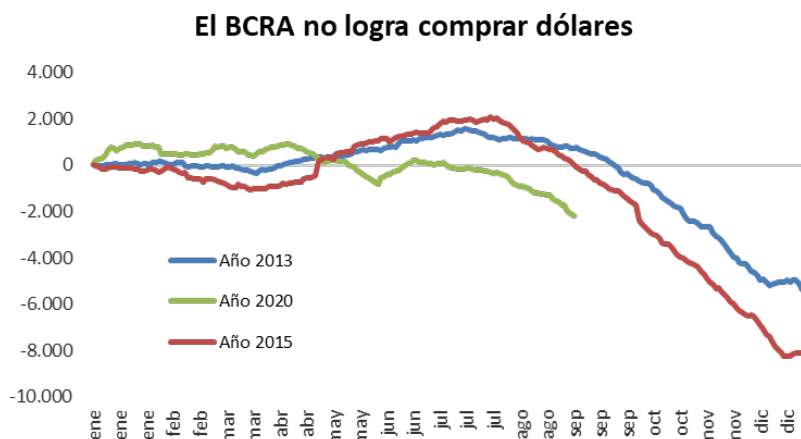


LA ALTERNATIVA DEL DESDOBLAMIENTO

14 DE SEPTIEMBRE DE 2020

El BCRA sigue vendiendo dólares diariamente. La demanda de divisas se mantiene firme y la oferta entró en una etapa de baja estacional. Igualmente, el desequilibrio ya se había iniciado durante el período alto de liquidación de dólares del sector agropecuario. Esquemas cambiarios como el actual, con restricciones para el acceso a divisas, deben necesariamente contar con excedente de dólares y compra de reservas para poder sostenerse en el tiempo, de lo contrario se deteriora la expectativa cambiaria y el desequilibrio tiende a aumentar aceleradamente. Por eso, entendemos que, en las próximas semanas, el BCRA tendrá que estar tomando medidas que tiendan a corregir este desequilibrio. En esta oportunidad queremos analizar algunas de esas posibles medidas y su impacto.

En lo que va del año el BCRA lleva vendidos USD 2.200 millones en el mercado, esto a pesar de un superávit comercial récord, que acumula más de USD 10.000 millones en el mismo período.



La expectativa estaba puesta en que, una vez acordada la reestructuración de la deuda, la demanda de dólares bajara e inclusive que se lograra achicar la brecha entre dólar oficial y dólar libre. Para eso se contaba con la potencial intervención del BCRA en el mercado de dólar libre (MEP/CCL). En las pocas jornadas que se llevan operadas con los nuevos bonos, una parte de esto sucedió, con niveles de dólar MEP o CCL que son inferiores a los de agosto. El problema es que, a pesar de ello, la demanda de dólar a tipo de cambio oficial sigue muy alta y el BCRA se mantiene vendiendo reservas.

La demanda de dólares se concentra en tres factores: pago de importaciones, cancelación de deuda privada y atesoramiento de individuos.

Importaciones

- La primera reacción del BCRA fue limitar el pago de importaciones, pero el margen de acción es muy chico, porque el nivel de importaciones está en los niveles más bajos de los últimos 10 años.
- Restricciones adicionales pueden tener fuerte impacto en nivel de actividad o nivel de empleo de algunos sectores.
- La sustitución de importaciones puede llevar mucho tiempo y forzar ese proceso puede generar un aumento de costos que deriva en mayor inflación o menor competitividad de los sectores exportadores.

Deuda Privada

- El sector privado no financiero tiene pasivos en moneda extranjera por USD 68.000 millones.
- Dado el nivel de brecha entre dólar oficial y dólar libre y la imposibilidad de transferir utilidades, las empresas han buscado cancelar de manera anticipada sus pasivos en moneda extranjera, en especial aquellos con empresas vinculadas.
- Se estarían limitando las autorizaciones en estos rubros, pero esas restricciones pueden llevar a las empresas a modificar sus políticas de precios, asumiendo que deberán recurrir al dólar libre para cancelar pasivos o transferir utilidades.

Atesoramiento

- En julio y agosto se fueron por esta vía más de USD 750 millones mensuales en promedio.
- Es el camino más sencillo para corregir el desequilibrio, porque alcanzaría con limitar el cupo mensual de venta.
- Pero, dado que una parte de esos dólares hoy abastecen al mercado paralelo, una mayor restricción puede implicar una suba de la brecha.

A partir de los tres puntos anteriores, queda claro que el esquema cambiario se ve afectado por el alto nivel de brecha y que el BCRA debe encontrarle una solución en el corto plazo. En las últimas jornadas se han escuchado especulaciones sobre tres posibles alternativas de modificaciones en el esquema cambiario:

- **Ajuste Discreto del Tipo de Cambio:** Implicaría un ajuste por única vez del tipo de cambio comercial y por consiguiente del tipo de cambio turista. Esa depreciación se ubicaría en torno al 20%, ajuste necesario para equilibrar el dólar turista con el dólar libre. A esos montos se atenúa significativamente la demanda de dólar ahorro y por lo tanto se puede equilibrar el mercado cambiario y frenar el drenaje de divisas. El efecto negativo de una política de este tipo es el impacto sobre el nivel de precios, ya que ese aumento se trasladaría a la inflación en un momento en que los salarios ya se encuentran fuertemente atrasados en términos reales.
- **Desdoblamiento Cambiario Formal:** Implica generar dos mercados formales, uno para las operaciones comerciales y otro para las operaciones financieras. Estos esquemas implican un esfuerzo regulatorio muy grande para reglamentar qué tipo de operaciones van por cada mercado. Se debe lograr que ambos mercados funcionen con alto volumen, baja volatilidad y con una brecha acotada entre ambos. Estos esquemas permiten un alto grado de discrecionalidad al momento de definir la letra chica de las regulaciones, pudiéndose generar múltiples niveles de tipo de cambio mediante la combinación de operaciones que cada sector canaliza por un mercado u otro. El atractivo es que se puede generar un mecanismo más claro para que ingresen inversiones por el dólar financiero, rol que hoy el dólar CCL no cumple. El riesgo es que para que la brecha sea baja debe incluir un aumento

del dólar comercial, por lo tanto, se repite el problema del impacto en inflación.

- o **Desdoblamiento Cambiario Informal:** En los últimos meses se ha buscado limitar el volumen de operaciones en los diferentes mercados de dólar libre. Eso ha generado un aumento en el precio del dólar en esos mercados y por consiguiente un aumento en la brecha. Existe la posibilidad de que decidan eliminar algunas de esas restricciones (“*parking de bonos*”) para tratar de aumentar el volumen de operaciones que se canalizan hacia ese mercado, partiendo del supuesto que el BCRA ahora cuenta con herramientas que le pueden permitir intervenir en ese mercado. De esta manera, si decidieran aumentar las restricciones de acceso al dólar oficial, las empresas podrían recurrir a un mercado alternativo con más volumen y menor volatilidad. Si bien ya hemos planteado que las intervenciones del BCRA tienen un límite claro en la demanda que encuentren los bonos en las operaciones que se realizan contra dólar libre (CCL o MEP). Este puede ser un camino transitorio, que no implica grandes cambios normativos y que puede servir para ganar tiempo para tratar de acomodar el excedente de pesos que se han originado por la necesidad de asistir al Tesoro, que hoy es el principal factor de desequilibrio.

En los tres casos queda claro que si no se logra atenuar el ritmo de expansión monetaria las presiones sobre el tipo de cambio van a seguir existiendo.

Son variantes que pueden servir para ganar tiempo y en ese marco vemos como más probable que se busque en primer término achicar la brecha mediante un mayor volumen de operaciones en el mercado de dólar MEP o CCL y recién si eso falla podrían estar avanzando por algunas de las dos primeras alternativas.