

The logo for Quinqueta Asset Management features the word "Quinqueta" in a white, elegant cursive script. Below it, a thin white horizontal line separates the name from the words "ASSET MANAGEMENT" which are written in a smaller, white, all-caps sans-serif font.

ASSET MANAGEMENT

¿PUEDE EL BCRA DOMAR AL DÓLAR LIBRE?

28 DE AGOSTO DE 2020

En lo que va del año, el dólar libre (CCL o MEP) registró una fuerte devaluación, ampliándose la brecha con respecto al dólar oficial y generando presiones sobre el mercado cambiario y el financiamiento de las operaciones de comercio exterior. Lograr mantener la brecha en valores acotados es un objetivo central de todo esquema cambiario que implique controles para el acceso a las divisas, porque una brecha amplia aumenta los incentivos para la dolarización y tienden a desequilibrar el mercado cambiario oficial, afectando al nivel de reservas. Hasta ahora, el BCRA contaba con muy pocas herramientas para controlar ese mercado, pero esto podría cambiar en las próximas semanas.

Hasta ahora, el camino elegido para influir sobre el dólar CCL o MEP y limitar la brecha entre dólar libre y oficial ha sido la imposición de regulaciones que atenuaban la demanda. Pero no se logró el resultado esperado, porque la brecha llegó, aún en el marco de la noticia positiva de la reestructuración de la deuda, a niveles récord (superior al 80%).

Con la reestructuración de la deuda bajo legislación local, surgió una posibilidad que hasta ahora no tenía el BCRA. La autoridad monetaria cuenta con USD 62.500 millones en su activo que responden a deuda del Tesoro Nacional. La mayor parte son Letras Intransferibles que el Tesoro le dio al BCRA cada vez que necesitó recurrir a las Reservas Internacionales para cancelar deuda en dólares. Pero en diciembre de 2015, se realizó un canje de USD 16.000 millones de esas Letras por Bonar 2022, Bonar 2025 y Bonar 2027. En ese momento lo que se buscó fue darle a la autoridad monetaria activos que pudieran ser convertidos en

liquidez o eventualmente ser entregados como garantía en el mercado para una operación de crédito.

La novedad es que esos bonos han entrado en el proceso de reestructuración y el activo que recibirá el BCRA a cambio es similar al del resto de los bonistas que ingresen, eso implica que la autoridad monetaria contará con activos líquidos en dólares por más de US\$ 15.000 millones (algo menos de USD 9.000 millones a valor de mercado).

El BCRA no es el único ente público con tenencia de bonos en dólares, otros organismos como ANSES (FGS) o bancos públicos también tenían posiciones en esos instrumentos. De todas maneras, ninguno tenía el volumen de bonos eventualmente líquidos como el que va a tener el BCRA a partir de septiembre.

Ante esa nueva disponibilidad de bonos en moneda extranjera se abre un abanico de posibilidades que pueden ser relevantes para la evolución del mercado cambiario, especialmente del dólar libre. Pero cada una de estas alternativas tienen diferentes implicancias.

- o **Vender bonos en dólares contra pesos:** El mercado de dólar libre tiene un volumen de operaciones diario muy chico (USD 30 millones diarios aprox.). Por lo tanto, con los USD 9.000 millones podría definir el precio en ese mercado achicando sustancialmente la brecha entre dólar libre y dólar oficial. Un segundo efecto positivo es que ayuda a esterilizar el excedente de pesos. Si suponemos una venta de USD 15 millones diarios (USD 300 millones mensuales), se estaría absorbiendo, dependiendo del precio, a razón de \$36.000 / 40.000 millones mensuales. Esta cifra se aproxima a la emisión de pesos que se hace mensualmente para el pago de intereses de las Leliqs.

Si se acota el análisis a estos dos puntos el efecto es ampliamente positivo. El problema es que esas operaciones pueden aumentar la demanda de dólares en ese mercado, porque la presencia de un oferente que baja artificialmente el precio puede ser una oportunidad única para quienes deseen dolarizar sus posiciones al menor costo posible. Es similar a cuando el BCRA vende dólares en el mercado oficial de manera sistemática, se genera la percepción de que es una operación con precio “subsidiado”, dado que, sin esa oferta el precio sería mayor. El otro problema es que se aumenta el nivel de endeudamiento del Tesoro con el sector privado, es decir que desde una mirada consolidado Tesoro-BCRA, se toma deuda con el sector privado para financiar la salida de capitales y contener la brecha. Hoy el foco de análisis está puesto en la deuda del Tesoro con el sector privado, ya que estos bonos se consideran renovables automáticamente. Por lo tanto, una operación de ese estilo implica un aumento de la deuda exigible de USD 300 millones mensuales.

- o **Vender Bonos contra dólares:** En este caso el objetivo sería el de convertir esos bonos en reservas netas y líquidas. Sería muy útil para el balance del BCRA y para su posición de cara al mercado cambiario oficial. El efecto negativo se daría sobre la paridad de los bonos, ya que implica una mayor oferta que puede ralentizar o frenar una potencial mejoría de estos bonos post canje. Iría en contra del objetivo de bajar el riesgo país y que los bonos en moneda extranjera puedan llegar a rendir menos del 10%. Eso no es un problema en el corto plazo, pero puede serlo si se busca volver a ese mercado para obtener financiamiento en el mediano plazo.
- o **Mantener su posición actual:** Una posibilidad es que el BCRA no avance de manera significativa en ninguna de las alternativas anteriores y guarde esta posibilidad para momentos puntuales de mercado en que necesite estabilizar un desequilibrio específico. La sola alternativa de poder realizar este tipo de operaciones de manera

esporádica ya puede servir para limitar las expectativas. Esto implica que no se plantea un objetivo específico de brecha, de absorción o de reservas, sino que se usan esas operaciones para contener períodos acotados de alta volatilidad.

A nuestro entender, el escenario más probable es el tercero, donde el BCRA mantiene su posición y lo usa para períodos específicos, sin plantearse ningún objetivo específico de brecha. De esa manera buscaría, con operaciones acotadas y muy específicas demostrar que, si hace falta, puede estar ahí operando y crear la volatilidad necesaria para generar la sensación que comprar dólares a niveles de tipo de cambio real muy alto, puede llegar a ser un mal negocio.

La opción de vender los bonos contra pesos ayuda a corregir rápidamente la brecha, pero no soluciona los problemas de fondo que generan una demanda de divisas superior a la oferta. Por lo tanto, son herramientas que pueden servir para ganar tiempo, pero que tienen que venir acompañado de avances para lograr el equilibrio fiscal y monetario.