

PLEBISCITO SOBRE EL FUTURO DEL PESO

RESUMEN

- *El proceso electoral y el balotaje expresaron nítidamente el dilema que enfrenta el peso argentino. El resultado acotó las opciones de política a la disyuntiva que más temprano que tarde se impondrá a la economía argentina: (i) los desafíos de una estabilización que recupere la moneda nacional, y (ii) la propuesta de dolarización.*
- *Las ruedas previas y posteriores a las elecciones generales del 22 de octubre pueden interpretarse como un anticipo de lo que sería la transición frente a cada uno de los caminos que se abre.*
- *Las semanas previas a los comicios ilustran como sería el camino hacia una dolarización para la cual el Banco Central no posee dólares. Pérdida de reservas, retiro de depósitos en dólares, cotizaciones de futuros desbordadas, huida de la deuda en moneda local, volúmenes y tipos de cambio financieros con registros record. El clima de tensión extrema y huida del peso requirió en las últimas ruedas regulaciones y controles que establecieron un cuasi feriado cambiario para las operaciones mayoristas en los mercados paralelos.*
- *Contrariamente, tras el triunfo de Massa, los días posteriores a la elección trajeron una descompresión del dólar paralelo que convivió con una significativa devaluación del tipo de cambio oficial exportador (+44%), que tendrá efectos sobre la inflación. Esta última decisión evidencia la necesidad de reforma del régimen cambiario vigente aun ante un escenario de continuidad del oficialismo.*
- *La ineffectividad de la devaluación de agosto para descomprimir la situación cambiaria evidencia una serie de desafíos que deberá atender cualquier reforma cambiaria futura: i- la necesidad de un timing adecuado; ii- establecer un salto compatible con la recuperación de la significatividad del TC oficial para las operaciones; iii- la importancia de acompañar la decisión con una cierta relajación de restricciones; v- la determinación de la política cambiaria posterior y su impacto sobre las expectativas de devaluación; vi- el rol de una buena comunicación política.*
- *El escenario para 2024 conjuga desafíos y oportunidades. Ante un escenario de devaluación y reducción de la brecha podría alcanzarse una acumulación de reservas de entre U\$S8.000 y U\$S14.000 millones según sea el rango de devaluación del dólar oficial y la magnitud de la recesión estimada para 2024. La concreción de alguno de estos escenarios demandará no sólo medidas para controlar la evolución de la nominalidad, sino también garantizar la liquidación en el mercado de cambios y un proceso de normalización financiera que incluya definiciones para el tratamiento dado a los stocks de deuda de corto plazo.*

PARA MUESTRA BASTA UN BOTÓN

El camino al balotaje expresa el dilema que afronta el peso argentino en el corto plazo. El resultado de la elección acotó las opciones de política a la disyuntiva entre la recuperación de la moneda nacional y la dolarización. Aunque la reorganización de los espacios políticos de cara al balotaje domina la agenda pública de corto plazo (mientras las restricciones en los mercados paralelos mayoristas contienen las cotizaciones), cabe esperar que más temprano que tarde vuelva a extremarse la apuesta respecto del futuro de la moneda.

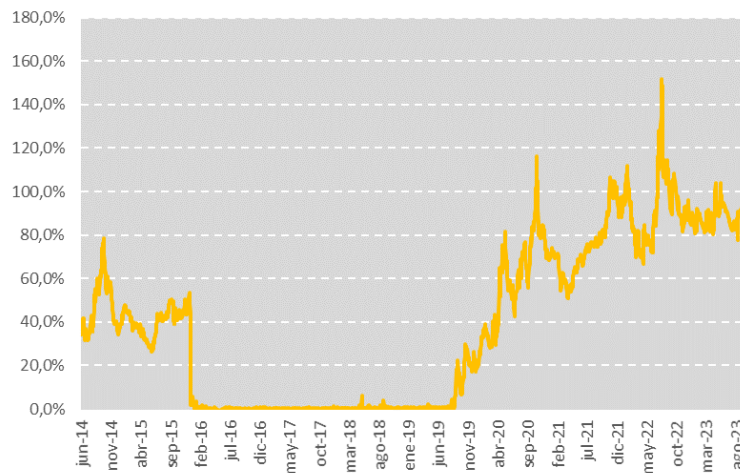
Así, las próximas elecciones encarnarán una suerte de plebiscito entre: (i) la implementación de un programa de estabilización que se proponga restablecer las funciones básicas de la moneda; y (ii) una propuesta de dolarización que combina el sacrificio de la soberanía monetaria con el pre-requisito de una aguda crisis para su implementación. Las ruedas previas y posteriores a las elecciones generales pueden interpretarse como un anticipo de lo que sería cada uno de los caminos que se abren y sus problemas.

La transición hacia una dolarización en la cual la autoridad monetaria no cuenta con dólares es por definición traumática. La dolarización requiere que sea el Banco Central el que canjee las tenencias de activos domésticos en poder del público por dólares. Sea cual sea la estimación sobre tenencias de activos externos de los argentinos, la

posición de reservas netas negativas (y líquidas exiguas) del BCRA hacen que cualquier cotización del dólar luzca barata de cara a un proceso de dolarización.

El clima financiero previo a las elecciones del 22 de octubre puede interpretarse como un anticipo de dicha transición a la dolarización. Las expectativas de revalidación del triunfo obtenido en las PASO por Milei dominaron el clima financiero y explican la aguda crisis cambiaria con presiones y demandas de cobertura hasta entonces inéditas. Las ventas de reservas en el mercado oficial se acumularon a pesar de las restricciones de pago a las importaciones y los incentivos ofrecidos a exportadores. El retiro de depósitos en dólares del sistema financieros se aceleró. Los precios de los futuros del dólar se dispararon y desbordaron la intervención del BCRA a pesar de las promesas y declaraciones públicas de funcionarios del área económica. La huida de la deuda en moneda local se aceleró, alcanzando incluso a los instrumentos indexados por inflación (CER). El reflujo de los pesos que buscaban dolarizarse tendió a alocarse en instrumentos de cobertura cambiaria (duales, dólar-link y lediv). Los volúmenes operados y los tipos de cambio implícitos en los mercados paralelos (MEP-CCL) alcanzaron registros record. Incluso las acciones emergieron como un activo de cobertura ante una huida generalizada del peso. La magnitud de la corrida obligó a reacciones extremas por parte de las autoridades, que durante las últimas ruedas de mercado establecieron límites a la operatoria y fiscalizaciones que instauraron un cuasi feriado cambiario en los segmentos mayoristas de los dólares paralelos e ilegal.

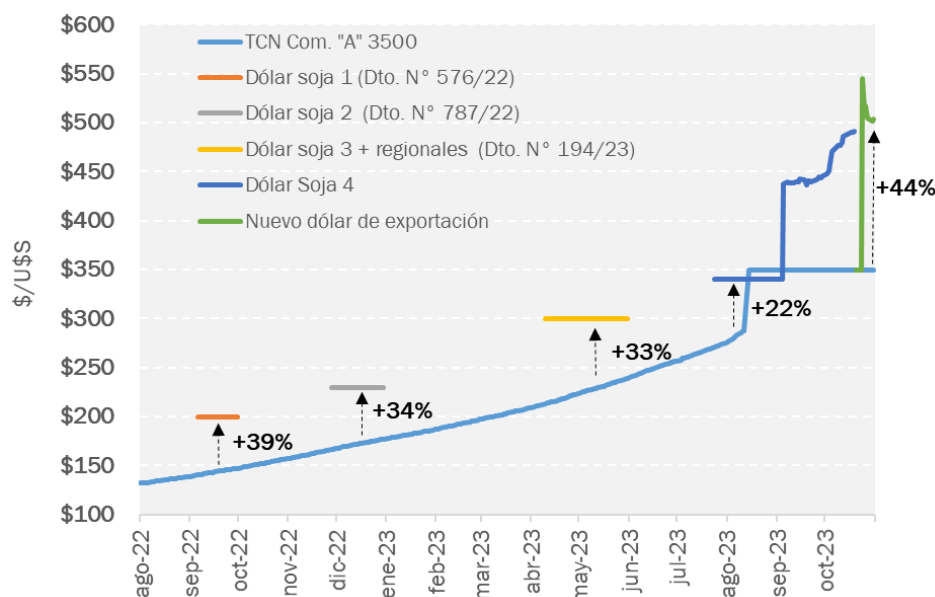
GRÁFICO 1. EVOLUCIÓN DE LA BRECHA CAMBIARIA MEP-OFCIAL MAYORISTA



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BCRA y BYMADATA

Contrariamente, el triunfo de Massa en las elecciones generales le dio una sobrevida al peso y trajo consigo una descompresión de la brecha cambiaria. La cotización del dólar paralelo que lucía lógica ante la inminencia de una dolarización pasó a ser extrema en vistas de los casi 30 días que separan a las generales del balotaje. Junto a la retracción de los dólares paralelos, se recuperó la deuda indexada por inflación que ofrecía oportunidades atractivas luego del tendal que dejó la corrida de las semanas anteriores. No obstante, el mercado oficial requirió igualmente de una significativa reorganización, explicitando los problemas y la necesidad de reforma del régimen cambiario vigente. El día posterior a los comicios se estableció un nuevo régimen especial de tipo de cambio para las exportaciones de bienes (DNU 549/2023) que permite liquidar el 30% de las divisas generadas por las exportaciones en los mercados financieros (MEP). La medida implica una significativa devaluación del tipo de cambio exportador (+44%), que tiene el doble objetivo de estimular la oferta de divisas en los mercados oficial y paralelos. Naturalmente, la decisión tendrá como contracara su impacto sobre los precios, en particular los de los alimentos que compiten con la exportación.

GRÁFICO 2. TIPOS DE CAMBIO OFICIALES DE EXPORTACIÓN



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BCRA y BYMADATA

REFORMA CAMBIARIA Y LO QUE DEJÓ LA DEVALUACIÓN DE AGOSTO

Los controles de cambio conforman regímenes dinámicos cuya evolución se encuentra influida tanto por los cambios regulatorios que imponen los intentos de elusión de los agentes económicos, como por la tentación de reforzar restricciones para evitar decisiones de política macroeconómica con costos en el corto plazo para los administradores. El régimen cambiario vigente en Argentina expresa dicha situación.

Actualmente se superponen capas de regulación que combinan controles y restricciones cuantitativas a la compra de divisas para diversos conceptos, con tributos específicos, tipos de cambio especiales, retenciones a cuenta de impuestos y eximiciones respecto de la obligación de liquidar en el mercado oficial. **Se trata de un conjunto de regulaciones que configura un entramado de control de cambios y desdoblamientos cambiarios que no solo se complejizó en extremo con el paso del tiempo, sino que carece en algunos de sus pilares de consistencia general.**

Es evidente que cualquier intento de estabilización que se proponga recuperar las funciones de la moneda nacional deberá incluir una reforma del régimen cambiario. La experiencia histórica muestra que la descompresión de estos regímenes demanda inequívocamente correcciones del tipo de cambio oficial. No obstante, lo ocurrido en agosto evidencia que no toda devaluación oficial permite descomprimir los controles. Ofrecemos a continuación nuestra interpretación respecto de los rasgos que tornaron fallido al salto devaluatorio de agosto.

(i) Mal momento para devaluar

Luego de resistir por casi dos años la implementación de un salto devaluatorio discreto, las autoridades se decidieron a realizarlo inmediatamente después de las elecciones primarias. Por fuera de las consideraciones políticas de la fecha seleccionada, cabe decir que el principal objetivo de una devaluación es mejorar la oferta y bajar la demanda de divisas. En agosto la economía se encontraba aun digiriendo los últimos meses de una sequía histórica por lo que era muy difícil esperar una reacción significativa de la liquidación de exportaciones ante la decisión y las importaciones se hallaban ya controladas vía controles.

(ii) El salto se quedó corto

En el caso de la oferta de dólares se suma la superposición de tipos de cambio diferenciales ofrecidos a los sectores exportadores con anterioridad, que hicieron que el incentivo de precios ofrecido llegara no solo a

destiempo, sino que luciera insuficiente. La seguidilla de regímenes especiales lanzados también con posterioridad a la devaluación evidencia este problema.

Algo similar ocurre en el caso de las importaciones en donde, pese a combinarse en distintos grados con la aplicación del impuesto PAIS, dieron por resultado un tipo de cambio que seguía luciendo “barato” en relación a los tipos de cambio paralelos. El sostenimiento e incluso la profundización de los controles sobre los pagos de importación aplicados con posterioridad al salto devaluatorio ratifican este diagnóstico.

(iii) La devaluación vino con más controles cuantitativos

Tal como señalamos anteriormente, el salto cambiario no logró mejorar el saldo de divisas ni por el lado de la demanda ni desde el lado de la oferta. Así, junto a la devaluación se aplicaron refuerzos de los controles cambiarios (en particular sobre los pagos de importación) y comenzaron a negociarse regímenes especiales de exportación que explican, en parte, la rápida reacción de los tipos de cambio paralelos y la ineffectividad de la devaluación oficial para reducir la brecha. En definitiva, **la devaluación no logró recuperar la significatividad de la señal de precios que debería ejercer el tipo de cambio oficial** e implicó seguir incrementando la importancia de los mercados paralelos.

(iv) No redujo las expectativas de devaluación

Entre los pocos mensajes oficiales que acompañaron a la decisión de devaluación sobresale el que estableció el fin de las depreciaciones diarias y el congelamiento del nuevo valor hasta el mes de noviembre (en consonancia con el balotaje presidencial). Ante una dinámica de precios que alcanzaría niveles superiores al 12% mensual, el tipo de cambio oficial asumió una tendencia a la apreciación real rápidamente percibida como insostenible. Adicionalmente la relación entre el cronograma electoral y las fechas anunciadas de congelamiento tendieron a acrecentar el componente político de las expectativas de devaluación, estableciendo *de facto* una nueva fecha de devaluación o bien tras las elecciones generales o bien tras el balotaje, dependiendo del resultado.

(v) Ausencia de comunicación oficial

La decisión de devaluación se vio acompañada de un prolongado silencio por parte de las autoridades, que realizaron las primeras comunicaciones oficiales más de 24 horas después de la decisión en una conferencia de prensa que no contó ni con la presencia del ministro de economía ni del presidente del BCRA. Incluso, aunque el paso del tiempo permitió evidenciar que el objetivo casi exclusivo era atender un pedido del FMI para destrabar el cronograma de desembolsos, la falta de comunicación incluyó también a esta cuestión, en tanto la aprobación definitiva del desembolso por parte del Directorio del organismo se demoró otras dos semanas. Los déficits en la comunicación oficial respecto de los objetivos y mecanismos de compensación tendieron a acrecentar la incertidumbre durante un período clave en el que suele definirse el traslado a precios y la dinámica de la brecha tras la devaluación.

Los cinco puntos enunciados permiten explicar los magros efectos de la devaluación sobre la brecha cambiaria y su elevado impacto sobre la dinámica de precios. **En este marco la decisión terminó por funcionar exclusivamente para satisfacer una demanda del FMI y destrabar la presión financiera del acreedor, al costo de subir casi inmediatamente un escalón la nominalidad de la economía argentina.**

Se evidencia entonces que para comenzar a destrabar el régimen cambiario en curso, se requiere no solo la decisión de devaluar, sino también atender una serie de lineamientos vinculados mayormente a: (i) recuperar la relevancia del tipo de cambio oficial como señal de precios para las operaciones; (ii) repriorizar el esquema de asignación de divisas; y (iii) migrar crecientemente de un esquema donde dominan las restricciones cuantitativas y asimétricas a esquemas de administración por precio.

PERSPECTIVAS 2024 DE CARA A UNA REFORMA CAMBIARIA

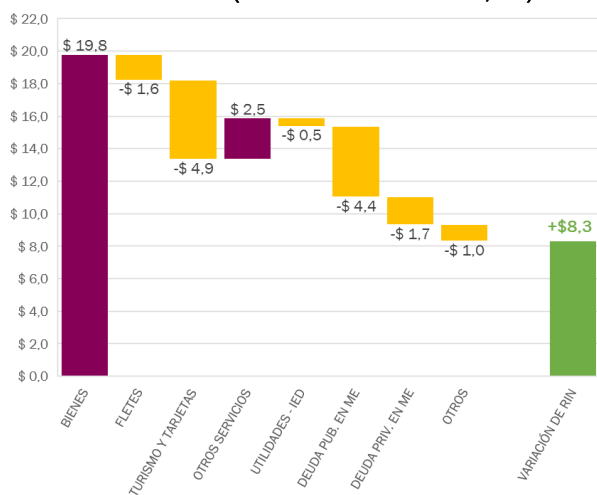
La agenda de reforma cambiaria que se abrirá tras los comicios deberá asentarse sobre un escenario delicado en el que se combinan debilidades y oportunidades. En el caso de las debilidades sobresale: (i) la frágil posición de reservas; (ii) los compromisos de deuda externa, y (iii) los pasivos en dólares de corto plazo (públicos y privados)

asumidos en el último año. En el caso de las oportunidades destacan: (i) la esperada normalización de la producción agropecuaria; (ii) la mejora del saldo energético, y (iii) el crecimiento de las exportaciones mineras.

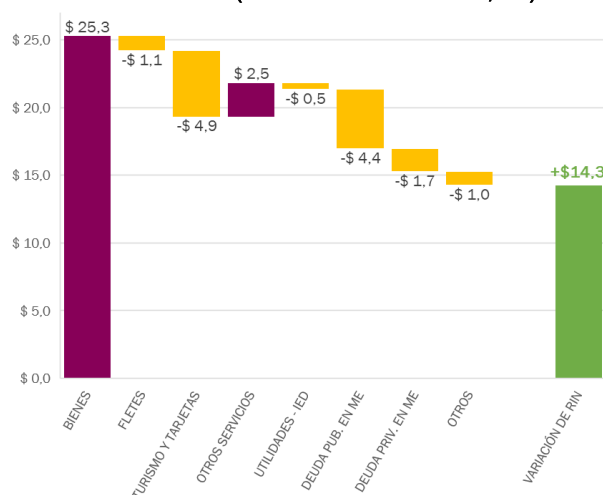
Bajo estos criterios pueden establecerse dos escenarios alternativos para el mercado de cambios en el que se comparan rangos de devaluación del dólar oficial (o de reducción de la brecha cambiaria) y magnitudes de recesión implícitas en cada escenario. Los escenarios buscan ofrecer una primera cuantificación de los posibles aportes de la cuenta corriente cambiaria a la acumulación de reservas.

En el primer escenario, se asume una devaluación que reduce a la mitad la brecha cambiaria, acompañada de una caída del PIB de 2,6% (similar a las registradas en 2014 y 2016). En este caso podría alcanzarse una acumulación de reservas de alrededor de U\$S8 mil millones sobre la base de la mejora del superávit de bienes que generan las mejoras en las exportaciones y el efecto recesivo sobre las importaciones. En el segundo escenario, en el que se supone una devaluación que permite una reducción de la brecha cambiaria al 20% y una caída del PIB del 4,6% (prácticamente duplica las experiencias referenciadas) el potencial de acumulación de reservas se incrementa significativamente a más de U\$S14 mil millones de la mano de la mayor recesión.

ESCENARIO 1 (BRECHA 50% Y PIB -2,6%)



ESCENARIO 2 (BRECHA 20% Y PIB -4,6%)



La concreción de estos escenarios supone garantizar la normalización de las liquidaciones y flujos de dólares en escenarios en los que la brecha cambiaria, aunque se reduce, no se elimina. Adicionalmente, será fundamental propiciar un proceso normalización financiera y una estrategia para dar tratamiento a los stocks de deuda de corto plazo acumulados en los últimos meses.

Las estimaciones presentadas sugieren que el sector externo ofrecerá en 2024 condiciones de oportunidad para poner en marcha una estrategia de estabilización. No obstante, como venimos sosteniendo en informes anteriores, es importante destacar que un programa de estabilización debe contener varias dimensiones de política adicional para ser exitoso, tales como la política de ingresos, fiscal, monetaria, compensatoria y desindexatoria, entre otras.