

¿HAY UN OVERSHOOTING DEL DÓLAR LIBRE?

16 DE ABRIL DE 2020

El tipo de cambio libre que se opera a través del mercado de bonos, conocido como Contado con Liquidación (CCL), registró un fuerte incremento en lo que va del mes (24%). El salto del CCL se aceleró en los últimos dos días, con un aumento de casi el 14%. Este comportamiento enciende varias luces de alarma. A partir de los controles cambiarios, el CCL se ha convertido en un termómetro de la demanda real de dólares. Además, históricamente ha demostrado ser un indicador que se anticipa a movimientos del tipo de cambio oficial y de la inflación.

Cuando se producen ajustes como el de esta semana en la cotización del CCL inmediatamente se generan dos interrogantes: el nuevo valor es de equilibrio o corresponde a un valor de “overshooting”, y en ese marco, ¿los nuevos valores son niveles máximos o se pueden ver en el corto plazo valores mayores?

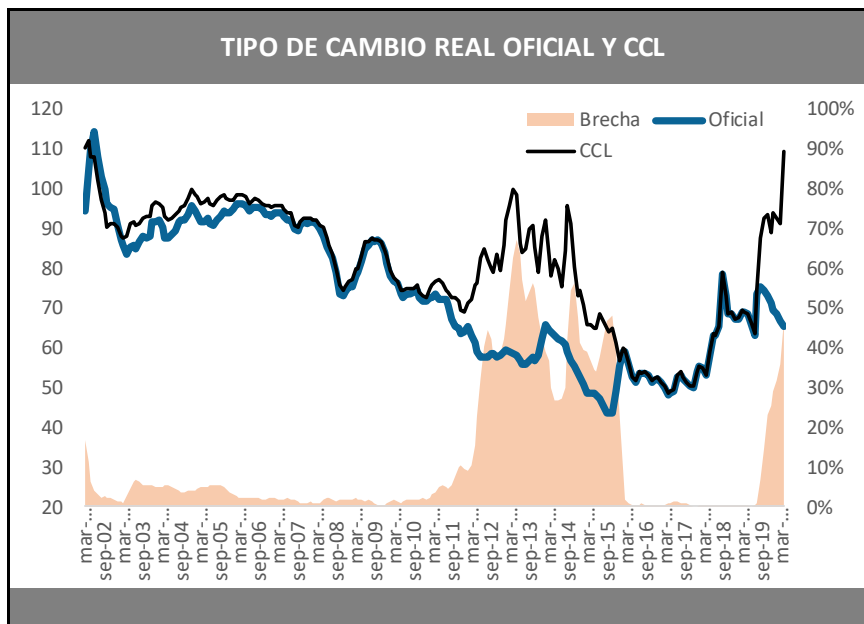
Para poder contestar esos interrogantes se necesita enfocar el análisis en dos ejes. La primera pregunta se responde a través de la comparación de niveles de tipo de cambio real multilateral (TCRM). En cambio, para el segundo enfoque es necesario estudiar los factores que determinan el nivel de oferta y demanda de dólares en ese mercado en el corto plazo.

¿Estamos ante un escenario de “overshooting”?

Si tomamos como referencia el valor de \$107,5 por dólares a través del mercado de CCL, llegamos a un nivel de TCRM que no se observaba en la economía argentina desde el bimestre mayo-junio de 2002. Cabe

recordar que la corrida cambiaria posterior a la devaluación recién se logró frenar a fines de junio de 2002, momento en que la cotización del dólar había alcanzado a \$3,80. En ese último raid de subas que va desde fines de abril (\$2,90) hasta fines de junio (+30%), el tipo de cambio real promedio se ubicó, expresado en pesos de hoy, a un valor de \$108. Solamente había estado algo por arriba en marzo y abril, previo a los primeros aumentos de precios que retrotrajeron el TCRM.

Al mirarlo desde esa perspectiva, el nivel actual de CCL es un valor que no se sostuvo por más de dos meses y que en la revisión histórica se asocia directamente a un nivel de “overshooting” o sobre-reacción del mercado.



En ese momento, el mercado de cambios operaba con restricciones para el atesoramiento menores a las actuales y la economía todavía enfrentaba niveles de actividad muy afectados por la crisis de 1999-2001 y la posterior salida de la convertibilidad.

Que el tipo de cambio se encuentre en valores de “*overshooting*” implica que, en el mediano plazo, los precios aumentarán a un ritmo mayor que el tipo de cambio (en este caso el CCL). La duración del período de tiempo en que el tipo de cambio se mantenga en niveles de “*overshooting*” es todavía incierta. En 2002 esos valores se sostuvieron solamente por 2 meses. A partir de allí empezó un proceso de apreciación del TCRM, que se produjo por las dos vías posibles: aumento de precios y retroceso del tipo de cambio nominal. En este caso es necesario recordar que el tipo de cambio venía de una devaluación (4 meses antes) del 280%.

¿Se pueden observar valores más altos de CCL?

Si se acotara el análisis solamente al enfoque del TCRM, la respuesta sería que no, ya que está en niveles récord y para los inversores comprar dólares a ese valor les implicaría en el mediano plazo perder contra la inflación.

Pero es aquí donde se deben sumar otras variables al análisis para entender el contexto en el que se produjo el salto del TCRM y por lo tanto dimensionar los riesgos de que el período de inestabilidad y “*overshooting*” se mantenga en el tiempo.

Los factores que están afectando al mercado y generando el salto del CCL son:

- **Aumento de la Emisión Monetaria:** El escenario base para 2020 implicaba un rol activo del BCRA como fuente de financiamiento del Tesoro. Ese escenario se ha exacerbado por los efectos de la crisis sanitaria originada por el COVID-19. Por lo tanto, estamos ante un contexto en donde se puede estimar una emisión no menor a \$2 billones, que se destinaría a cubrir el déficit primario del Tesoro, a

pagar los intereses en pesos y a pagar los intereses de las Leliqs. Esa expansión primaria implica duplicar la Base Monetaria aún antes de que empiece a funcionar el multiplicador. De esta manera, el BCRA tendrá el desafío de tratar de esterilizar ese impacto.

- o **Falta de Alternativas de Inversión:** Si bien es cierto que la inflación en el mediano plazo le debería ganar al CCL, hoy es difícil encontrar activos en pesos que le ganen sostenidamente a la inflación y no impliquen riesgo de default. Para el inversor minorista están los depósitos indexados, pero lo cierto es que la banca casi no tiene activos indexados y los que tiene están bajo discusión su aplicación (hipotecarios UVA). Para los inversores mayoristas existen bonos que rinden ajuste por inflación (CER) más un spread, pero en el marco del proceso de reestructuración de la deuda, todavía pueden ser sujetos a reperfilamiento, canje o reestructuración, por lo que su rendimiento futuro es incierto.
- o **Baja de las Tasas de Interés:** Como parte del proceso de contención de empresas afectadas por la cuarentena, el BCRA ha decidido fomentar la baja de las tasas de interés activas, para ello ha ido limitando la posición en Leliqs y disminuyendo el rendimiento de los pases, además de reducir encajes a quienes otorguen créditos subsidiados. La reacción de la banca ante este posicionamiento del BCRA ha sido bajar las tasas pasivas a niveles que no se observaban hace varios años. Las cuentas remuneradas están en rendimientos nulos y los plazos fijos devengan tasas que ya se han convertido en negativas en términos reales. Por lo tanto, estas tasas de interés no le ganan a la inflación y por lo tanto nada asegura que le puedan ganar a la devaluación esperada para el CCL.
- o **Falta de Oferta de Dólares:** Hasta ahora quedó claro que la demanda de dólares (CCL) se origina en una mayor disponibilidad

de pesos y en falta de alternativas para invertir esos pesos a rendimientos que superen a la devaluación esperada. En las últimas jornadas esto se agravó con una desaparición de la oferta de dólares. Si bien en un contexto de freno a la actividad económica, con empresas que afrontan necesidades financieras para pagar salarios, se podría esperar que desahorren dólares atesorados para afrontar sus obligaciones. Esto ha sucedido en otros períodos de falta de liquidez. Pero lo cierto es que la plaza está líquida y existe oferta de créditos en pesos a tasas atractivas y que llegan a ser negativas en términos reales. Eso hace que las empresas no deban desatesorar y por lo tanto conserven sus dólares.

- o **Incertidumbre Económica:** El último punto que genera una mayor demanda de dólares es la incertidumbre asociada al proceso de reestructuración de la deuda. El proceso viene más lento de lo esperado y todavía no hay certezas de que se haya logrado un acercamiento de posiciones entre el Tesoro y los acreedores. En un contexto global donde prevalece el resguardo en activos de bajo riesgo, el proceso se dificulta aún más, ya que el mercado no valora positivamente los activos de mercados emergentes y requiere mayores rendimientos.

Está claro que hay factores que alentaron al desequilibrio entre la oferta y demanda de dólares en el mercado de CCL. También es probable que se mantengan en los próximos meses. Por eso es necesario tratar de cuantificar algunos de estos factores para entender cuál es el riesgo que se corre de que se sostengan los valores actuales de “overshooting” o que incluso pueden aumentar en el corto plazo.

Para eso creemos conveniente comparar algunos factores estructurales con respecto a otros períodos de alto tipo de cambio real, como fueron 2002 o los saltos en la brecha observados en 2013, 2014 y 2018.

	II-2002	II-2013	III-2014	III-2018	Actual
TCRM \$ abr-20 (CCL)	109,41	99,95	95,99	79,01	109,50
Nivel de Actividad	75,0	147,8	143,6	143,2	137,6
Exportaciones	26.136	81.226	75.178	60.032	64.868
Importaciones	16.648	70.679	7.014	69.797	47.644
Saldo Comercial	9.488	10.548	68.164	-9.765	17.224
TCN LIBRE (CCL)	3,4	8,8	13,7	38,8	109,5
Base Monetaria / Reservas	1,7	9,4	13,7	25,5	55,6
M3 / Reservas	6,1	25,2	38,0	64,0	116,0
Ritmo Inflacionario	96,3	30,3	30,5	85,0	28,3
Tasa Badlar	111,0	15,1	20,3	41,9	21,5
Tasa Real	14,7	-15,2	-10,2	-43,2	-6,9
Devaluación 3m Anualizado	419,3%	118,1%	201,3%	343,1%	232,8%
Devaluación 12 Meses	262,1%	61,7%	51,4%	123,2%	152,9%

La comparación histórica muestra que en la actualidad la economía se encuentra con un nivel de superávit comercial elevado que se corresponde con un nivel de actividad que en términos históricos es alto, a pesar de la caída de los dos últimos años.

El ritmo inflacionario es más bajo que el que se ha observado en períodos de “overshooting”, pero la devaluación acumulada en los últimos 12 meses es alta.

En ese marco, las referencias de ratios de cobertura, como pueden ser la relación entre Base Monetaria y Reservas o M3 y reservas arrojan valores cercanos al tipo de cambio de CCL. Es decir que si todos los pesos que hay en la economía (M3) fueran al dólar, la tasa de cambio sería de \$116. Si bien esta es un ejercicio teórico, permite entender que el nivel actual de tipo de cambio resulta elevado, ya que en momentos de

“*overshooting*” en general se han producido con nivel de reservas más bajos o con un nivel de pesos circulante mayor.

Evidentemente el factor detrás de este salto en el tipo de cambio es el de expectativas, ya que la reacción parece obedecer más a una expectativa de aumento en la cantidad de pesos no correspondida con un aumento de reservas. Ese es el factor que podría explicar que el tipo de cambio CCL se mantenga en los niveles actuales o pueda subir en la medida en que se acelere la expansión monetaria.