

REACCIONES A LAS NUEVAS MEDIDAS CAMBIARIAS

25 DE SEPTIEMBRE DE 2020

La semana pasada se aplicaron nuevas restricciones a la operatoria del mercado de cambios. Las medidas tenían dos objetivos muy claros, frenar la pérdida de reservas del BCRA y tratar de contener la brecha cambiaria. A pocos días de los anuncios los objetivos parecen estar cumpliéndose solo en partes, con efectos no deseados sobre algunos temas centrales. Por eso esta semana buscamos realizar un primer análisis sobre estos temas para tratar de entender cómo puede evolucionar el mercado cambiario en las próximas semanas.

El BCRA decidió limitar la venta de dólares para atesoramiento, restringiendo la cantidad de individuos que pueden acceder a ese instrumento y restando del cupo de USD 200 mensuales los consumos con tarjeta de crédito y débito en el exterior. Además, decidió limitar la venta de dólares para cancelación de préstamos financieros al equivalente del 40% de los vencimientos. Estas medidas buscan atenuar la demanda de divisas y tratar de frenar de esa manera la venta de dólares que venía haciendo diariamente.

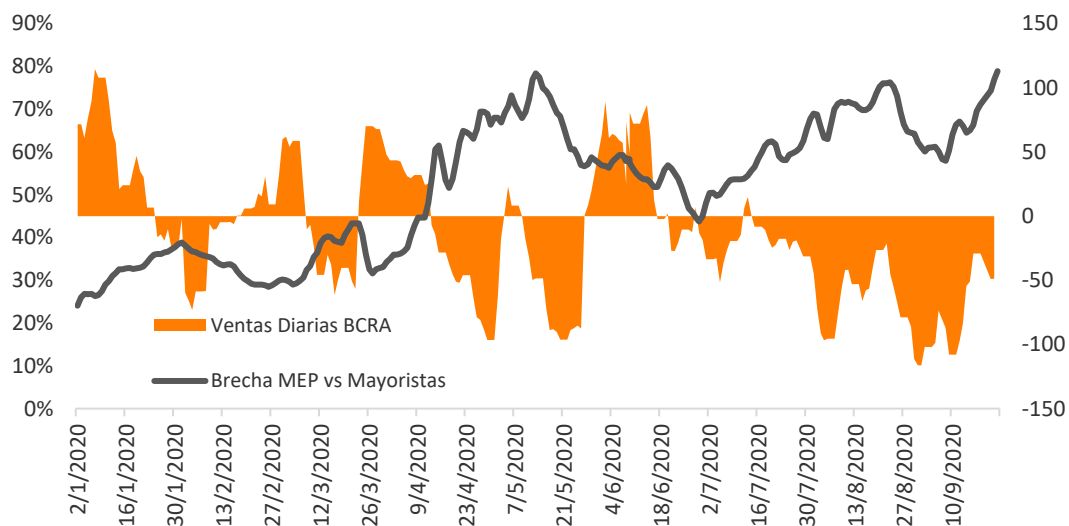
Según nuestras estimaciones, la reducción proyectada de la demanda de dólares es similar a la venta mensual de reservas que venía realizando el BCRA. Pero, ¿es suficiente para equilibrar el mercado cambiario?

Datos en USD Millones	Promedio Mensual en USD Millones						Objetivo
	l-20	abr-20	may-20	jun-20	jul-20	ago-20 estim.	
Intervenciones BCRA	220	-547	-679	672	-568	-1.279	175
Saldo Neto Privado	337	-724	-791	724	-660	-1.279	175
Exportaciones	4.127	3.938	3.854	4.326	4.524	4.305	4.300
Importaciones	-3.085	-3.603	-3.487	-2.324	-3.444	-3.544	-3.500
Préstamos financieros	-496	-429	-774	-450	-644	-744	-250
Atesoramiento y otros	-209	-630	-383	-827	-1.096	-1.296	-375

Si la oferta se mantiene constante, la medida debería ser suficiente para frenar la venta y permitir que el BCRA pueda dejar de intervenir. Pero el supuesto anterior es fuerte, ya que implica que, en este nuevo contexto regulatorio, la oferta de dólares de los exportadores se mantiene estable. Por ahora, en el paquete de medidas anunciado, no se ha tomado ninguna decisión que fomente el aumento de las exportaciones o de las liquidaciones de divisas. Por lo tanto, si bien se ha limitado la demanda, el cumplimiento del objetivo dependerá de cómo reaccione la oferta.

Por eso, las próximas semanas serán clave para entender si finalmente se logra equilibrar el mercado cambiario oficial.

El BCRA siguió vendiendo dólares



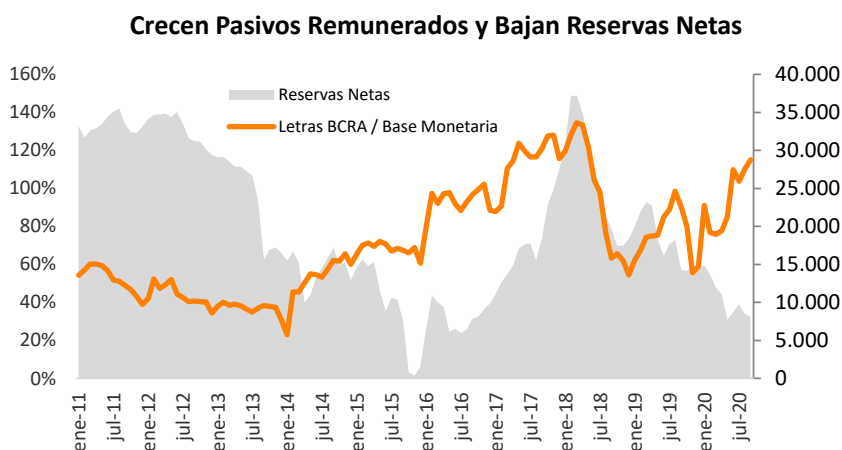
Distinto es el panorama al analizar el segundo objetivo, que era el de bajar la brecha entre el dólar oficial y las distintas versiones de tipo de cambio que se operan a través del mercado de capitales. La primera reacción del mercado a las decisiones tomadas ha sido la de un aumento del spread entre dólar oficial y dólar bolsa (CCL o MEP). Además,

producto de la incertidumbre de las últimas jornadas, también ha subido a valores récord la brecha entre CCL y MEP, llegando al 9%.

El interrogante que surge es por qué el mercado reacciona con una nueva suba de la brecha cambiaria. Entendemos que este comportamiento era esperable dada la naturaleza de las medidas que se tomaron. La restricción del acceso al mercado oficial implica un aumento de la demanda en los mercados alternativos y eso fue específicamente lo que sucedió. Esto nos lleva a nuevas preguntas. La primera es si pueden existir fundamentos que lleven al dólar libre a valores más bajos.

Ahí entendemos que la nueva operatoria del dólar solidario le está poniendo un piso a la cotización del dólar MEP. Hoy el dólar solidario opera en el rango de \$131/132 y no vemos razones para que quienes tengan dólares decidan venderlos debajo de ese precio. Esto implica que, si bien se achicó fuertemente la brecha entre el dólar solidario y el dólar libre y eso puede servir para bajar la demanda de dólares para atesoramiento, pero se convirtió en una señal negativa para la brecha.

De esta manera, la brecha seguirá siendo un problema en una economía que mantiene niveles excedentes de liquidez y ve debilitarse las reservas netas del BCRA. Estos fundamentos son los que explican en parte la tendencia a la dolarización.



Así como el deterioro de la posición de reservas netas nos parece un problema que necesita corrección urgente, el aumento en el stock de pasivos remunerados del BCRA lo vemos como una preocupación recién en el largo plazo.

La presencia de controles cambiarios hace que esos pasivos sean más estables que las Lebacs de 2017 / 2018. La contrapartida son depósitos del sector privado que no se pueden canalizar hacia el mercado cambiario. Por lo tanto, no lo vemos todavía como una fuente de demanda de divisas.

El efecto negativo de ese exceso de pesos se produce a partir del devengamiento de intereses de las Leliqs y por consiguiente de la emisión monetaria que generan y el crecimiento automático que implican. Para que eso no se produzca, la tasa de interés tiene que ser menor al crecimiento nominal de la economía. Por eso, este exceso de pesos, le pone un techo a la tasa de interés que el BCRA puede convalidar y se convierte en un incentivo para que las tasas se conviertan en negativas en términos reales.

En síntesis, en el corto plazo los factores que alentaron a la suba de la brecha seguirán presentes, a pesar de que no creemos que el stock de leliqs (pesos esterilizados) pueda ya convertirse en un problema.