

DE LA CALMA PASAJERA AL AUMENTO PROGRESIVO DE LA FRAGILIDAD ...

RESUMEN

- *En el plano cambiario la economía recuperó una cierta calma gracias a los aportes del dólar-soja 3 y las intervenciones oficiales sobre los mercados de dólar financiero. No obstante, las reservas mantuvieron la tendencia negativa debido al cronograma de pagos netos con el FMI.*
- *Nuestras estimaciones de reservas netas hacia finales del mes de mayo daban cuenta de una caída de alrededor de U\$7.500 millones respecto del cierre de 2022. Para el tercer trimestre del año estimamos un déficit incremental de alrededor de U\$5.500 millones, que da cuenta de la urgencia con la cual las autoridades han asumido la búsqueda de nuevo financiamiento.*
- *El escenario se mantiene frágil y expectante a la espera de novedades que deberían concretarse en junio respecto de las promesas de financiamiento externo y las candidaturas del oficialismo. Se trata de dos aspectos definitorios para la estrategia de “contención” de la inestabilidad que plantea el gobierno.*
- *Sin nuevo financiamiento externo es poco probable que el gobierno pueda sostener el status quo económico más allá de junio. En este sentido, la historia reciente invita a pensar que la brecha cambiaria y la inflación vuelvan a ser las válvulas de escape del esquema, al menos hasta que comience a vislumbrarse una definición del proceso electoral.*
- *No obstante, la posición de reservas y los márgenes para el refuerzo de los controles lucen hoy muy estrechos. En este sentido no pueden descartarse problemas más severos de abastecimiento que afecten la dinámica de precios, ni una creciente incidencia de los tipos de cambio paralelos en la inflación.*

CALMA PASAJERA EN EL MERCADO DE CAMBIOS

Entre fines de abril y mayo las liquidaciones del tercer Programa de Incremento Exportador (PIE 3, como se conoce formalmente al dólar-soja 3) permitieron revertir la tendencia declinante que mostraban las intervenciones del BCRA en el mercado de cambios oficial. Luego de alcanzar ventas por más de U\$3.500 millones, el Banco Central logró concretar compras netas por aproximadamente U\$1.300 millones, reduciendo el rojo anual de sus intervenciones en el MULC a U\$2.115 millones.

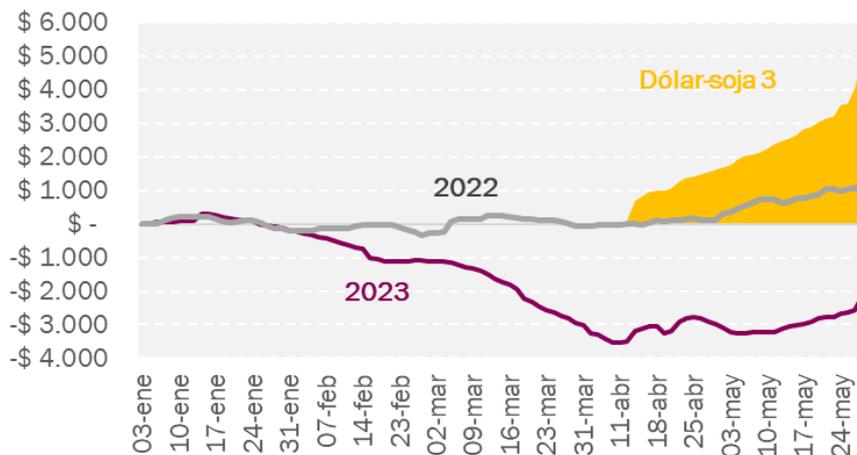
La aceleración de las liquidaciones en las últimas jornadas permitió que los aportes del dólar soja 3 se acerquen a los objetivos planteados al momento de su lanzamiento (U\$5.078 millones). El programa permitió compensar momentáneamente el desequilibrio entre oferta y demanda de divisas en el mercado oficial, reduciendo la tensión cambiaria que se desató a mediados de abril. En particular, los resultados de las últimas jornadas permiten especular que, al igual que en ediciones anteriores, el BCRA dejó en poder de los bancos un excedente de dólares que se volcará al mercado en junio tratando de equilibrar los resultados del mes.

Hacia adelante las perspectivas lucen más complejas. En un año signado por el faltante de divisas, el resultado de las intervenciones del BCRA en el mercado oficial es uno de las señales que se monitorean de cerca. Excluido el efecto del dólar soja el balance diario de intervenciones del BCRA en el MULC arroja un promedio de ventas de U\$80-90 millones en el último bimestre, lo que equivale a un rojo mensual superior a los U\$1.600 millones.

El fin del dólar-soja 3 y las consecuencias de la sequía convivirán a partir del segundo semestre con el final del período más favorables que ofrece la estacionalidad del comercio exterior. Las decisiones respecto de la postergación de las fechas de acceso al mercado de cambios para importadores [cambio de fecha de SIRA, nuevas

regulaciones para regímenes de admisión temporaria y servicios, etc.] anticipan la estrategia defensiva con la que las autoridades se disponen a transitar los meses más arduos.

GRÁFICO 1. INTERVENCIONES DEL BCRA ACUMULADAS EN EL MULC Y PIE 3



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BCRA

ESTRATEGIA SOBRE LA BRECHA

En paralelo, el cambio en la estrategia de intervención oficial sobre la brecha cambiaria aportó también a la contención de las tensiones cambiarias. El salto ocurrido a mediados de abril en los dólares financieros coincidió con los fallidos intentos de contención a través de la intervención exclusiva con títulos públicos [Ver Informe Abril y Decreto 164/2023].

Ante los riesgos de una escalada mayor las autoridades decidieron recurrir nuevamente a la venta de reservas en los mercados financieros para estabilizar las cotizaciones [tal como se evidencia en los volúmenes negociados en el gráfico 2]. La decisión implica replicar la estrategia utilizada en 2021 y principios de 2023 [con el anuncio de recompra de títulos por parte del Tesoro] para contener las cotizaciones del MEP y CCL.

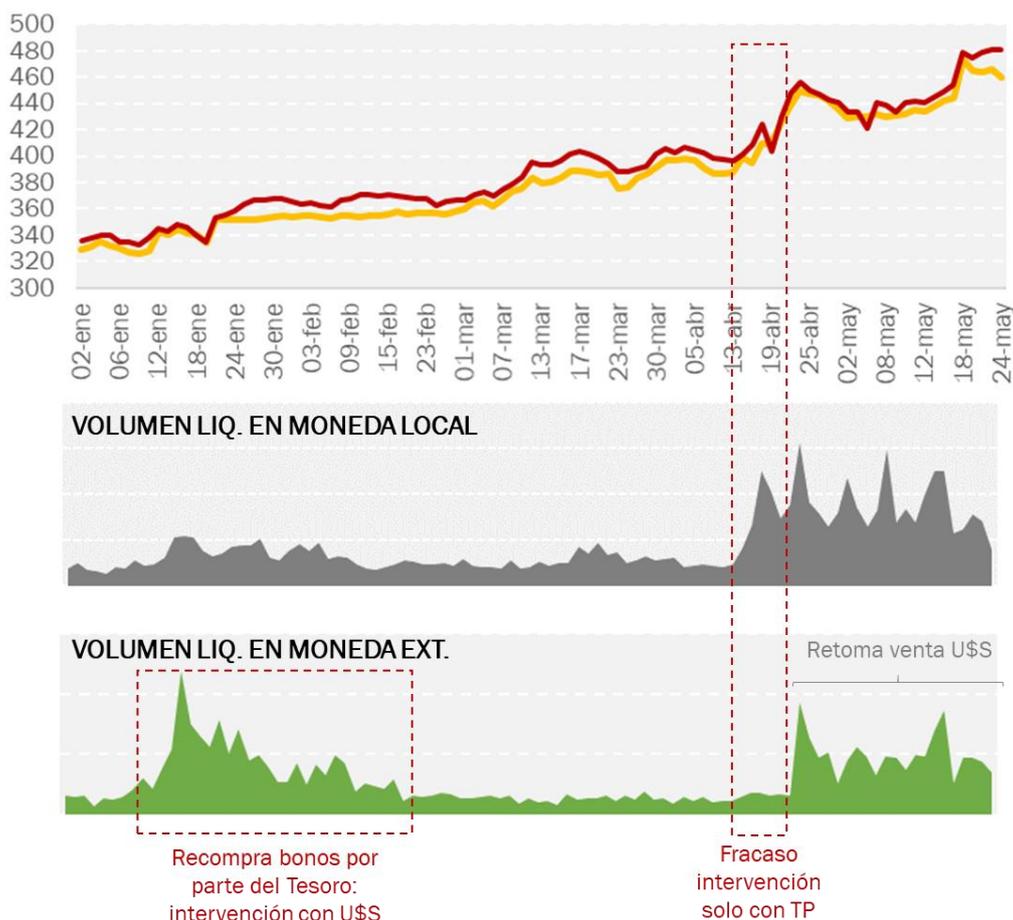
A pesar del rechazo que en numerosas oportunidades explicitó el FMI respecto de esta vía de intervención, los datos del mercado de cambios permiten concluir que el BCRA volcó en la última semana de abril aproximadamente U\$S113 millones [compatible con nuestras estimaciones de un costo de intervención mensual de U\$S400 millones en meses de estrés cambiario].

El cambio en el enfoque de intervención sobre la brecha cambiaria se evidencia no sólo en los volúmenes operados de las especies a través de las cuales interviene el gobierno (AL30D, AL30C, GD30D y GD30C), las declaraciones de las autoridades y la efectividad de la estrategia, sino también en el sesgo de las nuevas regulaciones. Así, tras un conjunto de decisiones que buscaban incentivar las operaciones con los títulos particulares que forman parte de la cartera del BCRA y el FGS [RG N° 957 de CNV y Com. "A" 7746 del BCRA] y que hacían al núcleo de la estrategia previa, las últimas resoluciones buscaron profundizar la segmentación del mercado en el que interviene la autoridad monetaria con divisas, a fin de evitar filtraciones y arbitrajes que hagan más costosa dicha intervención.

Los refuerzos en pos de la segmentación de mercado planteados por la RG N°962 de la CNV permiten vislumbrar como pretende el gobierno lidiar con el problema de la brecha cambiaria en lo que resta del año. **Contener los costos de intervención en un contexto de insuficiencia de divisas tendrán muy probablemente una expresión en una discrepancia creciente (una nueva brecha) entre los tipos de cambio implícitos intervenidos (segmento minorista o PPT) respecto de los no intervenidos (rueda bilateral y mercado ilegal).** Una situación similar se registró en la segunda mitad de 2021. La importancia y magnitud de esta nueva brecha marcará también el ritmo de las tensiones cambiarias.

La disponibilidad de divisas y la capacidad de convencer al FMI respecto de la conveniencia de este tipo de intervenciones serán determinantes de su continuidad. Mientras tanto, el ministro de economía enfatizó públicamente su inflexibilidad respecto de resignar la capacidad de intervención sobre los dólares paralelos.

GRÁFICO 2. MEP-CCL Y VOLÚMENES OPERADOS CON LIQ. EN MONEDA LOCAL Y EXTRANJERA (AL30 Y GD30)



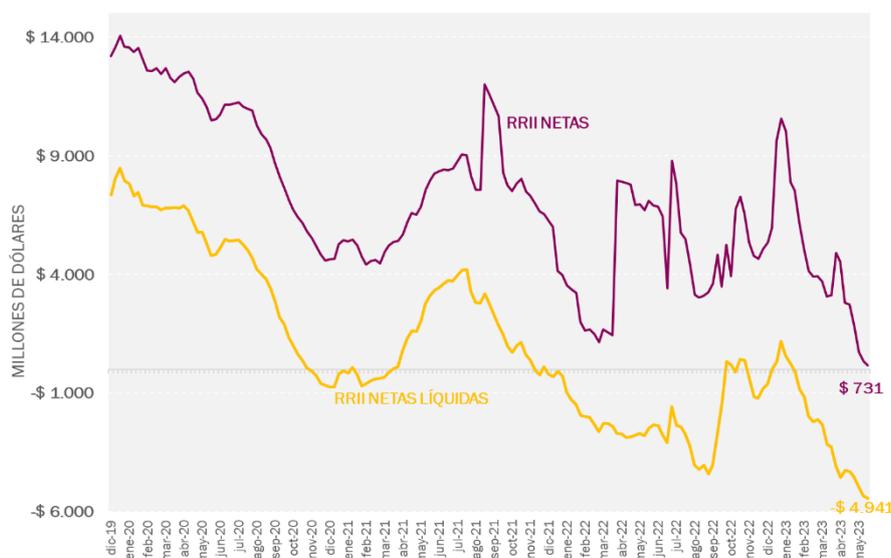
Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BYMADATA

RESERVAS, FINANCIAMIENTO ¿Y CANDIDATURAS?

A pesar de los aportes del dólar soja las reservas internacionales sostuvieron su tendencia negativa en el período. Esta situación responde a que los meses en cuestión concentraron un cronograma de pagos netos al FMI que compensaron los saldos positivos que consiguió el BCRA en el MULC gracias al PIE 3.

Los indicadores de reservas netas que se han difundido en medios especializados deben ser interpretados con prudencia. **Sus criterios de elaboración responden más a metodologías contables que macroeconómicas o financieras, por lo que sus valores no deben ser interpretados como una expresión inequívoca de puntos de inflexión que dispararán crisis, sino más bien de tendencias que pueden agravar el escenario de inestabilidad.**

Nuestras estimaciones de reservas netas hacia finales del mes de mayo daban cuenta de una caída de alrededor de U\$S7.500 millones respecto del cierre de 2022. La evolución expresa una dinámica crítica en donde más allá de la exigibilidad concreta de corto plazo de algunos de los pasivos que suelen descontarse [swap con China, BIS o SEDESA y encajes en dólares] la posición patrimonial en moneda extranjera del Banco Central es extremadamente frágil y cabe esperar se agrave en los próximos meses.

GRÁFICO 3. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS Y NETAS LÍQUIDAS¹


Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BCRA

En particular, para el tercer trimestre del año estimamos un déficit incremental en el mercado de cambios de alrededor de U\$5.500 millones, que da cuenta de la urgencia con la cual las autoridades han asumido la búsqueda de nuevo financiamiento.

En las últimas semanas las perspectivas de aportes de nuevo financiamiento del FMI parecen haberse deteriorado [¿y con ellas las perspectivas de una candidatura presidencial de Massa?]. Al incumplimiento de las metas cuantitativas establecidas en el acuerdo con el Fondo [reservas, déficit primario y financiamiento monetario] se sumó el abandono de algunos lineamientos fundamentales del acuerdo como lo eran el compromiso de no intervención sobre los dólares paralelos. **En este marco, aunque todavía no existen definiciones oficiales, el acompañamiento del FMI parece encaminarse más a no forzar incumplimientos en el acuerdo que a aportar nuevo financiamiento.**

La relevancia asumida por la comitiva que viajó a China en busca de la ampliación del swap con el Banco Popular de China, expresa también la urgencia del gobierno por obtener financiamiento. No obstante, **la probabilidad de acceder a nuevos fondos luce compleja, en particular debido a las dificultades que impone el proceso electoral** [¿quién devuelve el préstamo? ¿con quién se negocia?].

En este marco los horizontes de planificación se han reducido considerablemente y se esperan novedades respecto de este tema para el mes de junio donde deberá definirse prácticamente en conjunto una nueva revisión del acuerdo con el FMI y las candidaturas presidenciales. Mientras tanto, **la demanda de cobertura cambiaria continúa en expansión tal como lo reflejan las cotizaciones de los instrumentos dólar-link, los volúmenes y precios en el mercado de dólar futuro e incluso el goteo sobre los depósitos en dólares.**

Más allá de junio, sin nuevo financiamiento externo es poco probable que el gobierno pueda sostener el *status quo* económico. **El control de cambios invita a pensar que la brecha cambiaria y la inflación seguirán siendo las válvulas de escape del esquema, al menos hasta que comience a vislumbrarse una definición del proceso electoral. La experiencia reciente ratifica que cada refuerzo de los controles cambiarios genera reacciones en los mercados de dólar paralelos que a su vez impactan en los precios y refuerzan la estanflación** [la cual a su vez se presume tiene derivaciones políticas ¿que reducen la credibilidad de la estrategia oficial?].

Los márgenes de refuerzo de los controles lucen hoy muy estrechos. En este sentido no pueden descartarse problemas más severos como lo serían inconvenientes de abastecimiento con alto impacto sobre los precios y una creciente incidencia de los tipos de cambio paralelos en la evolución de la inflación.

¹ A diferencia de la mayor parte de las estimaciones nuestro indicador de reservas netas no descuenta una operación de REPO con SEDESA porque más allá de su plazo formal se la considera de poco probable exigibilidad en el corto plazo.