

¿POR QUÉ NO SOBRAN DÓLARES?

29 DE MAYO DE 2020

La estacionalidad del segundo trimestre del año siempre generó excedente de dólares comerciales. En la actualidad con la venta de dólares para turismo o atesoramiento muy limitadas, el BCRA sigue interviniendo en el mercado para vender dólares. Es decir que, a pesar de estar en plena época de liquidaciones de dólares del agro, siguen faltando divisas. Esta es una señal que genera fuerte preocupación de cara a la evolución de corto y mediano plazo del mercado cambiario. Dada la relevancia del tema, vale la pena profundizar el análisis y tratar de entender por qué no sobran dólares.

Las estadísticas del mercado cambiario de abril y la venta de dólares del BCRA en lo que va de mayo (USD 610 millones en 14 días hábiles) han encendido la luz de alerta sobre la evolución del mercado cambiario.

Se esperaba que a partir de la implementación del impuesto del 30% para la adquisición de dólares para turismo o atesoramiento, más la limitación de USD 200 persona iban a estabilizar el mercado cambiario y el BCRA iba a comprar dólares durante el punto máximo de liquidación de dólares del agro (abril-julio). El problema es que eso no está sucediendo y el superávit comercial sigue siendo alto.

Efectivamente se logró reducir significativamente la demanda por turismo y atesoramiento minorista, que en algunos meses tendieron a cero. A pesar de ello, la oferta y demanda de dólares se ha vuelto a desequilibrar, llevando al BCRA a tener que vender dólares para mantener equilibrado el mercado.

Datos en USD Millones mensuales	I-19	II-19	III-19	IV-19	ene-20	feb-20	mar-20	abr-20
SECTOR PRIVADO	-1.790	-2.586	-2.745	-762	833	115	64	-724
- CUENTA CORRIENTE	809	1.549	1.471	1.279	1.138	496	487	-12
Saldo Neto Bienes	1.533	2.356	2.108	1.912	1.609	785	732	335
Exportaciones	4.009	4.850	5.024	5.366	5.132	3.505	3.744	3.938
Importaciones	-2.475	-2.494	-2.916	-3.454	-3.523	-2.720	-3.011	-3.603
Saldo Neto Servicios	-505	-497	-399	-323	14	-43	16	-70
Intereses y Dividendos	-219	-310	-238	-309	-485	-246	-262	-277
- CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA	-2.598	-4.135	-4.216	-2.042	-305	-382	-423	-712
Inversión Directa	418	139	122	124	84	170	103	165
Préstamos Financieros	17	-344	-750	-963	-498	-553	-438	-429
Ateoramiento	-3.033	-3.930	-3.588	-1.203	108	1	-88	-448
Minorista	-915	-1.162	-2.243	-1.291	94	67	9	-102
Venta Billetes	3.153	3.277	2.152	412	202	149	103	161
Compra Billetes	-4.068	-4.439	-4.394	-1.704	-108	-82	-94	-263
Mayoristas	-2.118	-2.769	-1.345	88	14	-66	-97	-346
- CONCEPTO NO INFORMADO	601	546	426	0	0	0	0	0

Los primeros 4 meses del año mostraron un excedente comercial (exportaciones – importaciones) de USD 4.720 millones. Pero el BCRA en ese período solamente pudo comprar USD 112 millones.

Son varios los factores que entran en juego para explicar esa diferencia. En primer lugar, hay que tener en cuenta que los pagos por importaciones no corresponden solamente a lo que se importó ese mes. El importador puede tener que pagar por anticipado (antes de recibir la mercadería), contra entrega de esta o haber recibido un financiamiento y pagar a plazo por un producto que ya recibió. Por eso cuando se contraen las importaciones, los pagos suelen tardar hasta 6/8 meses en ajustarse plenamente. En la actualidad vemos que siguen siendo muy altos los pagos por importaciones ya realizadas. Eso implica que se están pagando productos que ya ingresaron anteriormente o que se están precancelando deudas comerciales.

PAGO DE IMPORTACIONES PRIMEROS 4 MESES

Acumulado 4 meses en USD Mill	Total	Pagos de importaciones de bienes		
		Anticipado	Vista	Diferido
2016	-14.729	-2.002	-1.998	-10.730
2017	-15.723	-2.114	-1.629	-11.980
2018	-16.241	-2.312	-1.385	-12.544
2019	-10.017	-1.798	-783	-7.437
2020	-12.949	-1.235	-872	-10.841
Var % a/a	29%	-31%	11%	46%
Abr-20 Var % a/a	46%	-22%	21%	69%

La liquidación de exportaciones en cambio no ha evolucionado en la misma línea, ya que ha cambiado la normativa y los plazos disponibles para poder liquidar exportaciones es mucho más corto. Por eso, lo liquidado en lo que va del año es muy similar a lo del 2019, aunque en abril ya se comenzó a abrir una brecha, con una caída interanual de las liquidaciones del 11%.

Esta dinámica enciende una señal de alerta, porque el superávit comercial devengado de USD 1.411 millones apenas generó un excedente de dólares base caja de USD 335 millones, el resto fue cancelación de crédito comercial neto.

Este comportamiento genera un problema, ya que el excedente comercial no se traduce en sobrante de dólares. La explicación detrás de esos comportamientos se divide en tres factores:

- **Brecha Cambiaria:** La diferencia entre el valor del CCL y el dólar oficial se convierte en un incentivo para sobrefacturar importaciones o subfacturar exportaciones. Esta es una actitud que, a pesar del aumento de la capacidad de control y del análisis permanente de precios de transferencia, siempre ha aumentado cuando la brecha cambiaria es muy alta.

- **Expectativa de Devaluación:** La brecha cambiaria y el desequilibrio del mercado cambiario podría ser una señal que anticipe un ajuste del tipo de cambio, en especial en un contexto como el actual, donde la crisis sanitaria ha distorsionado los diversos mercados. Si los agentes económicos esperan ese cambio, accionan en consecuencia, aumentando o anticipando la demanda de divisas.
- **Temor a Nuevas Regulaciones:** La tercera alternativa es que el gobierno reaccione al desequilibrio mediante nuevas regulaciones que limiten el acceso a divisas o lo encarezcan. Sería una opción si el BCRA sigue perdiendo reservas. Si esa es la expectativa, la reacción es nuevamente la misma, anticipar o aumentar la demanda neta de divisas.

Está claro como funcionan los incentivos para la economía real. Pero estos además se han complementado en los últimos tres meses con incentivos negativos desde el punto de vista financiero.

La tasa de interés viene evolucionando en niveles inferiores al ajuste del tipo de cambio. Es decir, la tasa de interés mensual que reciben los depositantes (Badlar) ha sido menor al ritmo promedio de devaluación mensual. De esta manera, quienes estuvieron dolarizados obtuvieron un rendimiento mayor que aquellos que se quedaron en pesos invertidos a plazo fijo.

Brecha entre tasa de interés y devaluación (2020)

Actual	ene-20	feb-20	mar-20	abr-20	may-20
Badlar Mes	3,1%	2,8%	2,5%	1,7%	2,2%
Devaluación	0,2%	2,2%	2,9%	4,2%	3,0%
Diferencia	2,8%	0,6%	-0,4%	-2,5%	-0,8%
Brecha CCL / Oficial	35,1%	35,0%	36,9%	55,1%	75,2%

Cuando los incentivos están así, lo esperable es que los ahorristas se dolaricen. Si el mercado oficial tiene el acceso regulado, lo que se produce es un aumento de la demanda en los mercados libres (CCL o MEP) y un consiguiente aumento en el precio. Algo que sucedió de manera contundente en las últimas semanas.

Brecha entre tasa de interés y devaluación (2013)

Devaluación Ene-14	ago-13	sep-13	oct-13	nov-13	dic-13
Badlar Mes	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%	1,7%
Devaluación	2,6%	2,8%	1,9%	2,9%	5,1%
Diferencia	-1,1%	-1,3%	-0,3%	-1,2%	-3,3%
Brecha CCL / Oficial	52,9%	58,0%	57,1%	50,4%	59,3%

Ese comportamiento ya se había dado en los últimos 5 meses de 2013, previo a la devaluación de mediados de enero de 2014. En ambos casos la economía funcionaba con controles de cambios.

El problema es que, en el contexto actual, el BCRA se encuentra frente al típico desafío de la frazada corta. Los principales socios comerciales han devaluado su moneda contra el dólar, atrasando el tipo de cambio real. Por lo tanto, si acelera la devaluación para no atrasar el tipo de cambio, la tasa de interés queda muy por debajo y fomenta la dolarización (y los mencionados comportamientos de exportadores e importadores). Si decide subir la tasa de interés lo suficiente para compensar ese desacople de incentivos, genera un encarecimiento del crédito en un momento en que la economía, por la crisis sanitaria, no está en condiciones de tolerarlo.

Si finalmente decidiera devaluar, para achicar la brecha, potenciar exportaciones y desalentar importaciones, la consecuencia negativa sería una aceleración inflacionaria. Este es otro resultado “no aceptable” en el contexto de la actual crisis sanitaria.

Por lo tanto, el BCRA se enfrenta a un difícil desafío, en donde la solución elegida probablemente sea una combinación de los escenarios planteados. En todos los casos, queda claro que el BCRA no puede seguir perdiendo reservas al ritmo actual.

La respuesta a la pregunta inicial entonces es que no sobran dólares porque hay una serie de expectativas e incentivos que están jugando en contra del equilibrio del mercado cambiario y el BCRA enfrenta el desafío de tratar de acomodarlos sin que ello impacte en el tipo de cambio o el nivel de precios.