

SIGUEN LAS PRESIONES SOBRE EL MERCADO CAMBIARIO

21 DE AGOSTO DE 2020

En los primeros 15 días de agosto el BCRA tuvo que vender casi USD 650 millones para sostener el ritmo de depreciación del tipo de cambio oficial por debajo del 2,5%. En el mismo período, la brecha entre el dólar oficial y el dólar libre se mantuvo en niveles récord. Todo esto luego de haber acordado un proceso de reestructuración de la deuda en moneda extranjera que es muy bueno para la economía argentina. Es decir que, ni siquiera ante una muy buena noticia, se ha logrado revertir el proceso de dolarización implícito en las ventas del BCRA y en el nivel de la brecha.

Hace algo más de un mes, la expectativa era que un acuerdo con los acreedores quitara presión al dólar libre (CCL) y eso implicara un retroceso de la brecha cambiaria hacia niveles más parecidos a los promedios del período 2011-2015 (entre 45 y 55%).

Si bien es pronto para sacar conclusiones, dado que todavía no se terminó de implementar el acuerdo y sigue produciéndose un proceso de ajuste al canje, la demanda de dólares minoristas y la cancelación de pasivos hacen necesario niveles de superávit comercial muy elevados para evitar que el BCRA tenga que vender dólares.

En los últimos 3 meses la demanda promedio por estos tres factores ha sido de USD 1.300 millones mensuales, contra un superávit comercial cambiario promedio de USD 900 millones en ese período. Se hubiera necesitado un excedente comercial anual de USD 15.600 millones para equilibrar el mercado y eso no sucedió, porque si bien las exportaciones

superaron a las importaciones por ese nivel, el financiamiento comercial desapareció y por lo tanto se pagaron importaciones por un monto mayor a las mercaderías ingresadas.

Esta tendencia de salida de dólares se había agudizado hacia mayo, momento en el que el BCRA restringió la salida de divisas para cancelar créditos comerciales. A partir de ahí, junio mostró una fuerte corrección, pero en julio y agosto, la autoridad monetaria volvió a perder reservas.

Esta dinámica ha generado preocupación en el mercado, que percibe como agotado el esquema cambiario y empieza a ver como probable un ajuste en el tipo de cambio antes de fin de año. Esta expectativa se confirma con las coberturas que se han ido tomando a partir del mercado de futuros (Rofex) o con Fondos Comunes de Inversión Dólar Linked. En todos los casos lo que se busca es cobertura ante un evento discreto de ajuste del tipo de cambio nominal.

Ante esta percepción del mercado surge un interrogante. Dadas las condiciones actuales, ¿se hace necesario un ajuste del tipo de cambio? La referencia rápida en este caso son los dos últimos ajustes discretos del tipo de cambio: enero de 2014 y diciembre de 2015. Una comparación con esos períodos sirve para detectar los desequilibrios que generan las expectativas negativas de mercado.

- o **Tipo de Cambio:** El nivel de tipo de cambio real actual es claramente superior al que había como punto de partida en los dos últimos ajustes discretos del tipo de cambio. El nivel actual no tiene margen para atrasarse, pero se puede considerar competitivo. El problema es que, dado el nivel de inflación, para sostenerlo el BCRA ha debido recurrir a una serie de micro-devaluaciones diarias. De esta manera, en los últimos 6 meses el tipo de cambio

oficial se depreció a un ritmo anualizado del 41,9%. Hoy los inversores saben que ese es el ritmo promedio de depreciación y lo comparan con las tasas de interés. Ahí aparece un factor de desequilibrio, ya que históricamente ha resultado muy complicado sostener ritmos de depreciación tan altos durante períodos extensos de tiempo.

- o **Brecha Cambiaria:** La diferencia entre el dólar oficial y el Contado con Liquidación (CCL) es en la actualidad superior al 70%. Esos valores se convierten en una fuente de desequilibrio, ya que distorsionan la toma de decisión y hacen ver como probable un ajuste discreto del tipo de cambio. Si se sostienen estos niveles de brecha, para el mercado es una señal de agotamiento del esquema cambiario.

	Dev Enero 2014		Dev Diciembre 2015		Actual
	- 6m	+ 6 m	- 6m	+ 6 m	- 6m
Ritmo Depreciación TCN	40,6%	7,9%	15,7%	0,5%	41,9%
Ritmo Depreciación CCL	37,0%	6,2%	44,0%	5,2%	108,7%
Brecha Promedio	60%	43%	59%	3%	72%
Tipo de Cambio Real	101	107	84	93	118
Inflación (Núcleo)	33,6%	29,1%	25,3%	35,7%	30,3%
Precios Mayoristas	15,4%	19,2%	19,3%	31,1%	17,8%
Compras USD BCRA	-1.106	1.163	-1.286	436	-208
Medios de Pago	38,6%	23,1%	43,3%	8,2%	127,4%
M3	30,5%	15,9%	39,4%	12,1%	123,0%
Exportaciones	75.092	76.624	65.042	57.984	55.334
Importaciones	75.761	68.356	64.464	55.426	38.648
Saldo Comercial	-668	8.268	578	2.558	16.685
Gasto Primario / PBI	23,3%	24,4%	24,2%	26,2%	27,6%
Resultado Primario / PBI	-0,9%	-1,4%	-3,5%	-3,9%	-8,0%

- o **Saldo Comercial:** En los procesos anteriores, el BCRA perdía dólares por el desequilibrio comercial y el ajuste en el tipo de cambio ayudó a corregir ese proceso, aunque siempre por caída de importaciones. En cambio, en la actualidad el ajuste del sector

externo ya se produjo, en parte porque el Tipo de Cambio Real es más alto y en parte porque la recesión ya hizo caer a las importaciones. Si bien ya hay excedente comercial, una recuperación de la demanda interna podría aumentar el ritmo de importaciones y disminuir el excedente comercial. Igualmente, por ahora no es un factor que genere la necesidad de mayor tipo de cambio.

- o **Venta de Dólares BCRA:** A pesar de un alto superávit comercial, el BCRA se ve en la necesidad de vender divisas todos los meses. La demanda por atesoramiento y para cancelación de pasivos financieros / comerciales supera a la oferta de dólares comerciales. El BCRA no puede mantener una dinámica permanente de pérdida de divisas. Es un factor que puede llevar a pensar en un ajuste del tipo de cambio.
- o **Desequilibrio Fiscal:** Potenciado por la crisis sanitaria, el déficit primario se ubica en niveles récord y el gasto primario con relación al PBI también está en niveles elevados. Históricamente en casos como éste, en Argentina se ha recurrido a la licuación de gastos vía devaluación e inflación. Pero siempre ha sido en el marco de profundas crisis cambiarias / financieras. Los dos últimos ajustes discretos del tipo de cambio no sirvieron ni para bajar el nivel de gasto ni para corregir el desequilibrio fiscal.
- o **Desequilibrio Monetario:** Tanto en 2014, como en 2016, la velocidad de expansión de los agregados monetarios se redujo luego del ajuste cambiario. El principal dato negativo es que el ritmo de expansión actual, dada la necesidad de asistencia del Tesoro, triplica al que existía en aquellos períodos. Este excedente de pesos es probablemente la principal fuente de desequilibrio y la que mayor impacto tiene sobre las expectativas.

El análisis realizado confirma que existen desequilibrios estructurales (fiscal y monetario) que llevan a pensar en la necesidad de realizar ajustes que ayuden a lograr el equilibrio. El principal es el elevado nivel de déficit que debe financiar el Tesoro y que tiene al BCRA casi como su única fuente de financiamiento. El resto de las variables (TCR o saldo comercial) se encuentran en niveles saludables y no hacen necesario un ajuste del tipo de cambio.

Por lo tanto, la pregunta que surge es, ¿se puede lograr un achicamiento de la brecha cambiaria y el equilibrar en el mercado cambiario oficial? Para eso hay por delante dos fechas claves:

- o **4 de septiembre:** Fecha de emisión de los nuevos bonos. A partir de la cotización de esos instrumentos ya no debería haber ruido en el mercado por el proceso reestructuración y el dólar CCL operará sujeto a la oferta y demanda habitual. La brecha solamente dependerá de las expectativas a futuro.
- o **15 de septiembre:** Momento en que se presente el proyecto de Ley de Presupuesto 2021, ahí quedará claro si se puede encontrar un camino hacia el equilibrio fiscal en donde la liberación de recursos por la reestructuración de la deuda y la recuperación del nivel de actividad ayudan a equilibrar el frente fiscal y evacuar las dudas que hoy genera el fuerte desequilibrio fiscal y su estrategia de financiamiento.

El escenario fiscal que se presente será clave, porque entendemos que el gobierno busca evitar un ajuste del tipo de cambio por el efecto que genera sobre el nivel de precios, pero no puede sostenerse el ritmo actual de venta de dólares. Para eso deberá generar la expectativa de que el desequilibrio fiscal se va a corregir y que la expansión monetaria por motivos fiscales se va achicando.