



INFORME MACROECONÓMICO

24 de septiembre 2020 / Nº: 272

Nuevas medidas cambiarias





SUMARIO

- **LAS NUEVAS MEDIDAS: ALGO TENÍA QUE CAMBIAR:**
Previsiblemente, la persistente pérdida de reservas por parte del BCRA llevó al Gobierno a implementar cambios en la política cambiaria. De entre las opciones disponibles, se optó enteramente por recurrir a mayores restricciones.
- **LOS EFECTOS DE LAS MEDIDAS:** Con las nuevas medidas, el Gobierno busca no pagar costos en términos de devaluación y aceleración inflacionaria. Sin embargo, eso no significa que estén exentas de dificultades debido a las distorsiones que la creciente brecha cambiaria genera en el normal funcionamiento de los mercados.

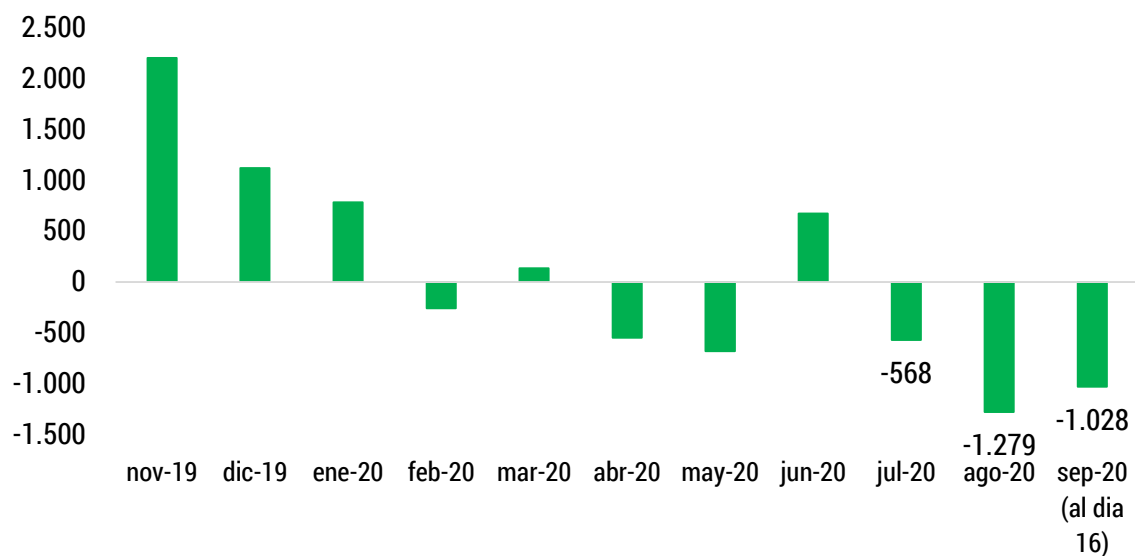


LAS NUEVAS MEDIDAS: ALGO TENÍA QUE CAMBIAR

El martes pasado el Gobierno optó por endurecer aún más el control de cambios en la Argentina. Si bien el contenido específico de las medidas es una “sorpresa”, lo cierto es que los cambios eran esperados por la mayoría de los consultores y analistas de la realidad local que habitualmente vierten sus opiniones en medios de comunicación. En igual sentido, en los últimos informes también señalamos que la dinámica cambiaria no era sostenible y desarrollamos el menú de opciones disponibles, entre las que se encontraba una nueva ronda de restricciones.

En una disciplina como la economía, donde predecir el futuro resulta sumamente difícil, el “acierto” de la mayoría de los analistas puede llamar la atención, pero se debe, en realidad, a que la dinámica actual es relativamente rudimentaria. En ese sentido, la variable clave para entender y adelantarse a los posibles cambios en el esquema es la intervención del BCRA en el mercado de cambios. Puntualmente, mientras que el Banco Central se encuentre vendiendo divisas continuamente en el mercado cambiario, la situación no es sostenible y “algo” eventualmente deberá cambiar. A su vez, la presión sobre el mercado de cambios se origina, en última instancia, en las políticas monetarias y fiscales sumamente expansivas que el Gobierno lleva adelante en el marco de pandemia. El momento del cambio es complicado de anticipar, pero que deberá producirse resulta evidente porque las reservas de las que dispone la autoridad monetaria son limitadas y, de continuar en baja, se agotarán tarde o temprano.

Intervención cambiaria del BCRA – millones de USD



Fuente: Movimiento CREA en base a BCRA.



Esta dinámica de pérdida de reservas es precisamente lo que venía produciéndose hace ya varios meses, pero la tendencia se vio reforzada en agosto y lo que va de septiembre, cuando el BCRA debió desprenderse de USD1.279 millones y USD1.028 millones, respectivamente. Considerando los bajos niveles de reservas de los que dispone el BCRA, no era posible mantener esa situación vigente por mucho tiempo. Eso marca un contraste interesante respecto al periodo de controles cambiarios de 2011 y 2015, cuando el BCRA perdió USD26.626 millones de reservas y, pese a ello, pudo sostener el atraso del tipo de cambio; excepto en 2014, gracias a la importante cantidad de divisas acumuladas por la autoridad monetaria en la etapa previa a 2011.

Así, si bien la solución de fondo evidentemente pasa por la corrección de los desequilibrios monetarios y fiscales, los potenciales cambios que el Gobierno puede introducir a corto plazo para remediar la situación son:

- Endurecer aún más los controles de capitales para intentar frenar la demanda de divisas.
- Devaluar la moneda.
- Subir las tasas de interés en pesos para que resulten más atractivas en relación al retorno esperado del dólar.
- Conseguir financiamiento externo para aumentar las reservas y postergar el momento en que se agotan,
- Una combinación de varias.

De entre estas opciones, el Gobierno optó enteramente por profundizar los controles cambiarios, sin acelerar el ritmo de devaluación del peso ni elevar la tasa de interés. Probablemente, ello refleja las preferencias de las autoridades, que buscan preservar las reservas del BCRA pero sin pagar costos en términos de devaluación, con la aceleración de la inflación que ello implica, o encarecimiento del financiamiento. Sin embargo, el camino elegido no está exento de problemas, especialmente en términos de las barreras que impone al normal funcionamiento de la economía y los incentivos negativos que genera, a los que nos referiremos en la segunda parte de este reporte.

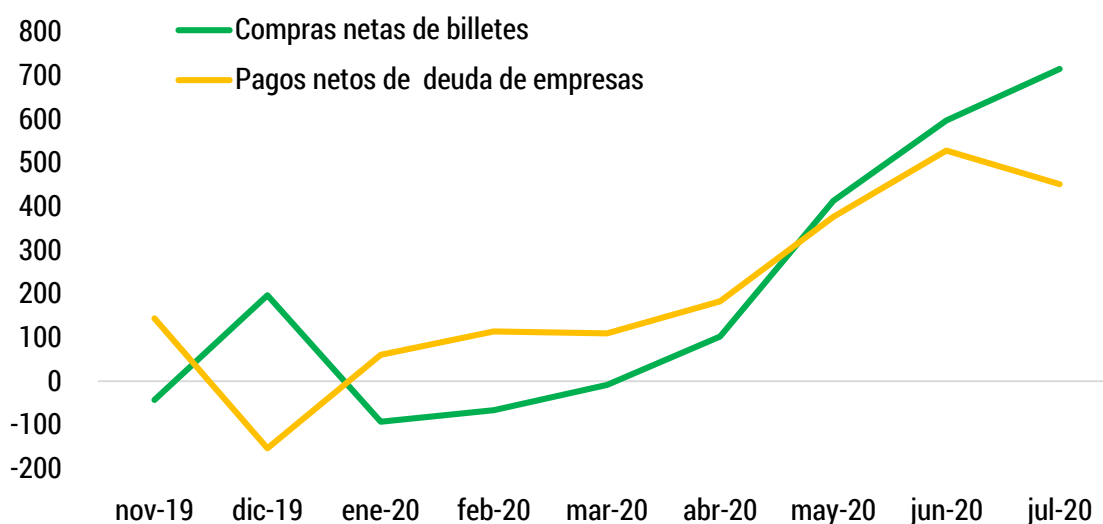
Ampliando sobre el contenido específico de las medidas adoptadas, el Gobierno dispuso lo siguiente:

- Los consumos con tarjeta en moneda extranjera se restarán del cupo mensual para la compra de dólar ahorro. Así mismo, al impuesto país ya vigente se añade un recargo de 35% en concepto de adelanto de bienes personales y ganancias. También se restringe el acceso al cupo a beneficiarios del IFE y deudores UVA con la cuota congelada.



- Se limita el acceso al mercado cambiario de las empresas privadas para el pago de deuda en dólares, pudiendo acceder solamente a un monto equivalente al 40% de los vencimientos. El restante 60% deberá ser refinanciado, abonado con ahorros previos, adquiriendo divisas en el mercado paralelo (contado con liquidación o MEP) o, en su defecto, se deberá incurrir en incumplir los compromisos y renegociarlos luego.
- Se tomaron medidas para facilitar la oferta de divisas en el mercado MEP (una de las cotizaciones paralelas del dólar) al tiempo que se restringió aún más la operatoria del dólar contado con liquidación.

Compras de dólares billete y pago de deudas por parte de privados – millones de USD, mercado oficial



Fuente: Movimiento CREA en base a BCRA.

Con las medidas implementadas, el BCRA busca cerrar las “goteras” por las cuales se filtraron las reservas durante los últimos meses. La más importante en ese sentido es la compra de dólar ahorro, que alcanzó USD716 millones en julio y casi con seguridad siguió creciendo en agosto y septiembre. En ese sentido, si bien el monto adquirible permaneció fijo en 200 USD durante todo el periodo, la cantidad de gente que accede al sistema aumentó exponencialmente: en julio casi 4 millones de personas compraron dólar ahorro, mientras que en enero el número era de alrededor de 500 mil. De manera similar, ante la incertidumbre, las empresas venían cancelando sus pasivos en moneda dura durante los últimos meses.

En suma, los cambios son una reacción frente a la pérdida de reservas, que es casi constante desde febrero y se potenció durante agosto y septiembre. Para evaluar la sostenibilidad de este nuevo esquema de mayores restricciones, nuevamente se vuelve al punto de partida y se deberá monitorear la posición del BCRA en el mercado de cambios. En ese sentido, los primeros días tras las nuevas rondas de restricciones no fueron promisorios y entre el 16 y el 21 de septiembre el BCRA debió vender USD134



millones a pesar de un virtual feriado cambiario mientras que los sistemas de los bancos se adecuan a la nueva normativa. Más allá de esta dinámica de corto plazo, en la próxima sección evaluamos los efectos de las medidas sobre la economía considerando, además, que la realidad no es estática sino dinámica: tratar de cerrar ciertas “goteras” de divisas no implica que no puedan aparecer otras en tanto no se aborden los problemas de fondo.

LOS EFECTOS DE LAS MEDIDAS

Más allá de la intencionalidad del Gobierno de preservar las reservas del BCRA sin recurrir a una devaluación, que aceleraría la dinámica inflacionaria, o a una suba de las tasas de interés, que encarecería el financiamiento de las empresas en un contexto adverso, lo cierto es que las mayores restricciones también tienen costos asociados. En efecto, incluso si el esquema resultara efectivo a corto plazo para contener al tipo de cambio dentro de la “flotación sucia” actual, lo cierto es que las trabas al normal funcionamiento de la economía lo hacen difícilmente sostenible a mediano / largo plazo. En lo que sigue, analizamos su impacto asumiendo que los controles resultan suficientes para frenar la pérdida de reservas del BCRA y evitar una devaluación en el corto plazo. Si no resultasen suficientes, las consecuencias son más bien conocidas y consistirían en un aumento del tipo de cambio oficial y una aceleración inflacionaria¹.

Brechas cambiarias – dólar oficial vs cotizaciones paralelas



Fuente: Movimiento CREA en base a BCRA y ámbito.com.

¹ Para más detalles ver nuestro [Informe Macroeconómico 270](#)



El efecto más tangible de las nuevas medias a corto plazo será el aumento de las cotizaciones paralelas del dólar que, incluso, ya se está produciendo (ver gráfico). Más en detalle, el nuevo recargo de 35% sobre el dólar solidario, en concepto de anticipo de bienes personales y ganancias, lleva al dólar solidario a un valor de alrededor de 131 \$ x USD, lo cual representa una brecha de 65% respecto a la cotización oficial. De esta manera, las cotizaciones paralelas, como mínimo, deberán cotizar a este valor de 131. En caso que estuvieran por debajo, la demanda saldría del dólar oficial y se iría a los mercados paralelos hasta que los precios se igualen. A este factor se añade, además, en el caso del dólar blue, que mucha gente compraba el cupo de 200 USD mensuales para luego revender en el mercado blue obteniendo una ganancia en la operatoria que popularmente se conoce como “puré”. Así, las nuevas restricciones para acceder al cupo de los 200 USD mensuales también implican menos personas comprando y menor oferta en el mercado blue.

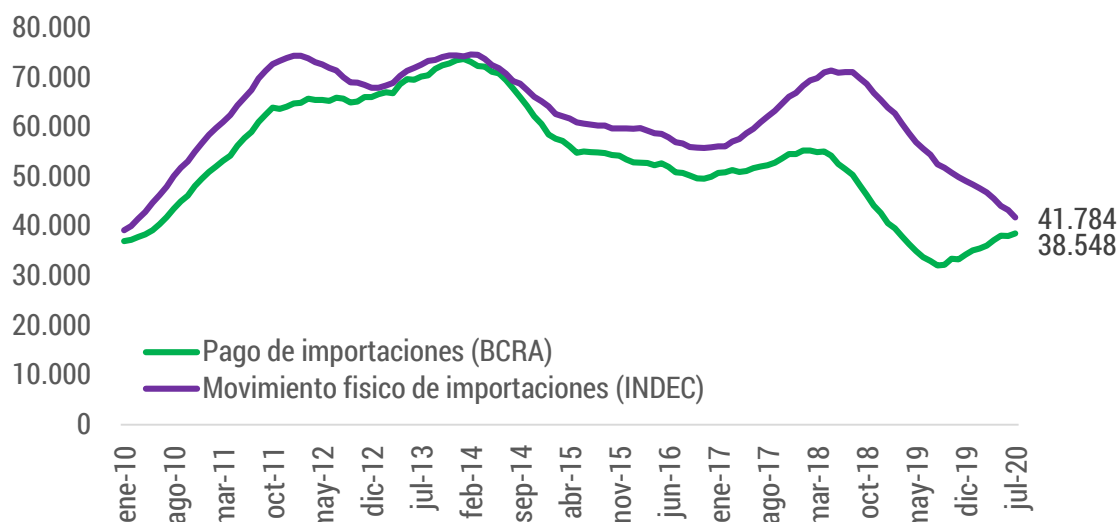
La brecha cambiaria, a su vez, genera incentivos negativos que son mayores a medida que la distancia entre el dólar oficial y los paralelos se amplía. En parte, ello se debe a que una brecha grande genera expectativas de devaluación del dólar oficial y las personas y empresas se anticipan y buscan protegerse antes que ocurra. Sin embargo, también la conducta de los agentes se ve modificada por la propia brecha: todos quieren comprar dólares en el mercado oficial, pero nadie quiere venderlos allí, lo que disminuye los ingresos, pero aumenta la demanda mediante distintos mecanismos. En ese sentido, se debe tener en cuenta que las “goteras” que cerro el Gobierno, dólar ahorro y deuda de empresas, son una forma particular de este problema general. Por este motivo, es esperable que, estando ahora limitados estos canales, las personas y las empresas busquen otras formas de aprovechar la brecha cambiaria.

Si bien los esquemas o mecanismos que pueden surgir para obtener dólares a la cotización oficial son múltiples, las importaciones aparecen como el candidato más probable hacia adelante. Incluso, puede pensarse que la propia finalidad del esquema es mantener a las importaciones con un tipo de cambio más barato del que habría en ausencia de controles, por lo cual resulta más difícil para las autoridades limitar el acceso al dólar de los importadores. En ese sentido, esto ya vino ocurriendo en alguna medida durante los últimos meses. En efecto, si cruzamos los datos de movimiento físico de mercancías (INDEC) con los datos de pagos de importaciones (BCRA) se observa que los primeros se desploman, pero los segundos aumentan. Nótese que, tradicionalmente, el movimiento físico de mercancías siempre es mayor a los pagos, dado que no todas las operaciones de comercio exterior se pagan al contado. Sin embargo, hoy esa brecha es prácticamente inexistente, reflejando que las empresas optan por no financiar sus operaciones de importación, aumentando la presión sobre las reservas del BCRA a corto plazo. Por otra parte, a medida que se restringe el acceso al dólar minorista para ahorro, también los



individuos pueden recurrir a dolarizarse mediante a la compra de bienes importados o con alto componente de insumos importados (Por ejemplo, autos, y electrónica en general).

Importaciones – millones de USD



Fuente: Movimiento CREA en base a BCRA y ámbito.com.

De esta manera, es esperable que, si la presión sobre las reservas subsiste, el próximo paso del Gobierno sea reforzar el control de las importaciones, lo cual aumentaría el precio de los bienes importados de acuerdo a cuánto se restrinja el acceso al dólar oficial para cada producto en particular. Por otra parte, tampoco pueden descartarse medidas que busquen acelerar u adelantar las liquidaciones de divisas de los exportadores, teniendo en cuenta que son, junto al BCRA, virtualmente los únicos oferentes en el mercado.

Por último, las medidas referentes al acceso al mercado para el pago de deudas de las empresas privadas afectarán al historial de crédito de los involucrados en caso que se vean obligados a un default y a renegociar la deuda por las disposiciones. Por otra parte, se complica el acceso al financiamiento futuro en la medida que ahora se debe incorporar el riesgo de no poder acceder a las divisas para cancelar la operación. Estas dos cuestiones pueden complicar la obtención de los fondos necesarios para invertir en la post pandemia y, por otra parte, generar problemas al sector privado, que había mantenido un bajo nivel de endeudamiento en los últimos años y, pese a ello, ahora enfrenta dificultades producto de una normativa. En igual sentido, si bien no creemos que vaya a comprometer la solvencia de los bancos, que se encuentran sumamente líquidos, la tendencia al retiro de depósitos en dólares, - 182 millones de USD, tras la desconfianza generada por las medidas sin dudas reducirá las posibilidades



de obtener un crédito bancario en moneda extranjera a tasa conveniente. Más en detalle, los bancos tienen hoy USD 17.194 millones de dólares en depósitos, pero solo USD 6.051 millones se encuentran prestados. Es decir, en caso que se mantenga el retiro de depósitos, la mayoría de los saldos se encuentran disponibles en efectivo.

En suma, aún si logran evitar una nueva devaluación del dólar oficial, es esperable que las nuevas restricciones a la operatoria cambiaria presenten varios efectos adversos. Por un lado, probablemente la brecha aumente, lo cual distorsiona los incentivos de personas y empresas, que buscan aprovechar la rentabilidad ofrecida por la diferencia entre el dólar oficial y el paralelo y, además, intentan cubrirse de una posible devaluación. A medida que se restringen otras opciones, las importaciones aparecen como el candidato más probable para poder acceder al dólar oficial lo que, a su vez, puede llevar a un control mayor de las mismas y al aumento del costo de los insumos importados. Por otra parte, las disposiciones específicas sobre cancelación de deudas en moneda extranjera afectarán el futuro financiamiento y el historial de crédito de las empresas.



TABLERO MACRO

Variables Mensuales								
Sector	Indicador	Variación Porcentual			Fecha	Unidad		
		Mensual	Interanual	Acum. Año				
Actividad	Nivel General	EMA E	7,4%	-12,3%	-12,9%	jun-20	Pesos Constantes	
	Agro	EMA E -Sector Agropecuario	-	-6,8%	-8,7%	jun-20	Pesos Constantes	
	Construcción	ISAC	13,6%	-13,1%	-34,1%	jul-20	Índice de Cantidades	
	Construcción	Despachos de Cemento (Portland)	21,1%	-0,4%	-24,3%	ago-20	Toneladas	
	Industria	IPI	2,1%	-6,9%	-13,4%	jul-20	Índice de Cantidades	
	Industria	Producción de Autos	21,2%	-16,2%	-37,5%	ago-20	Unidades	
	Consumo	Ventas en Supermercados y Mayoristas	-	1,0%	2,6%	jul-20	Pesos Constantes	
	Consumo	IVA Real	-	-18,0%	-15,2%	jul-20	Pesos Constantes	
Empleo y Salarios	Consumo	Confianza del Consumidor	8,2%	-1,3%	7,4%	ago-20	Índice	
	Nivel General	Empleo Privado Formal	-0,1%	-4,8%	-3,8%	jun-20	Miles de Trabajadores	
	Agro	Sector Agropecuario	-0,8%	-2,2%	-1,6%	jun-20	Miles de Trabajadores	
	S. Pub.	Empleo Público Formal	0,5%	0,5%	1,0%	jun-20	Miles de Trabajadores	
Exportaciones	Nivel General	Salario Privado Formal	-	-1,1%	-1,7%	jun-20	Pesos Constantes	
	Nivel General	Exportaciones Totales	-	-11,3%	-11,8%	ago-20	Millones de Dólares	
	Agro	Productos Primarios	-	10,2%	10,0%	ago-20	Millones de Dólares	
	Agro	Manufacturas de Origen Agrop.	-	-12,3%	-8,7%	ago-20	Millones de Dólares	
	Industria	Manufacturas de Origen Ind.	-	-26,0%	-33,0%	ago-20	Millones de Dólares	
Importaciones	Minería / Petróleo	Combustibles y Energía	-	-30,6%	-24,9%	ago-20	Millones de Dólares	
	Nivel General	Importaciones Totales	-	-20,4%	-23,9%	ago-20	Millones de Dólares	
	Inversión	Bienes de Capital	-	-23,0%	-25,4%	ago-20	Millones de Dólares	
Monetarias y Financieras	Consumo	Bienes de Consumo	-	-10,0%	-10,0%	ago-20	Millones de Dólares	
	Precios	IPC Nacional	2,7%	40,7%	18,9%	ago-20	Índice de Precios	
	Dólar Mayorista	Dólar Mayorista	Índice Merval	2,5%	39,0%	54,6%	ago-20	Pesos por Dólar
		Reservas	Prestamos en Pesos	7,2%	51,7%	11,6%	ago-20	Puntos Básicos
		Prestamos en Pesos	Prestamos en Dólares (S Privado)	-0,4%	-30,6%	-34,6%	ago-20	Millones de Dólares
		Prestamos en Dólares (S Privado)		1,4%	8,3%	-7,4%	ago-20	Pesos Constantes
			-7,0%	-59,7%	-47,3%	ago-20	Millones de Dólares	
Fiscales	Gasto Primario		-	56,9%	69,3%	ago-20	Pesos Corrientes	
	Subsidios Económicos		-	23,7%	88,3%	ago-20	Pesos Corrientes	
	Gasto Social		-	90,1%	80,7%	ago-20	Pesos Corrientes	
	Gasto en Infraestructura		-	-14,4%	0,7%	ago-20	Pesos Corrientes	
	Recaudación		-	30,1%	26,2%	ago-20	Pesos Corrientes	
	IVA Neto de Reintegros		-	11,7%	13,8%	ago-20	Pesos Corrientes	
	Ganancias		-	37,1%	17,7%	ago-20	Pesos Corrientes	
Seguridad Social		-	25,4%	25,5%	ago-20	Pesos Corrientes		

Variables Trimestrales							
Categoría / Sector	Indicador	Variación Porcentual			Fecha	Unidad	
		Trimestral	Interanual	Acum. Año			
Actividad	Nivel General	PBI	-16,2%	-19,1%	-19,1%	II-20	Pesos Constantes
	Agro	PBI - Agro	-	-8,7%	-8,7%	II-20	Pesos Constantes
	Consumo	PBI - Consumo	-18,9%	-22,3%	-22,3%	II-20	Pesos Constantes
	Inversión	PBI - Inversión	-27,3%	-38,4%	-38,4%	II-20	Pesos Constantes
	Agro	Venta de Cosechadoras	5,1%	29,0%	5,1%	II-20	Unidades
	Agro	Venta de Tractores	4,5%	30,2%	4,5%	II-20	Unidades
	Agro	Venta de Sembradoras	22,2%	48,5%	22,2%	II-20	Unidades
	Agro	Venta de Implementos	10,5%	37,7%	10,5%	II-20	Unidades

Fuente: Movimiento CREA sobre la base de INDEC, Min. de Trabajo, BCRA, Min. de Hacienda y otros.



INFORME MACROECONÓMICO



Informe Macroeconómico

Publicación de distribución mensual, destinada al Movimiento CREA.

Coordinación del informe:

Laura Pederiva Economista a Cargo Santiago Giraud

Visite nuestra página web: www.crea.org.ar

Elaborado el Área Economía, Unidad I+D. AACREA, sobre la base de datos e informes publicados por INDEC, Ministerio de Economía, BCRA, FMI, Banco Mundial y otras fuentes oficiales y no oficiales. economia@crea.org.ar
Sarmiento 1236 5to. piso (C1041AAZ) Buenos Aires - Argentina. Tel. (54-11) 4382-2076/79

CREA es una organización civil sin fines de lucro integrada y dirigida por aproximadamente 2.000 empresarios agropecuarios que se nuclean en 218 grupos presentes en todo el país. Cada grupo CREA es coordinado por un presidente y un asesor técnico e integrado por diez o doce empresarios que se reúnen periódicamente con el objetivo de mejorar los resultados de sus empresas a través del intercambio de conocimiento, ideas y experiencias. Asimismo, la institución se destaca por el desarrollo de temáticas relacionadas con el sector; uno de los fines es la transferencia del conocimiento colaborando con su desarrollo. Por su parte, las empresas CREA, integradas a la comunidad, son referentes de innovación