

Algunas reflexiones sobre la cuestión cambiaria

Tras una muy buena primera mitad de año en materia cambiaria¹, el BCRA se prepara para un segundo semestre estacionalmente más difícil. En un contexto de menor oferta de divisas comerciales, esperada mayor demanda de cobertura y previsible mayores expansiones fiscal y monetaria, el BCRA, en conjunto con la Comisión Nacional de Valores, decidió restringir aún más las operaciones. Se avanzó en una mayor segmentación de mercado, principalmente a través de limitaciones regulatorias y cuantitativas en el MULC y el CCL, que ahora opera con diferente cotización según se trate del mercado Prioridad Precio Tiempo (PPT) o el mercado mayorista de negociación bilateral entre las partes (Bilateral).

Dejando de lado detalles técnicos de las nuevas restricciones, nos enfocamos en algunos de los principales efectos que podrían tener las medidas.

El punto de partida

Desde la perspectiva de los flujos de comercio exterior -paridad de compra-, la relación ARS/USD del tipo de cambio oficial está en niveles similares al promedio de largo plazo, pero marcadamente depreciado al medirla según las cotizaciones libres (ya sea CCL-PPT o Bilateral).

A precios de hoy (15-jul), el nivel de tipo de cambio oficial de ARS/USD 96 está levemente depreciado respecto del promedio de largo plazo de ARS/USD 88. Pero en el CCL Bilateral, la relación ARS/USD 175 indica que está levemente por debajo de ARS/USD 199, el máximo alcanzado en junio de 2002, considerado un nivel de sobrerreacción que, un año después, pasó a valer ARS/USD 129, siempre a precios de hoy.

Sin embargo, que exista una brecha superior al 70% entre los tipos de cambio y restricciones para operar, tanto en el mercado oficial como en los libres, es evidencia de demanda excedente de dólares a esos precios.

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

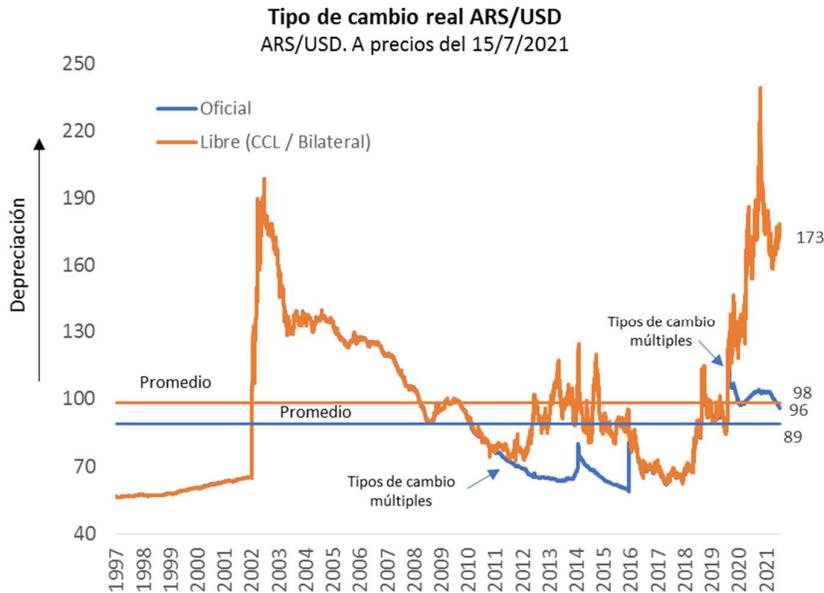
Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Juan Sommer
CONSEJERO



¹ El BCRA realizó compras netas de divisas por USD 6.456 millones y acumuló reservas por USD 3.050 millones.

MONITOR SEMANAL



Fuente: BCRA y Bloomberg

Al nivel de tipo de cambio de CCL Bilateral actual, la Argentina estaría muy “barata”. ¿Es esta medida suficiente para inferir movimientos futuros del tipo de cambio libre? Desde la perspectiva de la competitividad comercial, debería esperarse una apreciación real. Pero, además de esta dimensión, en la determinación del tipo de cambio de equilibrio de más largo plazo entran también los flujos financieros.

Las restricciones y la demanda de USD libres en el segundo semestre

Intentar controlar precios y cantidades al mismo tiempo va en contra de las leyes del mercado. Con restricciones, intervenciones y controles se puede lograr algún éxito temporal y parcial. Por lo general, con el tiempo la demanda excedente encontrará mecanismos y canales alternativos para ser satisfecha, obviamente a precios más altos.

Las restricciones recientemente establecidas, particularmente en la operatoria del CCL, van en contra de la “normalización” del mercado. Su objetivo es reducir la intervención del BCRA para estabilizar el tipo de cambio libre. Al limitar las operaciones en la parte del mercado en la que puede intervenir apunta al primer objetivo, pero deja abierta la posibilidad que suban los

MONITOR SEMANAL

precios en otros segmentos del mercado, incluyendo el “blue”. También la decisión de aplicar la restricción de operar en el MULC a un grupo económico cuando uno de sus integrantes compra dólares en el CCL puede tener algún impacto en la demanda.

De todas maneras, el régimen de restricciones cambiarias afecta las perspectivas e incentivos del sector privado, y ello se traduce en su interacción con el BCRA. Si aumentase la percepción que sobrevendrá una devaluación del tipo de cambio oficial luego de las elecciones, los exportadores tratarán de no liquidar cobros y los importadores harán lo contrario, anticipar pagos. Por otro lado, con la brecha alta y sostenida, tampoco hay incentivos para generar inlfujos de inversión del sector privado.

Ante este escenario de incertidumbre, algunas empresas podrían decidir ir al CCL a los precios actuales, a pesar de las limitaciones que podrían tener luego para acceder al MULC. En los casos en que no tuviesen que hacerlo, la dolarización de carteras podría ser creciente. Esta decisión podría tener impacto en la contabilidad de empresas extranjeras que decidan hacerlo, al tener que registrar operaciones al tipo de cambio libre en lugar del oficial como lo venían haciendo.

En síntesis

La dinámica cambiaria del primer semestre del año estuvo caracterizada por una oferta neta de divisas en el MULC y una demanda neta en el libre-CCL, en el contexto de caída de la demanda de dinero. Para controlarlo, el BCRA apeló a las restricciones preexistentes e intervino directamente en el mercado, perdiendo reservas. El balance fue un escenario relativamente tranquilo, jugando a favor un tipo de cambio depreciado, la estacionalidad en la oferta neta de divisas y el control monetario. En el segundo semestre, estos elementos ya no jugarán a favor, lo cual llevó a las recientes modificaciones en el marco normativo.

El esquema actual es creciente en la segmentación de los mercados, característica que afecta sus profundidades relativas y resta fluidez y eficiencia a sus funcionamientos. Las restricciones y las intervenciones del BCRA podrían tener algún

MONITOR SEMANAL

efecto en el corto plazo para evitar saltos en sus cotizaciones. Pero lograr fluidez y eficiencia en el mediano y largo plazo requerirá estabilizar y normalizar la economía, incluyendo el funcionamiento del mercado de cambios.