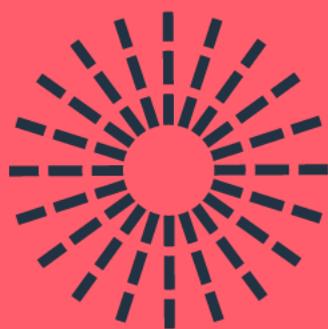




**SEPTIEMBRE** 2024

# Primavera financiera **otoño cambiario**



## Resumen

- Luego de las turbulencias de julio, el gobierno logró encadenar una primavera financiera que se sostiene hasta la actualidad. Se conjugaron para ello un mejor clima financiero global y los efectos del blanqueo sobre las cotizaciones de activos financieros locales.
- Hacia adelante, el mercado de cambios oficial amenaza con tensarse. Tras un agosto inusual por la postergación de pagos de importación que trajo el anuncio de baja del Impuesto PAIS, septiembre acumula ventas por U\$S214 millones.
- El camino hasta fin de año será difícil. Con el mercado internacional de crédito cerrado, menores liquidaciones del agro y una lista de exigencias del FMI difícil de digerir para el gobierno, la apuesta será reciclar los dólares que aporte el blanqueo al sistema financiero local. Estímulo al crédito bancario y colocaciones corporativas en dólares podrían morigerar el faltante de divisas de los próximos meses.
- Nuestras proyecciones anticipan ventas del BCRA en el mercado y caídas de reservas netas durante los próximos tres meses. Se trata de una variable sensible que afectó la dinámica del riesgo país en el período mayo-julio. El resultado final de reservas en el año será muy dependiente de la evolución del financiamiento en dólares local y los desembolsos de organismos internacionales (estimamos baja adicional de entre U\$S 1.000-3.000 millones según el escenario).
- Más allá de diciembre el sostenimiento del esquema cambiario luce muy improbable. Volcar la totalidad del superávit comercial a los mercados financieros (80-20 de exportaciones) y hacer frente a un cronograma de pagos de deuda externa creciente arroja un faltante difícil de financiar bajo las actuales condiciones (U\$S19,7 mil millones de dólares para 2025). Transitar un año electoral con esas perspectivas luce arriesgado.
- La apuesta del equipo económico continúa siendo el refuerzo del compromiso fiscal y un ajuste monetario que se anuncia, pero no se materializa. En este contexto, no pueden descartarse cambios en el enfoque cambiario si la llamada "dolarización endógena" no funciona como se espera.
- Sea como sea, frente a un escenario de ventas en el mercado de cambios para los próximos meses e incertidumbre sobre el futuro del esquema cambiario en 2025, esperamos que la primavera financiera se vea amenazada.

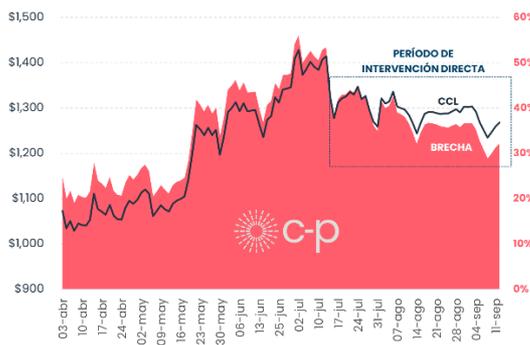
# Primavera financiera

Luego de la turbulencia de julio, el gobierno logró encadenar una primavera financiera que se sostiene hasta la actualidad. De esta forma, transitó en paz el primer mes y medio de estacionalidad mala del mercado de cambios, amortiguando también las malas noticias que llegaron de la mano del agotamiento del proceso de desinflación.

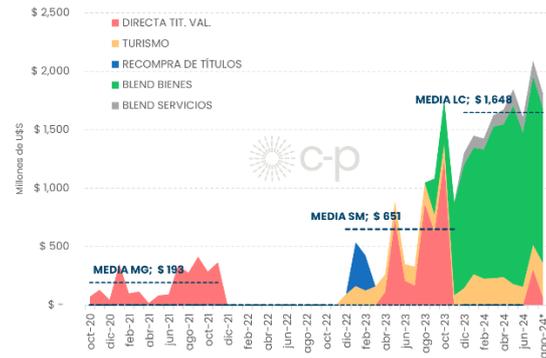
A mediados de julio el equipo económico puso en marcha un mecanismo de intervención directa sobre los mercados de dólares financieros. De esta manera, complementó a través de la venta directa de dólares la oferta que se canaliza a través del *blend* de exportaciones (80-20) y el régimen especial de turismo.

La oferta de dólares oficiales en el mercado paralelo alcanzó así un nuevo record en julio de U\$S 2.092 millones (U\$S 308 mill. de ventas directas, U\$S 1.577 mill. del *blend* y U\$S 207 mill. de turismo y pasajes). De esta forma, tras un período de alza del dólar paralelo que convulsionó el esquema económico, los dólares financieros (CCL y MEP) se estabilizaron y la brecha cambiaria se redujo desde picos del 56% hasta el 30% actual.

**GRAF. 1 - CCL y brecha cambiaria**



**GRAF. 2 - Intervención sobre la brecha**



Fuente: C-P Consultora sobre la base de BCRA y BYMADATA

Los efectos de la intervención directa sobre los mercados de dólar financiero, se vieron luego potenciados por la mejora en el clima financiero global. A partir de la segunda semana de agosto, la prima de riesgo país de las principales economías de la región mostró una tendencia a la baja que alcanzó también a la economía argentina<sup>1</sup> (ver Gráfico 3).

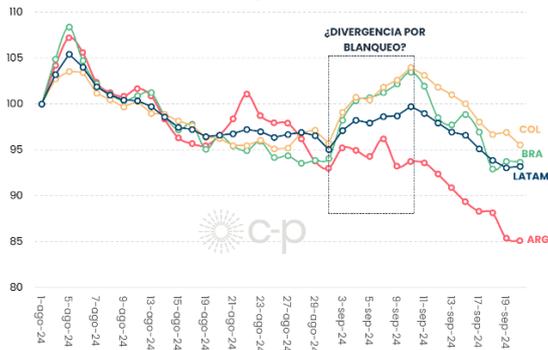
Posteriormente, los efectos del blanqueo posibilitaron una potenciación en la dinámica financiera local respecto del clima regional. Desde entonces, el riesgo país de la Argentina mantuvo su senda descendente incluso en períodos en que los países de la región revertían parcialmente el proceso.

Tal como destacaron las autoridades, el blanqueo en curso no tiene como principal motivación la recaudación fiscal. **Se busca, por el contrario, atraer al sistema financiero**

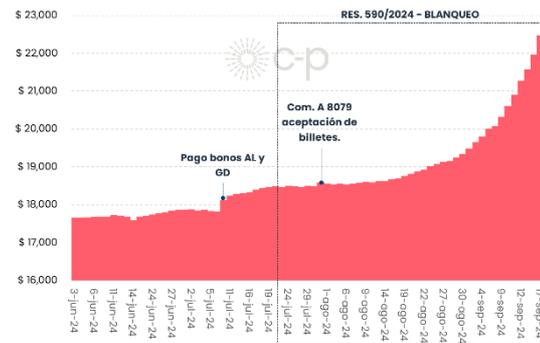
<sup>1</sup> La mejora de agosto tiende a revertir los resultados del mes previo cuando la incertidumbre generada por la decisión de reducir la tasa de interés del Banco de Japón y las dudas respecto del futuro de la política monetaria en los Estados Unidos redujeron el apetito por el riesgo en economías emergentes.

**local parte de la liquidez en moneda extranjera atesorada por los argentinos.** En ese marco deben entenderse los bajos costos impositivos concertados, las facilidades para invertir el dinero blanqueado en un amplio abanico de activos financieros y la creativa decisión de favorecer la bancarización de dólares en mal estado (Com. "A" 8079 del BCRA).

**GRAF. 3 - Riesgo país de países seleccionados (1-ago=100)**



**GRAF. 4 - Depósitos en dólares del sector privado (mill. U\$S)**



Fuente: C-P Consultora sobre la base de BCRA y BYMADATA

Los resultados del blanqueo comenzaron a expresarse en la dinámica de los depósitos en dólares. Desde mediados de agosto los depósitos del sector privado en moneda extranjera se incrementaron U\$S 3.855 millones. La posibilidad de invertir en activos financieros locales los recursos blanqueados explica también el impacto favorable sobre las cotizaciones de un mercado financiero relativamente pequeño.

El incremento de la liquidez en dólares del sistema financiero no tiene aún un impacto significativo sobre las reservas brutas a través de los encajes en dólares que deben mantenerse en el BCRA. Los dólares encajados en el BCRA se incrementaron apenas U\$S144 millones en el mismo período. La situación expresa la decisión de los bancos de mantener las tenencias en sus tesoros, hasta tanto se normalice el flujo de nuevos depósitos y se conozca el grado de retiros que realizarán los ahorristas a partir de septiembre.

**Hacia adelante esperamos que una vez superado el efecto del blanqueo sobre las cotizaciones financieras la prima de riesgo país y el precio de los bonos y activos financieros locales vuelva a acoplarse a la dinámica de sus determinantes tradicionales de corto plazo: el clima financiero global y la evolución de las reservas internacionales.**

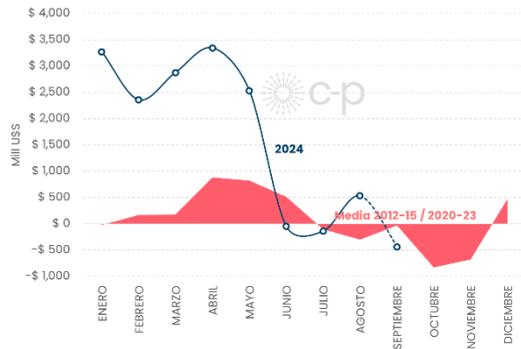
## Otoño cambiario

El BCRA logró cerrar un inusual agosto con compras en el MULC a pesar de una estacionalidad que suele ser esquiva en esta parte del año. Luego de dos meses consecutivos sin compras y con caída de reservas, el Banco Central adquirió en agosto U\$S535 millones en el mercado y logró estabilizar las reservas netas tras meses de fuerte deterioro.

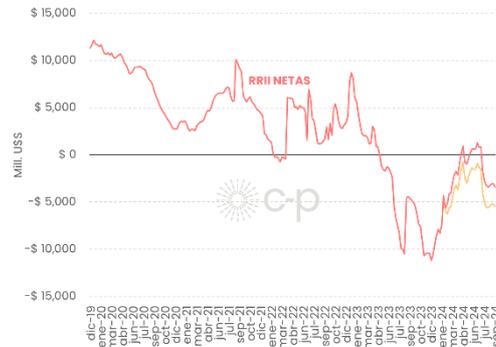
El resultado se explica fundamentalmente por dos efectos que compensaron el inicio de la temporada baja de liquidaciones del agro y los altos costos de la estrategia de control

de la brecha cambiaria: (i) los efectos del anuncio anticipado de baja del impuesto PAIS; (ii) el aporte positivo de la cuenta capital y financiera del sector privado que acompaña el dinamismo del blanqueo.

**GRAF. 5 - Compras del BCRA en el MULC**



**GRAF. 6 - Evolución del RIN**



Fuente: C-P Consultora sobre la base de BCRA

El anuncio de baja del impuesto PAIS generó para los importadores la posibilidad de reducir sustantivamente sus costos (10% sobre el valor importado) al diferir un mes sus compras. Esperamos que el ahorro de agosto, incrementa la demanda de divisas en los meses venideros, conjugándose con los cambios en la calendarización de pagos de importación establecida por el BCRA<sup>2</sup>.

En paralelo, el aporte del financiamiento en dólares al sector privado se anticipa dinámico, retomando la senda del primer cuatrimestre del año que se interrumpió hacia finales de mayo. Las financiaciones bancarias en dólares se incrementaron en casi U\$500 millones en agosto, a las que se sumaran una serie de colocaciones de deuda de grandes empresas que se proponen captar la creciente liquidez en dólares en el sistema bancario y podrían aportar a suavizar el resultado cambiario.

**En la práctica el proceso en marcha puede estilizarse como uno en el cual con el mercado voluntario de crédito cerrado y sin resultados en las negociaciones con organismos, se busca dinamizar la cuenta capital y financiera del sector privado apelando a los dólares de residentes. Para ello se buscó bancarizar una porción significativa de dólares atesorados (blanqueo) y volcarlos a operaciones de financiamiento que permitan un impacto en el mercado de cambios (crédito, "la dólarización endógena"). Por esta vía se busca compensar el deterioro de la cuenta corriente cambiaria que se observa en los últimos meses. El esquema se propone que los dólares de los residentes financien el déficit externo de la economía.**

Como veremos a continuación, aún en este contexto el escenario luce desafiante. Restan transitar los meses más complicados del año y el gobierno se encuentra lejos de cumplir la meta de reservas pautada con el FMI. Por si fuera poco, los vencimientos de deuda de 2025 ponen en jaque la continuidad del esquema más allá de diciembre.

<sup>2</sup> A partir de septiembre rige el cambio en el esquema de pagos según el cual pueden abonarse las importaciones en dos cuotas en vez de en 4. En este marco, los pagos de importación deberían superar a las importaciones en el período septiembre-noviembre.

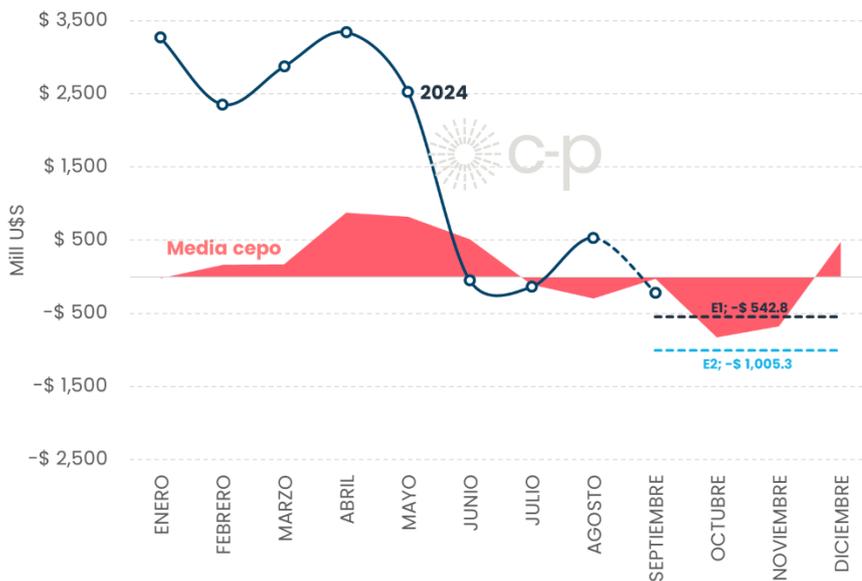
# El duro camino hasta diciembre

Durante septiembre las ventas en el mercado oficial de cambios deberían reflejar las tensiones crecientes sobre el resultado de la cuenta corriente cambiaria. En las primeras 16 ruedas del mes el Banco Central vendió U\$S 215 millones en el mercado oficial. Los resultados están influidos por la postergación de importaciones de agosto (baja de impuesto País) y el cambio en la calendarización de pagos de importación que implicará algún grado de cancelación de deuda comercial neta.

Nuestras estimaciones se organizan en dos escenarios. En el primero de ellos (E1) la nueva liquidez en dólares del sistema originada por el blanqueo se vuelca al financiamiento local y aminora la evolución de ventas y reservas netas del BCRA. En el segundo escenario (E2), el aporte del financiamiento local en dólares se modera empeorando los resultados.

Las proyecciones arrojan para los próximos meses un mercado de cambios oficial deficitario entre los U\$S 500 y U\$S 1000 millones promedio mensual hasta diciembre. El faltante, deberá ser cubierto por ventas en el mercado del Banco Central.

**GRAF. 7 - Proyecciones de compras/ventas del BCRA en el MULC**



Fuente: C-P Consultora

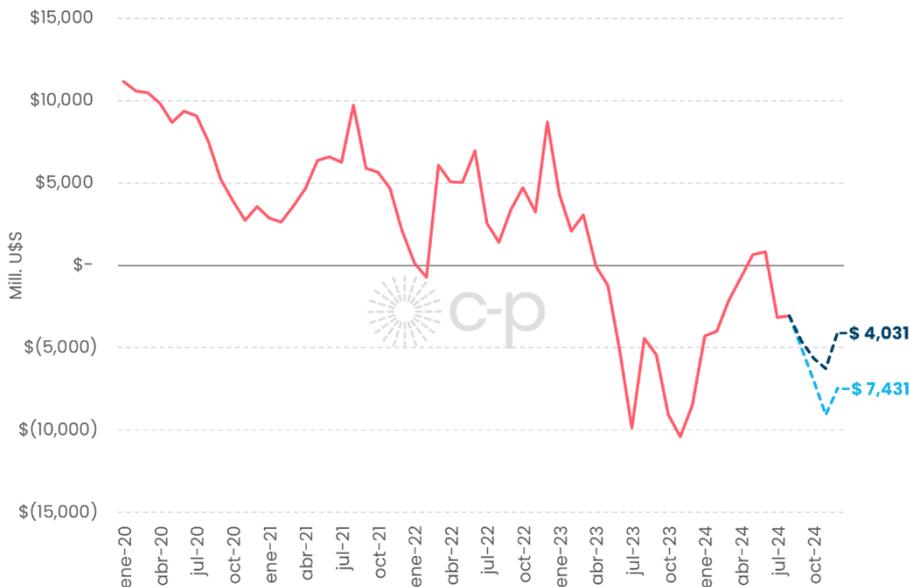
La programación mensual indica además que lo peor ocurrirá entre septiembre y noviembre, en tanto diciembre debería traer algo de alivio. En el último mes del año una esperable nueva postergación de importaciones asociada a la baja definitiva del impuesto PAIS, el tradicional aporte de la deuda comercial del sector agroexportador en el mes y el inicio de las liquidaciones de la cosecha fina aportarían un superávit de divisas que suele ser estacional.

Aunque la oferta de depósitos presenta en las últimas semanas un dinamismo muy superior al que se registró en la primera parte del año, las condiciones para un nuevo ciclo de crecimiento del crédito en dólares no es tan obvio como entonces. Aunque las

condiciones de oferta resultan favorables por el crecimiento de depósitos, las condiciones de demanda lucen menos alentadoras. Por un lado, la tasa de interés en pesos no es tan elevada como lo era a principios de año. Por otro lado, la apreciación real del peso tendió a eliminar la suba del tipo de cambio oficial tras la devaluación de diciembre. En este marco, las colocaciones de ON en dólares lucen mucho más dinámicas que el crédito bancario en moneda extranjera en las últimas semanas.

Bajo los escenarios propuestos, las reservas internacionales netas se deteriorarían hacia finales de año entre los U\$S1.000 y U\$S4.000 millones adicionales dependiendo de la respuesta de los flujos financieros del sector privado.

**GRAF. 8 - Proyecciones de reservas internacionales netas sin BOPREAL**



Fuente: C-P Consultora

En ambos escenarios resulta de vital importancia el sostenimiento de los desembolsos proyectados del FMI (U\$S250 millones de ingresos netos) y de otros organismos internacionales (U\$S2.050 millones de ingresos netos) en los últimos meses del año, que fueron considerados en los escenarios planteados.

## ¿Por qué es improbable un status quo para 2025?

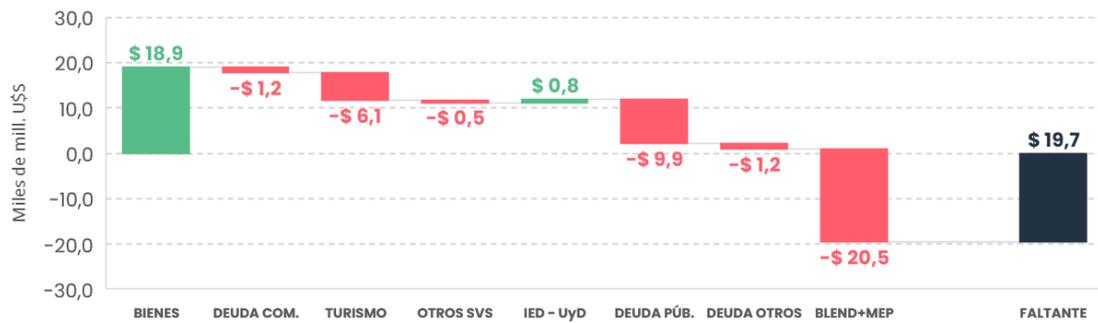
El escenario cambiario para 2025 es aún más desafiante. Sin el aporte de la deuda comercial que hizo la diferencia en la primera parte de 2024, con vencimientos de deuda sustanciales, precios internacionales de exportación a la baja, importaciones de servicios

en alza por la apreciación cambiaria y la incorporación de algún grado de rebote de la actividad económica, las proyecciones para el sector externo lucen inconsistentes.

Desde enero 2025, y aun suponiendo que se obtiene financiamiento para cubrir los vencimientos de capital con acreedores privados (Repo U\$S3.000 millones), el BCRA debería asumir una caída de reservas netas de alrededor de U\$S 1.400 millones promedio mensual (muy afectado por los pagos de deuda).

El resultado general permite estimar un faltante de divisas del orden de los U\$S19.700 millones para todo 2025. Dado el punto de partida de reservas netas negativas mencionado en la sección anterior, el escenario luce extremadamente complejo.

**GRAF. 9 - Proyecciones balance cambiario 2025**



Fuente: C-P Consultora

En este sentido, cabe esperar entre finales de 2024 y principios de 2025 algún tipo de definición sobre el esquema cambiario, que permita dotar de mayor consistencia externa el camino hacia el proceso electoral de 2025. Ordenamos a continuación las posibilidades en torno a 3 escenarios y sus riesgos.

**ESQ. 1 - Tres escenarios cambiarios para 2025**



**DOLARIZACIÓN ENDÓGENA Y APRETÓN MONETARIO**

**Riesgo:** Enfoque muy recesivo con impacto negativo sobre el crédito, las cadenas de pago y la deuda pública en moneda local.

Además, según lo establecido requiere tiempo para dar inicio al apretón monetario. ¿La escasez de divisas llega antes que el ajuste monetario?



**CONTINUIDAD DEL CEPO Y DESARME DEL BLEND**

**Riesgo:** Retira oferta de dólares de los mercados paralelos y amenaza con elevar la brecha cambiaria hasta niveles que podrían desestabilizar al mercados oficial y a las cotizaciones financieras.

¿Es tolerable para el gobierno un esquema de brecha al alza?



**DEVALUACIÓN Y APERTURA DEL CEPO**

**Riesgo:** Implica un retroceso en el proceso desinflacionario y asumir una nueva tanda de costos sociales.

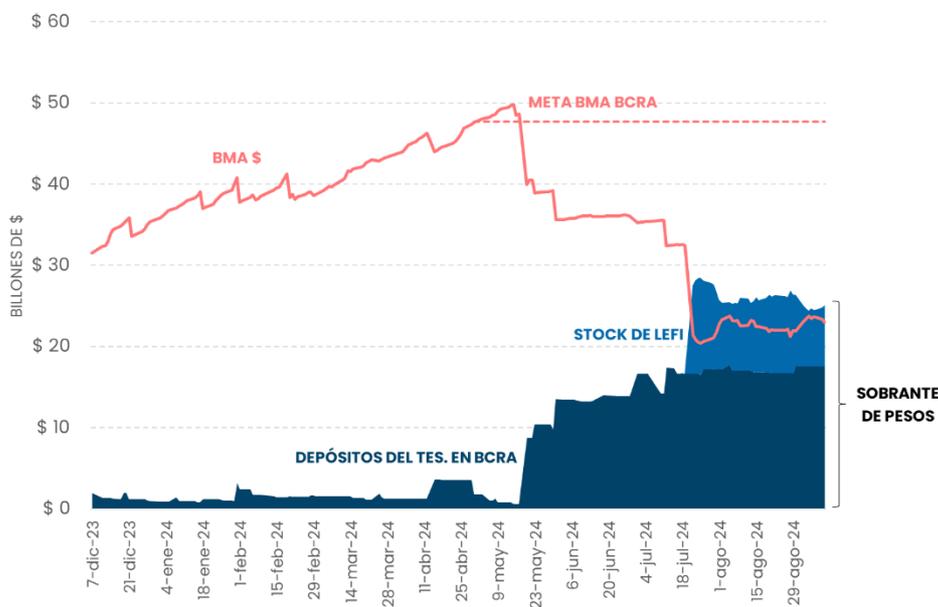
Sin reservas internacionales para garantizar una "nueva convertibilidad" implica asumir muchos riesgos en términos de vulnerabilidad externa.

Fuente: C-P Consultora

En **primer lugar**, el discurso del gobierno apunta a la denominada "dolarización endógena". Se trata de una estrategia sin antecedentes en la historia económica reciente y en la que se busca que la escasez de pesos facilite la financiación del déficit externo con los dólares en manos del sector privado local.

Para ello, se refuerza el compromiso fiscal y se anuncia un ajuste monetario que todavía no se ha materializado. Es importante destacar que tal y como fue definido el programa monetario, la apuesta requiere primero digerir el sobrante de pesos que actualmente se encuentra alocado en el BCRA (como contracara de las LeFi) y en el Tesoro (como contracara de las colocaciones de Lecap). Así, el ajuste monetario solo se materializará una vez que los bancos desarmen la totalidad de su posición de LeFi y dejen de renovar deuda pública por el equivalente al depósito que el Tesoro mantiene en su cuenta en el BCRA. En términos temporales, **la escasez de divisas amenaza con llegar antes que el apretón monetario que debería solucionarla.**

**GRAF. 10 – Meta de Base Monetaria Amplia y sobrante de pesos**



Fuente: C-P Consultora sobre datos del BCRA

Por otra parte, es necesario que una vez en marcha el apretón monetario los agentes reaccionan tal como lo espera el gobierno (vendiendo dólares) y no de otra manera (ajustando sus gastos).

Se trata de una estrategia con **grandes riesgos recesivos** en tanto no necesariamente quienes primeros se quedan sin pesos son quienes cuentan con tenencias de moneda extranjera. El esquema podría inducir **problemas en la dinámica del crédito privado y las cadenas de pagos** (es así como suelen operar los ajustes monetarios), amenazando incluso a la de la **deuda pública en moneda local.**

Tal como se configura el escenario monetario y cambiario, el sostenimiento del status-quo de **la "dolarización endógena" requiere de nuevas fuentes de financiamiento** para materializarse.

En **segundo lugar**, la eliminación (o reducción) del denominado blend de exportaciones (80-20) luce como una salida natural al problema del faltante de dólares de 2025. Tal

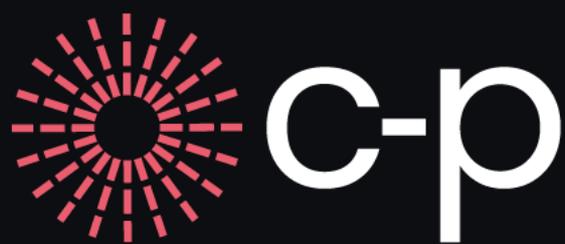
como se observa en el Gráfico 9, las erogaciones para abastecer los mercados de dólar paralelo (MEP-CCL) a través del *blend* y sus complementos superarían los U\$S 20 mil millones. Eliminar este instrumento permitiría en teoría compensar el faltante de dólares del año. La decisión permitiría además acercar posiciones entre el gobierno y el FMI, en tanto se trata de un requerimiento del organismo para alcanzar un nuevo acuerdo.

La opción no está exenta de riesgos de implementación y dificultades para el enfoque del gobierno. Eliminar semejante volumen de oferta de los mercados paralelos implica naturalmente una **presión alcista sobre la brecha cambiaria que puede resultar desestabilizante**. En particular, la evolución de la brecha cambiaria demostró ser una variable sensible para la actual administración, que declama querer facilitar la dolarización de portafolios y la convergencia de los tipos de cambio paralelos a los actuales niveles del oficial. En la práctica, la medida podría incluso interpretarse como un refuerzo de los controles, en tanto busca reconducir operaciones desde el mercado libre (MEP-CCL) hacia el mercado controlado (oficial).

En **tercer lugar**, emerge una alternativa más radical, vinculada a la devaluación del dólar oficial, la unificación cambiaria y la eliminación de los controles de cambios. Naturalmente se trata de una opción que presenta en el corto plazo **mayores riesgos inflacionarios y sociales**, difíciles de digerir luego de un 2024 muy recesivo y regresivo y de cara a la contienda electoral de 2025.

La salida del cepo plantea a la economía grandes incertidumbres respecto de cómo reaccionaría la dinámica inflacionaria ante un nuevo salto cambiario. Aunque la inflación mostró en los últimos meses una tendencia descendente, se sostuvieron (o incluso incrementaron) **prácticas indexatorias y contractuales que tienden a sostener la inercia**. También resulta una **incógnita** cual será el **nuevo régimen cambiario** en un contexto donde la carga de la deuda y la tutela del Fondo Monetario Internacional difícilmente permitan volver a priorizar la desinflación.

*En este marco, se avizora para los próximos meses un complejo escenario que amenaza con sembrar turbulencias sobre la primavera financiera que experimenta el mercado. En primer lugar, los resultados en el mercado del dólar oficial anticipan meses de venta por parte del BCRA. Se trata de resultados que demostraron tener capacidad de desestabilizar a los indicadores financieros locales. A su vez, la insostenibilidad del escenario cambiario de cara a 2025 plantea un horizonte de reformas, que sin acceso a nuevo financiamiento amenaza en el corto plazo la primavera financiera que trajo consigo el blanqueo.*



[c-pconsultora.com.ar](http://c-pconsultora.com.ar)