seguro de depósitos que discrimine por tipo de moneda para reflejar los mayores riesgos que implica operar en divisas (Libman *et al*, 2023).

las regulaciones actuales y tomando una estricta decisión acerca de las actividades y flujos que pueden acceder a cada una de las cotizaciones del dólar. El segundo busca evitar la existencia de más de un valor para las divisas, pero compensando por la vía tributaria parte de los costos y beneficios asociados.

Algunas experiencias de desdoblamiento cambiario (y unificación) en Argentina

En Argentina existen varios antecedentes tanto de desdoblamiento como de unificación. En esta sección, repasamos algunas de las lecciones que se pueden extraer de las experiencias previas. Una de las mejores documentadas de desdoblamiento es la reforma cambiaria de 1933 ([Libman, 2020](#)). Luego, de perder dos tercios de las reservas, en 1931 se impone el control de cambios en Argentina. Este proceso estuvo plagado de improvisación y errores fruto de la inexperiencia⁶. El sistema era originalmente tan restrictivo que de inmediato nació el mercado paralelo, que en esa época se denominaba “la bolsa negra”.

En 1933, se puso en marcha la etapa de reacomodamiento: se desdobra el mercado en uno oficial y uno libre, y se establecen restricciones comerciales. Esta experiencia deja una enseñanza bastante contundente y clara: un esquema cambiario que limite el acceso genera un segmento informal que puede incidir de forma crucial sobre la dinámica económica. La regulación del mercado de cambios del tipo administrativa genera, por las buenas o por las malas, un mercado en el cual el dólar cotiza a un valor más alto. Es mejor reconocer explícitamente esta realidad con el fin de poder contar con instrumentos efectivos para intervenir sobre el valor de dicho dólar y limitar el tamaño de la brecha cambiaria.

La regulación del mercado de cambios del tipo administrativa genera un mercado en el cual el dólar cotiza a un valor más alto: es mejor reconocer explícitamente esta realidad con el fin de poder contar con instrumentos efectivos para intervenir sobre este valor y limitar el tamaño de la brecha cambiaria.

Otro antecedente de reforma cambiaria con desdoblamiento tuvo lugar en la antesala de la salida anticipada de Raúl Alfonsín, en 1988 ([Damill y Frenkel, 1990](#)). Tras un efímero éxito inicial, el Plan Austral (una política de estabilización heterodoxa que combinó medidas restrictivas con políticas de ingreso) comenzó a exhibir signos de agotamiento, por lo que un debilitado Gobierno lanzó el Plan Primavera durante agosto de 1988. En el marco del plan, se implementó un desdoblamiento formal del mercado de cambios, estableciendo dos tipos de cambio comerciales y uno libre. Mientras que las exportaciones agrícolas se liquidaban a la primera cotización (fijada por el BCRA), las exportaciones industriales lo hacían a uno intermedio, y las importaciones y operaciones financieras, a la cotización más elevada (que se definía por la oferta y la demanda, pero con intervenciones del BCRA). El Plan Primavera tuvo un éxito aún más acotado y efímero que el Plan Austral. Durante enero de 1989, comenzó una corrida contra el peso que derivó en la hiperinflación.

La lección de esta experiencia de desdoblamiento también es clara: adoptar una reforma cambiaria no es sinónimo de éxito, en particular si no se logra atender los desequilibrios macroeconómicos subyacentes, como un déficit fiscal elevado en contextos de alta inflación, restricciones de financiamiento y escasez de divisas. A diferencia del desdoblamiento de la década de 1930, que operó en un contexto de presiones deflacionarias, la experiencia del Plan Primavera ilustra que es posible que las

⁶ Un ejemplo notable fue el no licitar previamente las compras al exterior, por lo que se podían encargar importaciones sin disponer del cambio; cuando llegaba la hora de repartir las escasas divisas, los importadores ya habían contraído una importante deuda comercial con el exterior.

autoridades pierdan el control del mercado financiero, particularmente si el BCRA se queda sin reservas internacionales y las autoridades carecen de suficiente poder político como para implementar un programa macroeconómico consistente.

También existen experiencias de unificación diversas. Un caso fue el programa de estabilización adoptado por Frondizi en 1959, el cual incluyó una corrección de precios relativos de servicios públicos, reducción del déficit fiscal y eliminación de buena parte de las restricciones cambiarias (que incluían cupos y permisos de importación, obligatoriedad de liquidación de exportaciones, tipos de cambios múltiples y restricciones a los flujos financieros). La lección que nos deja esta experiencia está en los efectos de la unificación. Como era de esperar, la inflación llegó hasta el 140 % anual durante 1959 (fue la primera vez en el siglo XX que la inflación superó los tres dígitos) y provocó una contracción de la economía y un deterioro de la distribución del ingreso. La existencia de políticas de incentivos a las inversiones estratégicas, combinada con la flexibilidad de las restricciones cambiarias, permitió atraer inversiones en energía e industrias "pesadas", pero la expansión de dichos sectores no evitó una nueva crisis de balanza de pagos y una recesión en 1962-1963, que derivaron en la reintroducción de las restricciones durante el gobierno de Illia (1964-1966).

Tras un breve período de vigencia de restricciones, en 1967 la dictadura de Onganía unificó el mercado de cambios, devaluó la moneda un 40 % y adoptó un esquema de compensación, que involucró no solamente retenciones a las exportaciones, sino también un impuesto a las tenencias de moneda extranjera. La unificación vino acompañada de acuerdos voluntarios de precios, negociaciones paritarias poco agresivas (que, eventualmente, se tradujeron en caídas del salario real) y una política fiscal contractiva combinada con una política monetaria y crediticia expansiva. Tras la adopción del plan y una breve recesión, en 1968 la inflación se mantuvo en torno al 7,6 % anual (contra el 32 % que se registraba al momento del golpe) y la economía creció un 9,6 % anual. El sector externo apuntaló el éxito del plan, ya que las exportaciones crecieron de forma sostenida entre 1964 y 1973, de forma que se consolidó una de las pocas etapas de la historia de la economía argentina moderna en donde se registró casi una década de crecimiento ininterrumpido. Sin embargo, el escaso consenso del programa sentó las bases de su eventual fracaso. Esto es una lección clave: el éxito de las políticas macroeconómicas es indivorciable de la existencia de un consenso en torno a su sostenibilidad en el tiempo. La protesta social y la violencia política socavaron las bases del Gobierno de Onganía, forzando una serie de recambios en la cúpula militar y un deterioro de la situación macroeconómica (inducido precisamente por la falta de consenso y el carácter antidemocrático del Gobierno). A medida que la inflación se aceleraba y el desempeño del sector externo se deterioraba, se reinstauraron los controles cambiarios en 1971.

La siguiente experiencia de unificación más o menos duradera tendría lugar en el contexto de la siguiente dictadura militar, en el marco de la reforma financiera del año 1977 (ya que, durante 1975, en el marco del "Rodrigazo", se intentó unificar sin éxito y al costo de llevar la tasa de inflación a los tres dígitos), que desreguló el mercado de capitales y el sistema bancario doméstico y levantó las restricciones financieras. Dicha experiencia culminaría, tras la adopción de la "Tablita Cambiaria" (un esquema de minidepreciaciones preanunciadas que se pretendía utilizar como ancla para la inflación), con crisis bancaria, de deuda pública y cambiaria, la reimplementación de los controles y una década de alta inflación e hiperinflación.

La unificación que tuvo lugar con la reforma financiera se caracterizó, al igual que como ocurrió durante el gobierno de Frondizi y Onganía, por la eliminación casi total de las restricciones a los flujos financieros. Este elemento, en el contexto de un mayor acceso al financiamiento internacional que en las décadas de 1950 y 1960, explicó las posteriores crisis externas gatilladas por respectivos procesos de endeudamiento público y privado con el exterior en moneda dura, que resultó de la acumulación de desequilibrios fiscales y por cuenta corriente (que las propias políticas contribuyeron a generar).

Con los intentos de estabilización previos al lanzamiento del Plan de Convertibilidad, fundamentalmente con el plan “Bunge y Born”, se volvería a implementar la unificación del mercado de cambios. Si se toma dicho plan aisladamente (es decir, sin considerar lo que ocurriría con la convertibilidad), se puede considerar como un intento fallido de unificación con políticas de compensación, que derivó en una nueva burbuja cambiaria y el congelamiento de depósitos para contener su eventual conversión a dólares (denominado “Plan Bonex”). Al igual que lo ocurrido hacia finales de la década de 1970, no logró estabilizar la economía.

La reforma cambiaria no garantiza la estabilización posterior de la economía, a menos que se alineen otros elementos de la política económica, en particular la política fiscal y de endeudamiento público y privado.

Nuevamente, aparece una lección clave que cruza transversalmente a todas las experiencias aquí reseñadas: la reforma cambiaria, sea cual sea su índole, no garantiza la estabilización posterior de la economía, a menos que se alineen otros elementos de la política económica⁷. Particularmente, la política fiscal y de endeudamiento público y privado deben garantizar ciertas condiciones de sostenibilidad tanto por la dinámica del financiamiento doméstico como por la carga del endeudamiento externo y la evolución de la balanza de pagos.

Finalmente, la última experiencia de unificación se dio hacia finales de 2015 cuando el Gobierno de Mauricio Macri levantó de manera inmediata todas las restricciones que existían desde 2011 sobre el mercado de cambios. El resultado fue un aumento del tipo de cambio oficial algo menor al 50 %, aceleración inflacionaria y recesión. Sin embargo, el endeudamiento externo del período permitió estabilizar la cotización del dólar que, en un contexto inflacionario, implicó una apreciación real de la moneda. Así, la inflación fue cediendo y la economía se fue recuperando, hasta que la interrupción repentina de la entrada de los flujos de capitales como consecuencia del acelerado proceso de endeudamiento provocó una nueva devaluación, pero, en este caso, más intensa aún, que llevó la inflación a un nuevo récord desde la salida de la hiperinflación y la economía a una nueva recesión.

La principal enseñanza de esta experiencia es que, por más difundidos que se encuentren los tipos de cambio paralelos, el incremento del tipo de cambio oficial que implica la unificación suele tener un impacto relevante sobre los precios. Asimismo, el acceso a los mercados internacionales debe utilizarse con prudencia y la eliminación de las restricciones a la libre movilidad de capitales no debe ser total, sino ajustarse a los parámetros internacionales, en donde se implementan medidas macroprudenciales que limitan la libre entrada y salida de capitales de corto plazo, pero no impiden el normal funcionamiento de la economía, por lo que se evita la aparición de cotizaciones informales.

El régimen de transición: ¿desdoblamiento o unificación con suba de retenciones?

El régimen cambiario de transición como proceso previo hacia la unificación debe estar ordenado por un objetivo primordial: mejorar la transparencia de la intervención en el mercado de cambios. En el caso del desdoblamiento, esto implica definir quién puede intervenir en cada mercado, cómo lo hace y qué transacciones se derivan a cada uno hasta converger a un mercado único. En el caso de la unificación con aumento de retenciones, implica definir este aumento y, eventualmente, el proceso de normalización. En ambos casos, se apunta a reducir los costos de la salida del régimen actual, en particular, los relacionados con la inflación, la caída del nivel de actividad, el deterioro en la distribución del ingreso y el

⁷ Véase [Gray \(2020\)](#) para una discusión de la experiencia internacional reciente.

aumento en la pobreza. Asimismo, todo régimen transitorio debe permitir que el BCRA acumule reservas internacionales como reaseguro para que la brecha (o la compensación tributaria) se vaya reduciendo en el tiempo y como herramienta para converger a un sistema de tipo de cambio único sostenible. Así, la decisión que se tome debe venir necesariamente acompañada de un riguroso ejercicio cuantitativo de escenarios posibles de acumulación, para lo cual es indispensable conocer los vencimientos de la deuda financiera de las empresas, información no del todo disponible para el público general.

Ahora bien, ¿cuál es la mejor alternativa para la situación argentina actual: un desdoblamiento o una unificación con suba de retenciones? ¿Cuáles son las consideraciones a tener en cuenta para tomar esta decisión?

Desdoblamiento cambiario

El desdoblamiento cambiario consiste en establecer un sistema transitorio más simple, con un segmento con un tipo de cambio más bajo e intervenciones más significativas del BCRA y otro segmento relativamente más libre con un tipo de cambio más alto. En alguna medida, es formalizar la situación que se vive en el mercado de cambios desde la reinstauración del cepo, pero simplificando la regulación y reduciendo la cantidad de cotizaciones alternativas del dólar.

El desafío principal radica en la decisión y puesta en práctica de qué productos, sectores y flujos comerciales y financieros participan de cada segmento del mercado. La economía política de este proceso es fundamental. El sector público tiene que tener el suficiente poder y capacidad política para tomar las decisiones que considere mejor para la transición hacia la unificación, minimizando los intentos de captura regulatoria, así como capacidad burocrática para llevar a cabo la decisión que se tome.

El desafío principal del desdoblamiento cambiario radica en la decisión y puesta en práctica de qué productos, sectores y flujos comerciales y financieros participan de cada segmento del mercado: la economía política de este proceso es fundamental.

La experiencia histórica nos muestra que en los casos de desdoblamiento suele establecerse un tipo de cambio más bajo para las operaciones comerciales y otro más elevado para las financieras (y algún bien importado considerado suntuario). De esta forma, el BCRA apunta a moderar las presiones inflacionarias y acumular reservas internacionales por el superávit comercial en el segmento bajo, mientras que deja flotar libremente el segmento alto. Pero, para que no surjan fuertes incentivos contrarios a la normalización del mercado cambiario y se mantengan acotadas las expectativas de devaluación del tipo de cambio comercial, es sugerible que la brecha no supere el 30 %⁸. Brechas mayores atentan contra la acumulación de reservas durante el desdoblamiento y la convergencia a la unificación. En ese sentido, dado que la brecha promedió cerca del 100 % en los últimos dos años, un ajuste inicial del tipo de cambio oficial parece inevitable. Aún así, en caso de que la brecha supere el 30 %, el BCRA tendría la alternativa de permitir una depreciación adicional del tipo de cambio comercial, lo que implicaría más inflación, o intervenir vendiendo divisas en el segmento alto, lo que implicaría una menor acumulación de reservas. También existe la posibilidad de no liberar totalmente la restricción a la libre movilidad de capitales del segmento alto. En ese caso, el riesgo es la aparición de una cotización informal más elevada, pero no deja de ser una herramienta para evitar sobre-reacciones iniciales y una brecha excesiva entre las cotizaciones oficiales.

⁸ Estos niveles son los que se observaron en los casos de desdoblamiento que funcionaron relativamente bien, al menos comparado con otras experiencias (ver el libro de [Kiguel y O'Connell \(1995\)](#), particularmente el capítulo de Marion sobre Europa). Niveles superiores podrían resultar insostenibles. Por ejemplo, Libman (2018a) encuentra que, en América Latina, las experiencias en donde la brecha supera al 50 % derivan tarde o temprano en un salto del tipo de cambio oficial del orden similar o superior.

No obstante, no está claro que esa sea la mejor configuración para la Argentina actual. Si bien, dado el contexto inflacionario, los bienes más básicos y los insumos difundidos deberían ir al segmento bajo, los sectores con potencial exportador y que influyen en menor medida en los precios podrían ir por el segmento alto. Lo mismo para los servicios, de forma que se fomente su desarrollo local, la reducción del déficit comercial y, además, por su carácter intangible. Claro que, si ese fuese el caso, sería deseable que todas sus importaciones se realicen a ese mismo segmento. Caso contrario, serían sectores que le venderían dólares caros al BCRA vía exportaciones y se los comprarían baratos vía importaciones, es decir, incentivos contrarios a la acumulación de reservas internacionales.

El problema con la diferenciación cambiaría por sector económico de la empresa, en lugar de hacerlo directamente por producto comercializado, es que se abre una nueva ventana de complejidad regulatoria frente al desafío de controlar operaciones cruzadas entre empresas pertenecientes a sectores que pueden exportar al alto que exporten por cuenta y orden de empresas que tienen la obligación de hacerlo al bajo. Algo similar se puede decir de la triangulación de importaciones entre empresas que podrían operar al bajo y al alto. Por su parte, el inconveniente con la diferenciación cambiaría por producto es que muchas empresas van a exportar al tipo de cambio bajo pero importar al alto. La medida afectaría su rentabilidad y, en el extremo, su sostenibilidad (aunque, en muchos casos, no es algo que no hayan estado enfrentando en los últimos años).

Otro punto a analizar sería si el desdoblamiento implica necesariamente que los sectores o productos que se liquidan al tipo de cambio bajo dejen de pagar retenciones. Como antecedente se encuentra el desdoblamiento del Plan Primavera, en el cual se establecieron dos tipos de cambios comerciales, uno más bajo para productos agrícolas y otro más elevado para industriales. Este esquema, en muchos puntos, sería equivalente a establecer un tipo de cambio comercial en el cual algunos productos paguen algún porcentaje de retenciones. La ventaja sería que el Tesoro no perdería la totalidad de la recaudación por esta vía; la contra es que atentaría contra el objetivo de simplificar el régimen cambiario.

Un capítulo aparte se podría decir acerca de los flujos de capitales. La entrada y salida de nuevos flujos de capitales claramente deberían operarse por el tipo de cambio alto. Ahora bien, ¿cómo hacer con el pago de intereses y capital por la deuda previamente contraída? ¿Cómo tratar a otros flujos de capital como los dividendos de empresas extranjeras radicadas en el país?

Con respecto a la primera pregunta, el riesgo es exigir el repago de una deuda a un tipo de cambio mucho mayor al contraído, generando una posible situación de insolvencia por un descalce de monedas, algo que, de todos modos, sucede en cada devaluación tradicional. Como contracara, permitir el pago de deuda al tipo de cambio bajo incentiva el desapalancamiento en detrimento de la refinanciación de pasivos, con su efecto nocivo sobre la acumulación de reservas. De hecho, haber permitido que las empresas paguen la totalidad (o, posteriormente, el 40 %) de los vencimientos de capital y los intereses de sus deudas financieras al tipo de cambio oficial fue una política muy regresiva justamente con el activo más escaso de la economía, las divisas, a la vez que atentó contra el objetivo de acumulación de reservas.

En cualquier caso, como consecuencia de la evolución del mercado cambiario argentino de los últimos años, se pueden encontrar situaciones de todo tipo. En el caso específico de las empresas que contrajeron deudas y las ingresaron al país por el segmento paralelo, sería consistente hacerlas repagar esa deuda también al tipo de cambio alto. Del mismo modo, se presume que las empresas exportadoras, al tener ingresos en divisas, tienen una mayor capacidad para hacer frente a pagos de deuda por el segmento alto. Pero eso también dependerá del segmento por el que ingresen sus exportaciones. Si lo hacen por el alto, no quedan muchas dudas. Pero, ¿y si lo hacen por el bajo? Lo mismo vale para empresas que producen para el mercado interno, por lo que no se verían directamente beneficiadas por una eventual devaluación. En resumen, el tratamiento de los flujos de capital es posiblemente más sensible que el equivalente a los flujos de comercio, aunque no son unos independientes de los otros. Como criterio general, se debería analizar caso por caso la posibilidad que

poseen las empresas para hacer frente a sus obligaciones, ya sea acudiendo al segmento alto o bien refinanciando.

Este camino enfrenta también una complejidad adicional relacionada con los contratos en dólares preexistentes, como los bonos dólar linked o, directamente, los activos y pasivos en moneda extranjera en los balances de las entidades tanto privadas como públicas: ante un desdoblamiento, ¿a qué tipo de cambio se valúan? La decisión no es para nada sencilla y muy posiblemente genere ganadores y perdedores, entre ellos, el mismo BCRA por tener activos y pasivos en moneda extranjera en su balance y su participación en el mercado de futuros, y el Tesoro por tener pasivos atados a la evolución del valor del dólar (denominados "dólar linked"). En el caso de los futuros y los títulos "dólar linked", en su gran mayoría están atados a la evolución del Tipo de Cambio de Referencia Comunicación "A" 3500 (Mayorista), mientras que otros sí incluyen cláusulas que protegen contra un posible desdoblamiento. Si bien en esos casos no habría mayores dudas contractuales, se podrían generar problemas de descalce en los casos de empresas que importan al tipo de cambio alto, mientras que la cobertura está definida al bajo. Más allá de estos casos entendibles, es posible que también aparezcan voces intentando aprovechar la situación.

Con respecto al tratamiento de los dividendos acumulados de las empresas extranjeras, dado el potencial desestabilizador que tienen, se debe considerar la posibilidad de mantener el cepo al menos en un primer momento. El riesgo de no hacerlo es que las salidas de capital por el segmento alto lleven su cotización hacia arriba y la brecha a niveles insostenibles que hagan peligrar el régimen de transición. El riesgo de hacerlo es la aparición de cotizaciones paralelas.

Finalmente, el desdoblamiento no es aceptado por los estatutos del FMI, ya que prohíbe para sus países miembros los esquemas de tipo de cambio múltiples. Este obstáculo no es insalvable, ya que el organismo puede hacer excepciones si considera que el contexto lo amerita. En este ítem, una unificación es lógicamente más fácil de implementar porque evita una discusión y negociación con el FMI.

Más allá de todas las complejidades detalladas, el desdoblamiento tiene la flexibilidad suficiente como para ir transitando paulatinamente hacia una unificación. La manera es ir pasando productos, sectores y flujos comerciales y financieros que operan en el segmento bajo al alto, ya sea de manera total o parcial. La forma parcial sería, por ejemplo, permitir un porcentaje cada vez mayor de las exportaciones al tipo de cambio alto o bien otorgar ese permiso a las exportaciones incrementales. El objetivo último es que, a medida que el BCRA recomponga reservas internacionales y la inflación vaya cediendo, la brecha se vaya reduciendo y cada vez más sectores operen en el segmento de tipo de cambio alto hasta hacer desaparecer el bajo y alcanzar la unificación.

Unificación con aumento de retenciones

La alternativa al desdoblamiento es establecer un único tipo de cambio, presumiblemente cercano a las cotizaciones paralelas, compensado con un aumento de los impuestos a las exportaciones tanto en términos de las alícuotas como de los productos y sectores alcanzados. Cabe destacar que, en muchos puntos, un desdoblamiento puede ser replicado a través de retenciones. Por ejemplo, para una empresa que exporta al tipo de cambio bajo no es muy diferente a hacerlo al alto, pagando retenciones por un porcentaje equivalente a la brecha. La diferencia, claro está, es que mientras en el desdoblamiento la brecha fluctúa en el tiempo, las retenciones introducen un diferencial que a priori es fijo y determinado por el sector público.

El desafío principal de este esquema es establecer el nivel de retenciones de cada sector o producto. Para ello, se debe considerar que todos los restantes flujos de comercio y financieros se llevarían a cabo a un único tipo de cambio efectivo. Así, un nivel elevado de retenciones puede generar un situación de insolvencia por tener que exportar a un tipo de cambio efectivo más bajo que el pago de importaciones, intereses y capital de las deudas, y, eventualmente, remisión de utilidades. Como

contracara, esta situación ha sido enfrentada por todas las empresas que exportan bienes afectados por retenciones desde su implementación y, además, el tipo de cambio efectivo de exportación mejoraría (es decir, la suba de retenciones debería ser menor al aumento del tipo de cambio oficial).

El desafío principal de este esquema es establecer el nivel de retenciones de cada sector o producto; para ello, se debe considerar que todos los restantes flujos de comercio y financieros se llevarían a cabo a un único tipo de cambio efectivo.

Además del nivel de las alícuotas, es necesario determinar su alcance, es decir, qué bienes y sectores se verían afectados. ¿Serían los mismos que pagan actualmente? ¿O se puede plantear la posibilidad de hacerlas más extensivas, como se hizo en 2019, frente al beneficio que enfrentarían muchos sectores exportadores por el nuevo nivel de tipo de cambio? En cualquier caso, cabe recordar que este esquema se considera transitorio, es decir, que algunos sectores podrían enfrentar pago de retenciones por un tiempo determinado, aunque otros podrían enfrentar este tributo de manera definitiva, no necesariamente al mismo nivel de alícuota, tal como se viene haciendo desde hace 20 años.

Más allá de la complejidad del establecimiento de las alícuotas y alcance de la medida, el sector público argentino posiblemente se encuentra más familiarizado con este régimen de transición, por lo que es probable que se encuentre en mejores condiciones de llevarlo a cabo. Dicho esto, los riesgos de captura van a estar vigentes, por lo que es necesario un Estado con el suficiente poder político. Del mismo modo, las retenciones son una herramienta que se encuentra politizada. Así, su implementación no es para nada sencilla en términos políticos, más aún teniendo en cuenta que su modificación tiene que pasar necesariamente por el Congreso de la Nación.

La clara ventaja de esta alternativa es que se eliminan los efectos distorsivos que genera la existencia de más de un precio para un mismo activo. Si se cumple con los objetivos de moderar el efecto inflacionario de la devaluación y generar un excedente de dólares acumulable bajo la forma de reservas, entonces las expectativas de devaluación deberían disiparse al reducir los desincentivos a la oferta transable local. Otras ventajas son las desventajas del desdoblamiento, es decir, se evitan los problemas contractuales relacionados con la existencia de más de una cotización del dólar y no va en contra de los estatutos del FMI.

Finalmente, una consideración no menor. Si bien estas dos alternativas tienen muchos puntos en común y son equivalentes en términos del sector público consolidado, no lo son tanto con respecto a sus dos principales partes, el Tesoro y el BCRA. En otras palabras, el desdoblamiento prioriza el balance del BCRA, dado que le permite adquirir dólares a un tipo de cambio bajo y, así, emitir menos pesos para la acumulación de reservas. En cambio, la unificación con suba de retenciones prioriza el balance del Tesoro, ya que incrementa la recaudación en detrimento del balance del BCRA, que tiene que emitir más pesos por la liquidación de exportaciones. En ese sentido, mientras que el desdoblamiento podría colaborar en la reducción de los pasivos del BCRA, la unificación compensada haría lo propio con el proceso de consolidación fiscal. En efecto, dependiendo de las alícuotas y el alcance de las retenciones, la recaudación resultante podría ser suficiente para reforzar el sistema de protección social en un momento muy crítico como el proceso de estabilización y para dejar un excedente para la consolidación.

Síntesis comparativa de las características de las alternativas propuestas: desdoblamiento vs. unificación con suba de retenciones

Tabla 1

Desdoblamiento	Unificación con suba de retenciones
<ul style="list-style-type: none"> • Formaliza y simplifica la situación actual, pero mantiene más de un valor para el dólar. • La brecha fluctúa y, si no se establece en un nivel lo suficientemente bajo, puede poner en jaque al régimen. • Prioriza el balance del BCRA. • Complejiza la regulación de los flujos de capitales. • Requiere definir cómo se valúan los activos y pasivos en USD. • El estatuto del FMI no acepta la existencia de tipos de cambio múltiples. • Requiere más capacidades estatales. 	<ul style="list-style-type: none"> • Termina con la multiplicidad explícita de diferentes valores para el dólar. • La brecha la determina el sector público vía las alícuotas de las retenciones. • Prioriza el balance del Tesoro. • Mayor riesgo de descalce de monedas. • Puede enfrentar mayores reparos políticos y tiene que pasar por el Congreso.

Fuente: Fundar - elaboración propia

Conclusiones

El actual régimen cambiario no cumple con ninguno de los diferentes objetivos que podría cumplir: no amortigua *shocks* internacionales, no fomenta la oferta transable local vía ganancias de competitividad y no está siendo útil como ancla inflacionaria ni de mejora de la distribución del ingreso. Asimismo, dada la constante pérdida de reservas internacionales del BCRA, es evidente que también es insostenible. Es por eso que se hace necesaria una reforma del actual régimen cambiario para llevarlo a una unificación. No obstante, unificar de manera inmediata y sin políticas que compensen sus efectos puede llevar el tipo de cambio a un nivel extremadamente elevado, incluso más alto que el necesario para una estabilización, y desatar una espiral inflacionaria muy peligrosa. Por lo tanto, en este documento se plantea la posibilidad de implementar un esquema transitorio de desdoblamiento o unificación con suba de retenciones que modere el salto cambiario inicial y/o su efecto inflacionario y permita una acumulación de reservas internacionales como forma de preparar el terreno para el régimen definitivo de unificación.

En cierto sentido, el desdoblamiento o la unificación con suba de retenciones pueden ser equivalentes. En otras palabras, a través de los impuestos a las exportaciones se puede replicar cualquier esquema de desdoblamiento. Sin embargo, tienen diferencias prácticas que vale la pena analizar. En primer lugar, si bien el desdoblamiento formaliza y simplifica la situación cambiaria actual, sólo la unificación elimina los incentivos indeseados que surgen de la existencia de más de una cotización para un mismo activo. En segundo lugar, el desdoblamiento puede fracasar por la imposibilidad de establecer una brecha lo suficientemente reducida, mientras que en la unificación con retenciones la brecha del tipo de cambio efectivo es controlada por el sector público. En tercer lugar, si bien la equivalencia de estas dos opciones vale para el sector público consolidado, no lo hace para cada una

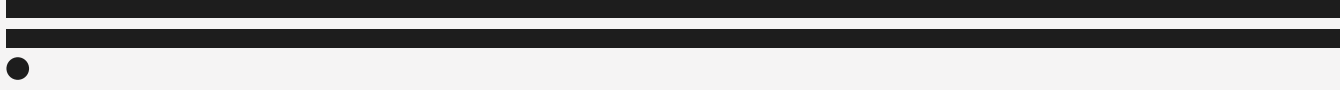
Conclusiones

de sus partes: mientras que el desdoblamiento prioriza el balance del BCRA, la unificación compensada mejora las cuentas del Tesoro. En cuarto lugar, al mismo tiempo que la unificación incrementa el riesgo de descalce de monedas, el desdoblamiento genera un problema jurídico relacionado con la valuación de los activos y pasivos en dólares del BCRA y del resto de la economía, y, en menor medida, con la existencia de activos indexados por tipo de cambio. En quinto lugar, el desdoblamiento no es aceptado por los estatutos del FMI, por lo que sería necesario una excepción por parte del organismo. Finalmente, si bien ambos regímenes requieren de un Estado con capacidades desarrolladas, las posibilidades de arbitraje son más claras en el caso del desdoblamiento, mientras que -a partir de la experiencia argentina de los últimos 20 años- el sector público del país podría estar más familiarizado con la unificación con retenciones. Sin embargo, esta última podría enfrentar mayores reparos políticos y tiene que pasar por el Congreso.

En ambos casos, el objetivo final es un régimen de flotación sucia o administrada con mayor movilidad de capitales, lo que no implica la ausencia total y absoluta de regulaciones relacionadas con la compra y venta de moneda, y activos denominados en moneda extranjera. La flotación permitiría reaccionar frente a diferentes contextos internacionales y *shocks*, pero con la posibilidad de intervenir en el mercado en caso de situaciones de apreciación que limiten la competitividad o devaluación que pongan en riesgo una eventual estabilización de la economía. La libertad en el movimiento de capitales impediría el surgimiento de tipos de cambio múltiples, con los incentivos adversos ya analizados.

En resumen, Argentina debe ir hacia un mercado de cambios unificado que desactive los incentivos actuales contrarios a todo proceso de crecimiento y desinflación. La transición hacia ello no es trivial. Aun en las condiciones actuales de la economía, hay margen para la acción. Este documento busca aportar en esa dirección, mostrando diferentes alternativas con sus respectivos riesgos, costos y beneficios asociados.

Bibliografía



- Aizenman, J. (2010). [The Impossible Trinity \(aka The Policy Trilemma\)](#). UC Santa Cruz: Department of Economics.
- Damill, M. y Frenkel, R. (1990). [Hiperinflación y estabilización. La experiencia argentina reciente](#). CEDES.
- Díaz Alejandro, C. (1967). [A Note on the Impact of Devaluation and the Redistributive Effect](#). The Journal of Political Economy, 71(6), 577-580.
- De la Vega, P., Zack, G. y Calvo, J. (2022). [Un análisis de los determinantes de la inflación en Argentina](#). Fundar.
- Dornbusch, R. (2000). The Latin Triangle. [Keys to Prosperity](#).
- Gray, S. (2020). [Official and Parallel Exchange Rates—Recognizing Reality](#). IMF.
- Kiguel, M. y O'Connell, S. (1995). [Parallel Exchange Rates in Developing Countries](#). The World Bank Research Observer, 10(1), 21-52.
- Krugman P. y Taylor, L. (1978). [Contractionary effects of devaluation](#). Journal of International Economics, 8(3), 445-456.
- Libman, E. (2018a). [La relación entre el tipo de cambio oficial y el tipo de cambio negro en América Latina](#). Cuadernos de Economía, 41(115), 43-55
- Libman, E. (2018b). [Asymmetric monetary and exchange-rate policies in Latin American countries that use inflation targeting](#). CEPAL Review, 125.
- Libman, E. (2020). [Navegando en aguas turbulentas. Raúl Prebisch y la política económica durante la Gran Depresión](#). Ensayos Económicos, 75.
- Libman, E.; Ianni, J. M. y Zack, G. (2023). [Argentina bimonetaria: cómo salvar al peso sin morir en el intento](#). Fundar.
- Montané, M., Libman, E. y Zack, G. (2021). [Contractionary Depreciations in Latin America during the 2000s](#). Brazilian Journal of Political Economy, 41(4).
- Olivera, J. (1991). [Equilibrio social, equilibrio de mercado e inflación estructural](#). Desarrollo Económico, 30(120), 487-497.
- Rapetti, M. y Gerchunoff, P. (2016). [La economía argentina y su conflicto distributivo estructural \(1930-2015\)](#). El Trimestre Económico, 83(330), 225-272.
- Palazzo, G., Rapetti, M. (2017). [Real exchange rate and export performance in Argentina, 2002-2008](#). Journal of Post Keynesian Economics, 40(1).

Acerca del equipo autoral

Pablo de la Vega

Investigador del Área de Economía

Licenciado y magíster en Economía de la Universidad Nacional de La Plata (UNLP). Se desempeñó como consultor en el Banco Interamericano de Desarrollo y como docente de grado y posgrado en la UNLP. Publicó artículos científicos y presentó trabajos en congresos y seminarios, a nivel nacional e internacional. Sus áreas de interés incluyen temas como el desarrollo económico, el futuro del trabajo, la desigualdad y el cambio climático.

Emiliano Libman

Investigador del Área de Economía de Fundar

Licenciado y magíster en Economía por la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires y doctor en Economía por la Universidad de Massachusetts, Amherst. Es investigador asistente del CONICET y miembro del CIMaD (Escuela de Economía y Negocios de la Universidad Nacional de General San Martín) y del CEDES.

Guido Zack

Director del Área de Economía de Fundar

Doctor en análisis económico (universidades de Alcalá y Complutense de Madrid) y licenciado en economía (UBA). Se especializa en política económica, macroeconomía y economía internacional.

Los autores agradecen los comentarios de Ramiro Tosi. Cualquier error es de entera responsabilidad del equipo autoral.

Dirección ejecutiva: Martín Reydó

Revisión Institucional: Juliana Arellano y Juan Martín Ianni

Coordinación editorial: Gonzalo Fernández Rozas

Corrección: Karen Grinfeld

Diseño: Jimena Zeitune

Esta obra se encuentra sujeta a una licencia [Creative Commons 4.0 Atribución-NoComercial-Sin-Derivadas Licencia Pública Internacional \(CC-BY-NC-ND 4.0\)](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/). Queremos que nuestros trabajos lleguen a la mayor cantidad de personas en cualquier medio o formato, por eso celebramos su uso y difusión sin fines comerciales.

Modo de citar

De la Vega, P.; Libman, E. y Zack, G. (2023). El mercado de cambios bajo la lupa. La transición hacia la unificación. Buenos Aires: Fundar. Disponible en <https://www.fund.ar>

Sobre Fundar

Fundar es un centro de estudios y diseño de políticas públicas que promueve una agenda de desarrollo sustentable e inclusivo para la Argentina. Para enriquecer el debate público es necesario tener un debate interno: por ello lo promovemos en el proceso de elaboración de cualquiera de nuestros documentos. Confiamos en que cada trabajo que publicamos expresa algo de lo que deseamos proyectar y construir para nuestro país. Fundar no es un logo: es una firma.

Trabajamos en tres misiones estratégicas para alcanzar el desarrollo inclusivo y sustentable de la Argentina:

Generar riqueza. La Argentina tiene el potencial de crecer y de elegir cómo hacerlo. Sin crecimiento, no hay horizonte de desarrollo, ni protección social sustentable, ni transformación del Estado. Por eso, nuestra misión es hacer aportes que definan cuál es la mejor manera de crecer para que la Argentina del siglo XXI pueda responder a esos desafíos.

Promover el bienestar. El Estado de Bienestar argentino ha sido un modelo de protección e inclusión social. Nuestra misión es preservar y actualizar ese legado, a través del diseño de políticas públicas inclusivas que sean sustentables. Proteger e incluir a futuro es la mejor manera de reivindicar el espíritu de movilidad social que define a nuestra sociedad.

Transformar el Estado. La mejora de las capacidades estatales es imprescindible para las transformaciones que la Argentina necesita en el camino al desarrollo. Nuestra misión es afrontar la tarea en algunos aspectos fundamentales: el gobierno de datos, el diseño de una nueva gobernanza estatal y la articulación de un derecho administrativo para el siglo XXI.

En Fundar creemos que el lenguaje es un territorio de disputa política y cultural. Por ello, sugerimos que se tengan en cuenta algunos recursos para evitar sesgos excluyentes en el discurso. No imponemos ningún uso en particular ni establecemos ninguna actitud normativa. Entendemos que el lenguaje inclusivo es una forma de ampliar el repertorio lingüístico, es decir una herramienta para que cada persona encuentre la forma más adecuada de expresar sus ideas.

Zack, Guido

El mercado de cambios bajo la lupa : la transición hacia la unificación / Guido Zack ; Emiliano Libman ; Pablo de la Vega. - 1a ed - Ciudad Autónoma de Buenos Aires : Fundar , 2023.

Libro digital, PDF

Archivo Digital: descarga y online
ISBN 978-987-82994-8-8

1. Economía Argentina. 2. Economía Política Argentina. 3. Macroeconomía. I. Libman, Emiliano II. de la Vega, Pablo III. Título
CDD 330

ISBN 978-987-82994-8-8



