

ANATOMÍA DE LA PAZ CAMBIARIA

RESUMEN

- *En Argentina el precio del dólar (en sus distintas variantes) determina una parte importante del pulso y sentimiento económico. Transcurridos cuatro meses del nuevo gobierno se observan buenos resultados en el plano cambiario que son la contracara de la crisis de ingresos y actividad.*
- *Tras la devaluación de diciembre el gobierno logró imponer un ritmo de depreciación diaria muy por debajo de la inflación (que utiliza para anclar precios), mejoró significativamente la posición de reservas, mantuvo los dólares financieros en calma y redujo considerablemente la brecha cambiaria.*
- *La estrategia respecto de la deuda comercial de importadores emerge como uno de los puntos cuantitativamente más relevantes. En un período en el que las compras del BCRA suelen ser escasas, la postergación de pagos de importación explica el excedente de dólares que pudo adquirir el BCRA (U\$S 11.000 millones).*
- *A pesar de prescindir de las intervenciones directas del BCRA sobre la brecha, las nuevas autoridades articularon un esquema a partir del cual vuelcan a los mercados paralelos una cuantía muy significativa de dólares oficiales (mucho mayor que la de sus antecesores). Por esta vía se han mantenido a raya las cotizaciones de los dólares paralelos y se construyó la baja de la brecha.*
- *El paulatino agotamiento del proceso de acumulación de nueva deuda comercial y la muy significativa cantidad de dólares que se vuelcan al control de los dólares paralelos, anticipan un punto de definición para la estrategia cambiaria hacia finales de abril aun en un año cambiario superavitario. En ese marco el gobierno deberá elegir entre dos caminos: (i) priorizar la acumulación de reservas y asumir costos de corto plazo en vista de sentar las bases de una reforma monetaria que sustente una desinflación de shock; (ii) sostener el status quo en vistas de extender el proceso de desinflación a costa de asumir una estrategia desinflacionaria más gradual y con posibles contramarchas.*

LA PAZ CAMBIARIA Y EL CAMBIO DE ESTACIONALIDAD DEL MERCADO DE CAMBIOS

En Argentina, economía bimonetaria, el precio del dólar (en sus distintas variantes) determina una parte importante del pulso y sentimiento económico. Cuando la cotización del dólar se descontrola, el clima económico (y político) se torna espeso y difícil de tolerar para quienes conducen la política económica. Por el contrario, la estabilidad cambiaria trasmite a las autoridades un aura superpoderosa, que la historia demuestra suele ser efímera.

Transcurridos cuatro meses del nuevo gobierno se observan resultados muy positivos en el plano cambiario que constituyen la contracara de la crisis de ingresos y actividad. La performance no debe sorprender, como señalamos en informes anteriores, el actual esquema económico puede interpretarse como un programa de transición en el que el “saneamiento del BCRA” es el objetivo priorizado (Ver Informe Marzo-24).

A diferencia de otras aristas de la política económica, el enfoque cambiario resulta pragmático y combina aspectos ortodoxos (una maxi devaluación) con otros menos convencionales (sostenimiento a rajatabla de controles, postergación de pagos de importación y canalización de dólares oficiales al mercado paralelo). Así, tras la devaluación, el gobierno logró imponer un ritmo de depreciación diaria muy por debajo de la inflación que utiliza para anclar precios, mejoró significativamente la posición de reservas, mantuvo los dólares financieros en calma y redujo considerablemente la brecha cambiaria.

Al cierre del primer trimestre la nueva gestión del Banco Central acumuló compras de divisas por U\$S11.143 millones desde su asunción, que se tradujeron en un incremento de reservas netas por alrededor de U\$S8.500 millones tras los pagos de deuda en dólares a acreedores privados y organismos internacionales. En simultáneo, los

tipos de cambio financieros (MEP-CCL), que suelen dominar la evolución del dólar informal (blue), se mantuvieron relativamente estables, consolidando una reducción de la brecha cambiaria hasta niveles de 20-25%, muy por debajo del promedio del período anterior (80-85%).

GRÁFICO 1 – RESERVAS NETAS CON Y SIN VENCIMIENTOS BOPREAL (12M)

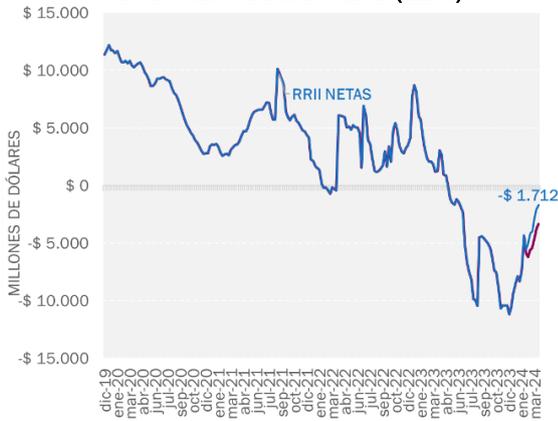
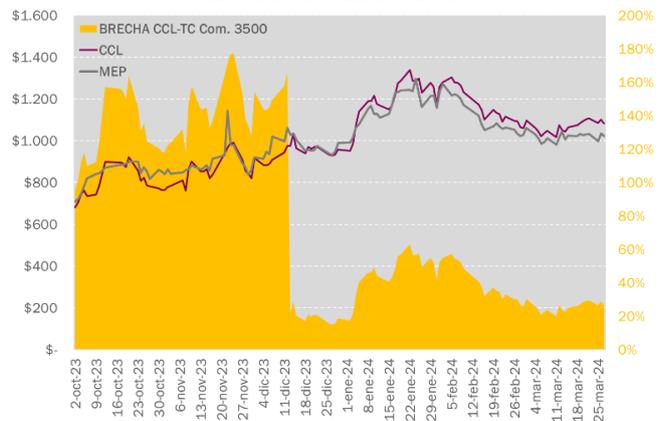


GRÁFICO 2 – TIPOS DE CAMBIO FINANCIEROS Y BRECHA RESPECTO DEL OFICIAL

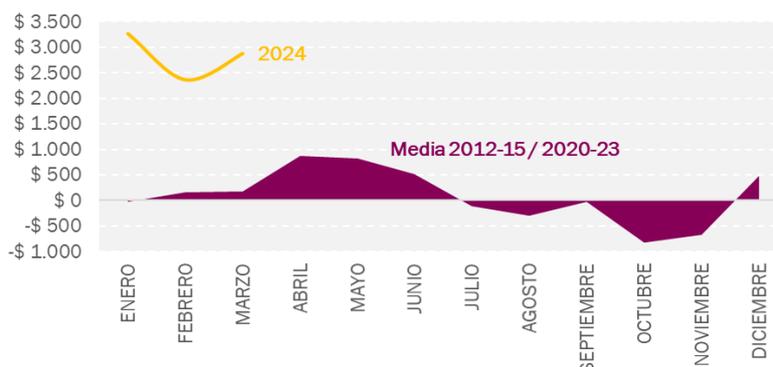


Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BCRA y BYMA

La estrategia y los resultados cambiarios se ordenaron a través de cinco definiciones: (i) la maxi-devaluación que llevó el dólar financiero a niveles cercanos al paralelo; (ii) el sostenimiento a rajatabla de los controles cambiarios; (iii) la restricción de acceso al mercado de cambios oficial para el repago de deudas comerciales originadas en el anterior gobierno; (iv) la postergación de nuevos pagos de importación que configuran un nuevo impulso a la deuda comercial; (v) la canalización de una importante cantidad de dólares oficiales a la contención de los dólares financieros, es decir al control de la brecha.

Dichas decisiones, junto a la recesión, la normalización de la cosecha y las mejoras en el saldo energético permitieron al gobierno alterar la tradicional estacionalidad del mercado de cambios argentino, acumular reservas y mantener la brecha bajo control. Mientras que en otros años de vigencia de controles de cambio (2012-15 y 2020-23) el Banco Central compró un promedio de U\$S300 millones de dólares a lo largo del primer trimestre del año, en 2024 adquirió U\$S8.500 millones¹.

GRÁFICO 3 – COMPRAS DEL BANCO CENTRAL EN EL MERCADO DE CAMBIOS



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BCRA

¹ El promedio de compras en años de cepto entre diciembre y marzo es de U\$S800 millones, que contrasta con los U\$S10.600 millones de 2024.

ENFOQUE POCO CONVENCIONAL PARA LA DEUDA COMERCIAL DE IMPORTADORES

La **estrategia respecto de la deuda comercial de importadores** emerge como uno de los puntos cuantitativamente más relevantes. La deuda comercial surge de la relación de las empresas locales con sus proveedores internacionales, y se suele estimar a partir de la discrepancia entre las importaciones que efectivamente ingresan al país (devengadas) y las pagadas². Por medio de la administración de los plazos de acceso al mercado de cambios para operaciones de comercio exterior, el Banco Central cuenta con una herramienta para forzar la toma de deuda por parte de las empresas con sus proveedores. Así, al restringirse el acceso al mercado de cambio por parte de los importadores se genera una menor demanda de dólares en el mercado que redundará en un excedente cuya contrapartida es la deuda de empresas locales con sus proveedores internacionales. **Dicha estrategia fue ampliamente utilizada por la gestión económica anterior, y es ahora replicada por las nuevas autoridades.**

El nuevo equipo económico decidió en primer lugar negar el acceso al mercado de cambios para el repago de la deuda comercial heredada (contraída con anterioridad al 13 de diciembre de 2023). Para instrumentar esta decisión lanzó el BOPREAL, un bono en dólares del Banco Central que entregó a importadores a cambio de desistir del derecho a pagar dichas deudas. El BOPREAL planteó para las empresas dos alternativas: o bien acordar con sus proveedores internacionales un cronograma de repago ajustado al calendario de vencimiento de las distintas series del bono, o bien la posibilidad de utilizarlo como instrumento para la compra de dólares financieros (CCL) sin que dicha operación afecte la restricción cruzada para seguir operando en el mercado oficial (uno de los pilares fundamentales del actual control de cambios).

Sobre un objetivo anunciado de colocación de U\$S 10.000 millones de BOPREAL, el Banco Central lleva emitidos U\$S7.981 millones de bonos que le permitieron postergar el acceso al mercado de cambios por la deuda contraída durante el gobierno anterior.

En paralelo a la decisión de postergar o canalizar fuera del mercado oficial las deudas comerciales heredadas, el gobierno puso en marcha una nueva ronda de financiamiento comercial forzoso a través de la Comunicación "A" 7917 del BCRA. El esquema impone a la mayoría de las empresas pagar las importaciones en cuatro cuotas mensuales desde el ingreso aduanero y la obligatoriedad de pagar a 180 días las importaciones del sector automotriz (aproximadamente U\$S700 millones mensuales).

El nuevo cronograma de acceso al mercado de cambios permitió generar una diferencia muy significativa entre importaciones y pagos de importaciones entre diciembre 2023 y febrero 2024. De un total de U\$S12.313 millones de importaciones, se pagaron apenas U\$S3480 millones. Es decir, que se acumuló nueva deuda comercial de las empresas por U\$S8.833 millones, que se estima rondaría los U\$S11.000 millones a finales de marzo.

GRÁFICO 4 – COLOCACIONES DE BONO PARA DEUDA COMERCIAL HEREDADA (BOPREAL)

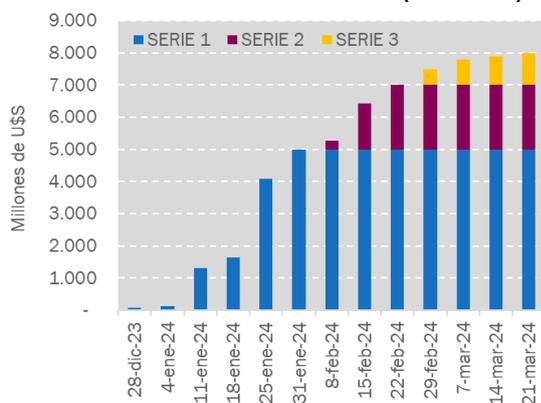
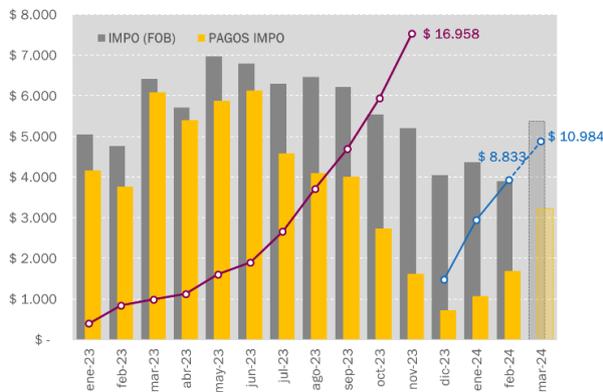


GRÁFICO 5 – IMPORTACIONES, PAGOS Y DEUDA COMERCIAL ACUMULADA



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BCRA e INDEC

² En la medida que los pagos superen a las importaciones se acumula nueva deuda en cabeza de las empresas, en tanto cuando los pagos superan a las importaciones se registra un proceso de desendeudamiento.

La similitud entre el monto de compras de divisas que acumula el BCRA entre diciembre 2023 y marzo 2024 (U\$S10.590 millones) y la acumulación de nueva deuda comercial por importaciones (U\$S11.000 millones) es elocuente y expresa la importancia que asumió esta estrategia en el resultado cambiario obtenido. Así, en un período en el que las compras del BCRA suelen ser escasas (promedio histórico de U\$S800 millones), la postergación de pagos de importación explica el excedente de dólares que pudo adquirir el BCRA.

La relevancia cuantitativa del proceso desató naturalmente el **debate respecto cuándo deberá repagarse dicha deuda de importaciones y cuán sostenible es el resultado obtenido**. En primer lugar, cabe mencionar que en tanto y en cuanto se mantenga la vigencia de la Comunicación “A” 7917 (es decir los controles), la acumulación de nueva deuda comercial tenderá a reducirse, aunque el saldo acumulado no se revertirá. Esto es así debido a que todo nuevo flujo de importaciones debe financiarse con los mismos criterios de financiación (obliga a los importadores a estabilizar estos niveles de endeudamiento comercial). De esta forma, en un contexto de sostenimiento de los controles cambiarios, el repago de dicha deuda no debería transformarse en un foco de presión sobre el mercado de cambios de corto plazo.

No obstante, el gobierno ha puesto en agenda el desarme de los controles cambiarios por lo que cabe preguntarse si en ocasión del levantamiento del cepo esa deuda se transformará en una demanda efectiva para el mercado de cambios. En este punto creemos que dada la importancia que asigna la gestión actual a la acumulación de reservas, la experiencia del BOPREAL podría replicarse ante un levantamiento de los controles buscando dosificar esa demanda de divisas en el tiempo y reforzar el proceso de esterilización de pesos. Así, a nuestro entender luce bastante improbable que los casi U\$S11.000 millones de dólares de reservas acumulados como resultado de la deuda forzosa de empresas sea demandado de forma súbita en el mercado oficial en el corto plazo.

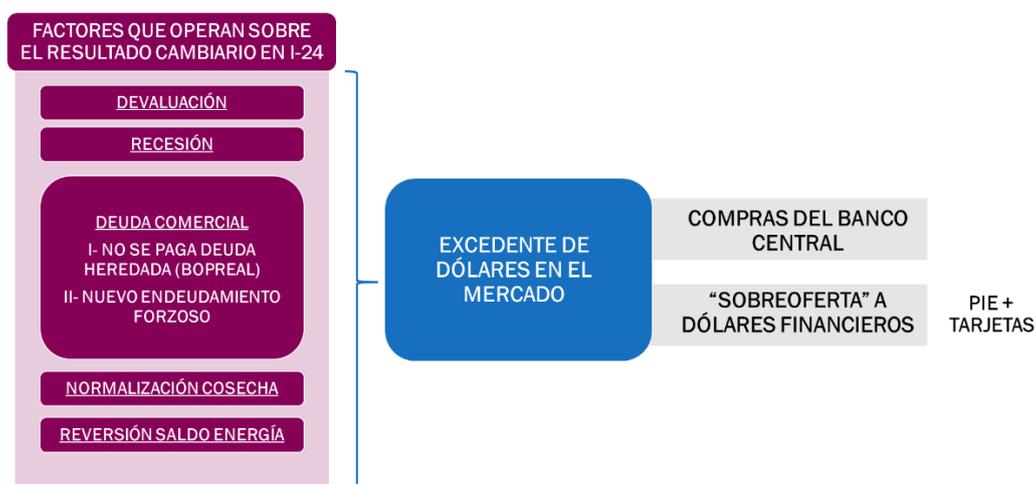
LA SOBREFERTA DE DÓLARES OFICIALES SOBRE LA BRECHA

Junto a la acumulación de reservas apalancada en el endeudamiento comercial, el gobierno cuenta durante este año con un conjunto de factores que mejorarán significativamente el saldo de divisas. En primer lugar, aparece la normalización de la cosecha, con un aporte significativo en los primeros meses de la mayor exportación de trigo. En segundo lugar, la reversión del saldo energético, impulsado por el dinamismo de la producción y exportación de petróleo y las obras de infraestructura que permiten sustituir importaciones de gasoil. Finalmente, completa el panorama la recesión, que reduce la demanda de importaciones e incrementa saldos exportables. Sobre la base de estos excedentes el gobierno construyó otro de los rasgos destacados de su estrategia cambiaria: **la reducción de la brecha y la estabilidad de los dólares financieros**.

Tras la fuerte devaluación del dólar oficial, el equipo económico recalibró el esquema por el cual la gestión anterior volcaba dólares oficiales a la contención de la brecha cambiaria. En este marco, a pesar de prescindir de las intervenciones directas que caracterizaron la era Guzmán y Massa, articuló un esquema a partir del cual, una porción muy significativa de dólares otrora canalizados en el mercado oficial abastece a los mercados de dólar financiero (MEP-CCL), que suelen dominar también la cotización del dólar informal (blue).

Los mecanismos utilizados fueron fundamentalmente dos: (i) el Programa de Incremento Exportador (PIE), y (ii) el sostenimiento de la liquidación de dólares provenientes de gastos de turismo y con tarjeta de extranjeros en el país en el mercado financiero.

DIAGRAMA 1- ESQUEMA CAMBIARIO I-24



Fuente: Elaboración propia

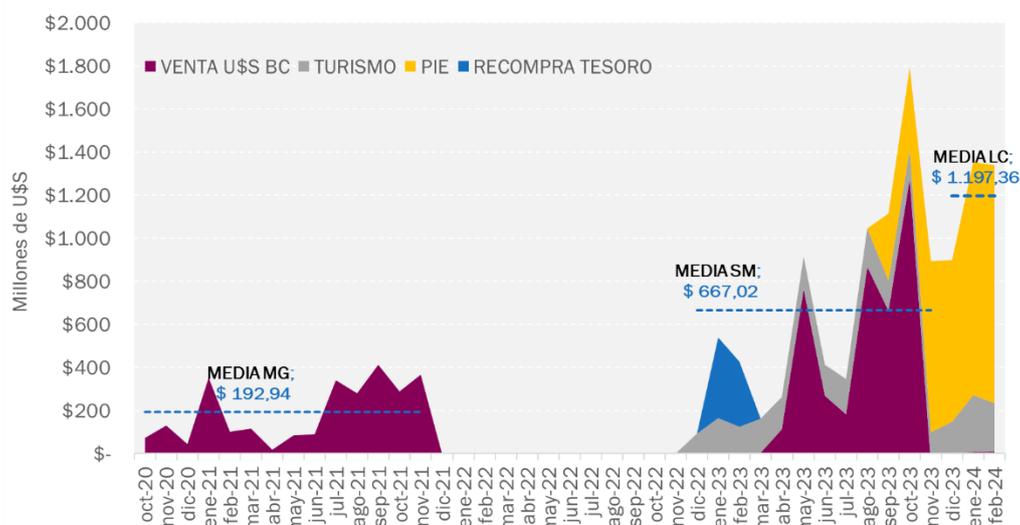
El PIE en su versión del 13 de diciembre (DNU 28/2023) habilitó la liquidación del 20% de las exportaciones a través de los mercados del dólar financiero, conformando lo que coloquialmente se conoce como "dólar blend" (mezcla de 80% de dólar oficial y 20% de dólar financiero). Este mecanismo heredado de la gestión anterior, se propone mejorar el tipo de cambio exportador y volcar oferta de dólares a los mercados paralelos, eludiendo la resistencia del FMI respecto de las intervenciones directas. Tras el cambio de gestión, el esquema se transformó, dada su envergadura, más en un mecanismo de contención de la brecha cambiaria que de premio a los exportadores. Así, con exportaciones que promediaron entre diciembre y febrero los U\$5.400 millones, se volcaron a los mercados financieros alrededor de U\$1.080 millones por mes.

En simultáneo, las autoridades sostuvieron la vigencia de la Comunicación "A" 7630 de noviembre de 2022 que exceptúa de la obligación de liquidar en el mercado de cambios oficial los ingresos de divisas por gastos turísticos y con tarjeta de no residentes. Esta medida implica que los dólares que genera el turismo receptivo (a través de paquetes turísticos, pasajes y pagos con tarjeta de bancos extranjeros) se liquiden en el mercado de dólar financiero (favoreciendo la formalización de operaciones), y aportando en los últimos meses un promedio mensual de U\$212 millones que se vuelcan a la contención del dólar financiero.

La combinación de estos dos mecanismos (PIE + dólar turista) abastece con una oferta de dólares de alrededor de U\$1.300 millones mensuales los mercados de dólar paralelo. Se estima que, dado el sostenimiento de las restricciones de operación de la CNV, dichos mercados solían canalizar una demanda de entre U\$900-1200 millones de dólares mensuales. Así, la oferta que vuelca el gobierno más que supera la demanda normal del mercado. Estas circunstancias explican la "sobreoferta" y dan cuenta de por qué, aún ante situaciones que podrían haber significado un revés para las autoridades (retiro de ley omnibus o rechazo del DNU en el senado), la cotización del dólar financiero se mantuvo en calma³.

Vista en perspectiva la cantidad de dólares que la gestión actual vuelca a los dólares financieros supera los registros de la gestión anterior en sus distintas etapas. Mientras que en las intervenciones de la era Guzmán las ventas de dólares directos del BCRA representaron un promedio de U\$192 millones mensuales (con picos de U\$400 millones entre 2020-21) y la de Massa un promedio de U\$667 millones mensuales (con picos en el período electoral de 2023 de U\$1.800 millones), el promedio actual se estima en U\$1.190 millones, muy por encima de los anteriores.

³ De hecho, el único momento de tensión sobre la brecha cambiaria se produjo en el mes de enero cuando el mercado del dólar paralelo debió digerir la decisión de que las deudas viejas se canalizarían a través del BOPREAL y se impondría un nuevo esquema de postergación de pagos. Cabe suponer que en dicho contexto un gran número de empresas debieron volcar demanda a estos mercados para normalizar su relación con proveedores y dar pie al inicio de un nuevo esquema.

GRÁFICO 6 – DÓLARES OFICIALES ORIENTADOS A LA CONTENCIÓN DE LA BRECHA


Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BCRA

La magnitud de la oferta de dólares que se vuelcan a los mercados financieros actualmente abre al menos dos preguntas importantes hacia adelante. En primer lugar, su magnitud pone en duda su sostenimiento más allá del período en el que el abultado excedente de dólares se encuentra garantizado por el impulso al endeudamiento comercial forzoso. Sacrificar mensualmente alrededor de U\$S1.200 millones para la contención de la brecha erosionaría el proceso de acumulación cuando ya no se cuente con los aportes de los casi U\$S2.750 millones promedio que viene aportando la deuda comercial, a pesar de la aparición de la liquidación de dólares del agro.

En segundo lugar, al analizar los registros de dólares que se volcarían a los mercados paralelos (U\$S16.422 millones) se observa que los mismos se alinearían con los niveles de demanda para formación de activos externos (FAE) de la economía argentina en años “normales” de liberalización cambiaria. En tanto el gobierno esté dispuesto a volcar a los mercados paralelos montos similares a los que demandaría la FAE en condiciones de apertura del cepo, se entiende que algunos especialistas aboguen por la eliminación los controles. En este sentido cabe señalar dos argumentos que podrían justificar la negativa del gobierno a avanzar en esta dirección. Primero, en el contexto actual existen agentes económicos que siguen sin poder acceder a los mercados paralelos (principalmente empresas con acceso al MLC) que sí podrían demandar divisas en el caso de liberalización de los controles. En segundo lugar, bajo el esquema actual el gobierno se encuentra en condiciones de reducir la cantidad de dólares que decide volcar a los paralelos sin afectar el tipo de cambio oficial. Esta circunstancia que no se verificaría en el caso de la apertura del cepo. Por otra parte, no debe perderse de vista que el gobierno se encuentra en condiciones de volcar esa cantidad de dólares a los mercados paralelos en un año donde la normalización de la cosecha, la acumulación de nueva deuda comercial y la recesión lo permiten. Nada garantiza que dichas circunstancias se repliquen en 2025 de cara a un año electoral donde la dolarización de carteras suele ser mucho más aguda. Así, la calma cambiaria se sostiene en la decisión de abastecer una gran demanda de FAE, que sólo resulta atendible en períodos donde la contracción de la actividad, los buenos precios de la cosecha o los moderados compromisos de deuda lo permiten.

TIEMPOS DE DEFINICIÓN Y SENDEROS QUE SE BIFURCAN

Tal como señalamos anteriormente, hacia finales del mes de abril cabe esperar que el proceso de acumulación de nueva deuda comercial tienda a agotarse reduciendo el aporte de este componente a la recomposición de reservas.

Aunque la expectativa es que los límites de este proceso se superpongan con el inicio de la estacionalidad positiva del mercado de cambios que trae consigo la liquidación de la cosecha gruesa, la magnitud de la oferta de dólares que vuelca el actual esquema cambiario a los mercados paralelos resentiría el proceso de acumulación de reservas en lo que resta del año.

Así, hacia finales del mes comenzará a cerrarse una primera etapa de la estrategia cambiaria del gobierno que requerirá algún tipo de definición por parte de las autoridades. En términos estilizados identificamos dos caminos extremos. En el primer camino se sostiene el *status-quo* en vistas de priorizar la estabilidad cambiaria y de la brecha (y la contención de la inflación) a costa de una menor acumulación de reservas. Contrariamente, el camino alternativo implicaría priorizar la acumulación de reservas en vistas de sentar las bases de una reforma monetaria radical que se mantiene en agenda (competencia de monedas-nueva convertibilidad-dolarización). **La elección entre estos dos caminos plantea desafíos de corto plazo diferentes y podría empezar a delinear la impronta del esquema de estabilización que sucederá a la actual etapa de transición.**

DIAGRAMA 2- ESCENARIOS PARA LA ESTRATEGIA CAMBIARIA



Fuente: Elaboración propia

En caso de optarse por un esquema que mantiene el *status quo* para reforzar el rol y la potencia del ancla cambiaria sobre la inflación, el gobierno deberá enfrentar más temprano que tarde los problemas de sostenibilidad que plantea el proceso de apreciación cambiaria. Aun suponiendo que se consigue convencer al sector agropecuario de que liquide la cosecha a los niveles de tipo de cambio actual, la apreciación cambiaria se tornará muy probablemente desestabilizantes hacia finales de año cuando el mercado de cambios asume un sesgo deficitario.

Este camino abre la posibilidad de un proceso de desinflación más robusto en el corto plazo (gracias a los efectos del ancla cambiaria y la estabilidad de la brecha), que deberá enfrentar los desafíos de una revisión y actualización hacia el último trimestre del año. Dada la menor acumulación de reservas se alejaría del escenario una reforma monetaria radical que reduzca la inflación en forma de shock. Nuestras proyecciones arrojan que el sostenimiento del esquema de sobreoferta de dólares en los mercados paralelos (PIE y "blend") podría además generar problemas para el cumplimiento de la meta de reservas comprometida con el FMI de sostenerse más allá de septiembre.

Por el contrario, el camino de priorización de la acumulación de reservas requeriría una revisión del esquema cambiario en el muy corto plazo (¿finales del mes de abril?). En especial, la reducción o eliminación del porcentaje de exportaciones que se canalizan en los mercados financieros implicaría una baja del tipo de cambio nominal de exportación difícil de digerir para el sector agropecuario que demanda mejores condiciones de precio para liquidar su cosecha. De esta forma, no puede descartarse alguna forma de salto cambiario que intente compensar los efectos de la eliminación del "blend" (¿y que se presente como un paso intermedio a la liberalización de controles?). Dicha corrección cambiaria se sumaría al cronograma de actualización de tarifas de servicios públicos e interrumpiría el proceso de desinflación. Además, la menor oferta en los mercados paralelos abriría un interrogante respecto de la evolución de la brecha cambiaria. En este sendero, la tolerancia social y política al esquema podría resentirse tempranamente en un momento en el que el gobierno busca consolidar sus intentos de reforma, no obstante, se sentarían bases más sólidas para una reforma agresiva hacia finales de año gracias a la acumulación de reservas.

Sea como sea, la programación cambiaria del año parece alejar del horizonte de corto plazo la inestabilidad y los riesgos que asumen otras dimensiones de la política económica, tales como la sostenibilidad del resultado fiscal en un contexto recesivo, la desinflación en el marco de una suba de tarifas de servicios públicos, o la recomposición de ingresos en el marco de una severa recesión.