

**¿Por qué faltan dólares?
¿Se soluciona con el financiamiento del FMI?**

*Gustavo Reyes – Economista Jefe IERAL
Junio de 2018*

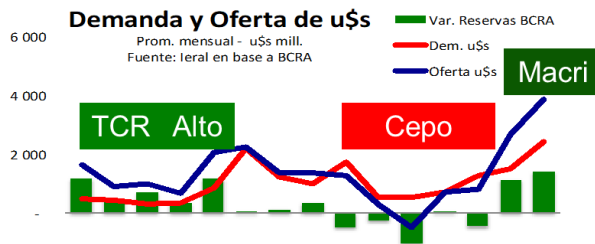
El mercado de divisas en la Argentina históricamente ha sido muy volátil y los últimos años no fueron la excepción. El cepo cambiario en los años 2011-15 fue el instrumento que utilizaron las autoridades económicas del gobierno anterior para liderar con la escasez de dólares. Luego, en gran parte de la administración del gobierno actual, una de las principales preocupaciones de la economía era el atraso cambiario producto del exceso de dólares que tenía la economía. En los últimos meses, la dinámica del precio del dólar junto con la evolución de las reservas del Banco Central y de las tasas de interés, indican que las divisas se han vuelto nuevamente muy escasas y por ese motivo, nuestra moneda se depreció fuertemente contra el dólar y la autoridad monetaria perdió cerca del 20% de sus reservas.

Para entender qué sucedió y sobre todo de qué depende la dinámica futura del mercado de divisas es necesario primero analizar los motivos por los cuales la economía pasó de una etapa donde faltaban dólares (Cepo) a otra donde sobran (primeros dos años de Macri) para luego volver a tener actualmente una importante escasez de divisas.

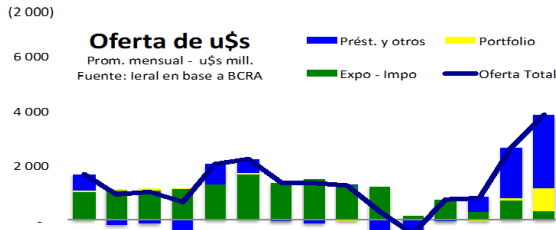
Dinámica del Mercado de Divisas en los últimos años:

Como puede observarse en los siguientes gráficos, durante los primeros años del kirchnerismo¹, la oferta de dólares fue bastante más elevada que la demanda de divisas, situación por la cual el Banco Central pudo acumular reservas internacionales. Luego vinieron algunos años donde, a pesar de la caída del tipo de cambio real (TCR - poder adquisitivo del dólar), no se registraron grandes desequilibrios cambiarios hasta el 2011 donde nuevamente apareció la escasez de divisas y las autoridades económicas recurrieron al Cepo cambiario para evitar abruptas pérdidas en las reservas internacionales del Banco Central y una devaluación mayor de la moneda nacional. Luego, a partir de 2016, con la eliminación del Cepo cambiario y un mayor TCR, el mercado de divisas nuevamente pasó a ser superavitario y el Banco Central nuevamente comenzó a acumular reservas. Este excedente de divisas se produjo básicamente por un fuerte aumento en la oferta de divisas generado a través de mayores préstamos e inversiones de portafolio (“carry trade”) ya que la demanda de divisas continuó aumentando liderada por el atesoramiento de dólares y por el gasto en turismo.

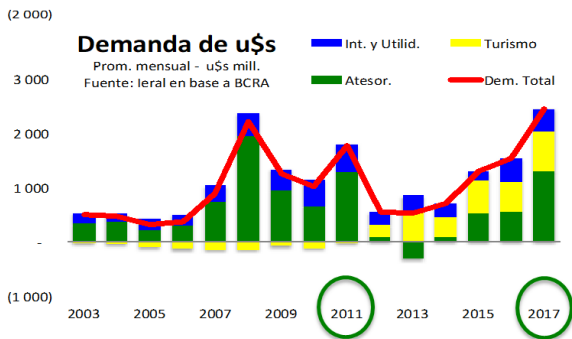
¹ En estos años (2003-07), el precio promedio del dólar fue de 36.7 \$/u\$s (a precios de mayo de 2018 - actualizado por la inflación interna e internacional).



¿Por qué hasta hace poco sobraban dólares y ahora faltan?



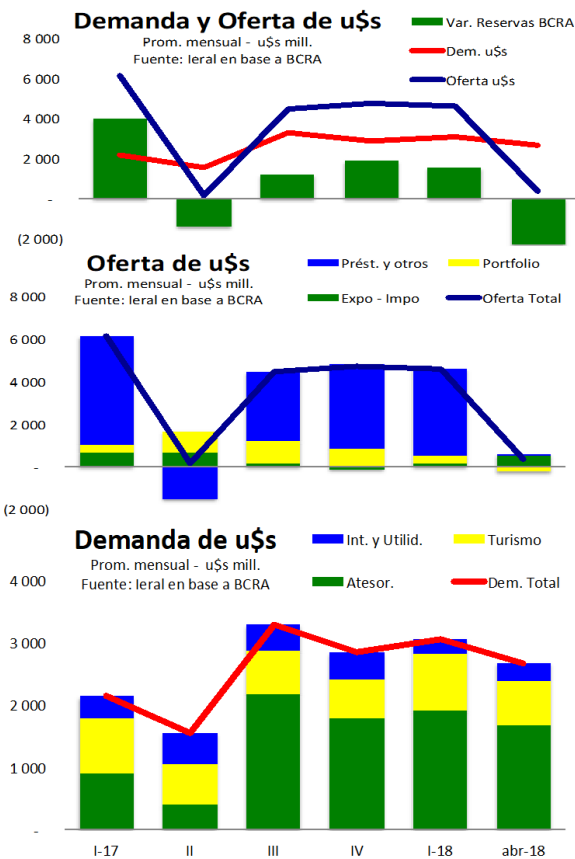
2017: Préstamos y "Carry Trade" más que compensaron la caída de BC



2017: aumentó el Atesoramiento y volvió a los niveles previos al Cepo

Enero – abril de 2018

A fines de abril del 2018, el mercado de divisas comenzó a mostrar claros síntomas de escasez de divisas: el dólar comenzó a subir y el BCRA comenzó a perder reservas. Como puede observarse en los siguientes gráficos, la escasez de divisas (exceso de demanda) en el mes de abril se produjo básicamente por una disminución en la oferta de dólares ya que los niveles de demanda se mantuvieron en los elevados niveles de los últimos 3 trimestres. La reducción de la oferta de dólares se produjo como consecuencia de una caída en el financiamiento de los préstamos y de las inversiones de portafolio (estas últimas resultaron negativas durante dicho mes – probablemente por la salida de inversores extranjeros de las inversiones en Lebac).



¿Qué pasó entre Enero y Abril de 2018?

Abril 2018: fuerte caída del financiamiento: Préstamos e Inversiones de Portfolio ("Carry Trade" negativo)

Atesoramiento: se mantiene en niveles cercanos a los u\$s 2 MM / mes

Mayo 2018: la tormenta perfecta

Durante los últimos días de abril y los primeros días de mayo se produjeron diversos fenómenos² que no sólo redujeron aún más la oferta de divisas (que ya había caído en abril) sino que también aumentó fuertemente la demanda de dólares. Por un lado, la suba en la tasa de interés de largo plazo de Estados Unidos si bien afectó a la mayoría de los mercados emergentes, a la Argentina la complicó bastante más debido a la fuerte dependencia que tiene el país del endeudamiento externo para financiar su déficit de cuenta corriente (5% del PBI en 2018 – exceso de gasto sobre producción). Por otro lado, este aumento en las tasas de interés externas se produjo justo en un momento donde en Argentina confluyeron varios factores negativos:

- Aceleración importante de la tasa de inflación.
- Las autoridades del Banco Central venían de una disputa con la Jefatura de Gabinete que se había traducido en fuertes dudas sobre la independencia de la autoridad monetaria.
- Comenzaba a regir el impuesto a las tenencias de Lebac por parte de inversores externos en un mes donde el vencimiento de dichas letras representaba casi el 50% de las reservas del Banco Central.
- Las divisas liquidadas por el campo iban a ser sustancialmente menores que otros años como consecuencia de una mala cosecha por problemas climáticos.

² Para más detalles, consultar "Después de las turbulencias, ¿cómo sigue la economía?", Editorial del Informe de Coyuntura del IERAL, Año 27, Nro. 1118, 10 de Mayo de 2018, http://www.ieral.org/images_db/noticias_archivos/3791-Informe%20de%20Coyuntura.pdf

- La oposición y parte del propio oficialismo había mostrado un fuerte rechazo al ajuste tarifario (corazón del problema fiscal).

Este conjunto de factores generó una tormenta perfecta que produjo un colapso de la oferta de dólares y una importante expansión de la demanda de divisas. Esto se reflejó tanto en la cotización del dólar (aumentó 22% respecto de abril) como en la escasez de divisas (pérdida de reservas del BCRA) que pasó de u\$s 2.2 MM (miles de millones) en el mes de abril a u\$s 6.5 MM en mayo.

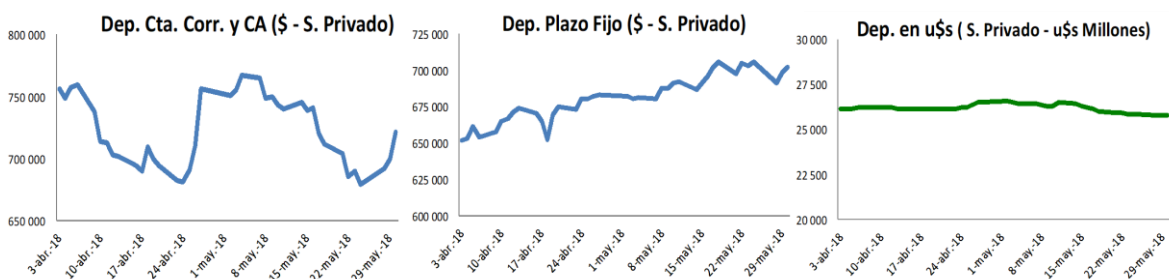
A diferencia de otras crisis, estas turbulencias estuvieron focalizadas solamente en el mercado cambiario. En los mercados de deuda, si bien se registraron caídas en los precios de los títulos públicos y subas en la prima de riesgo país mayores a la del promedio de los mercados emergentes, la misma sólo alcanzó niveles similares a los máximos del 2016 (votación del Brexit en UK y elecciones americanas con Trump ganador) y se mantuvo muy por debajo de los valores alcanzados durante la crisis del Cepo cambiario.

¿Qué tipo de crisis fue la de mayo 2018?

	Rodríguez 1975	M. de Hoz 1981	Hiper-1989	Tequila 1995	Convertibilidad 2001	Cepo 2011	Mayo 2018
Cambiaría	X	X	X		X	X	X
Bancaria		X		X	X		
Deuda		X			X		
Hiperinflación			X				



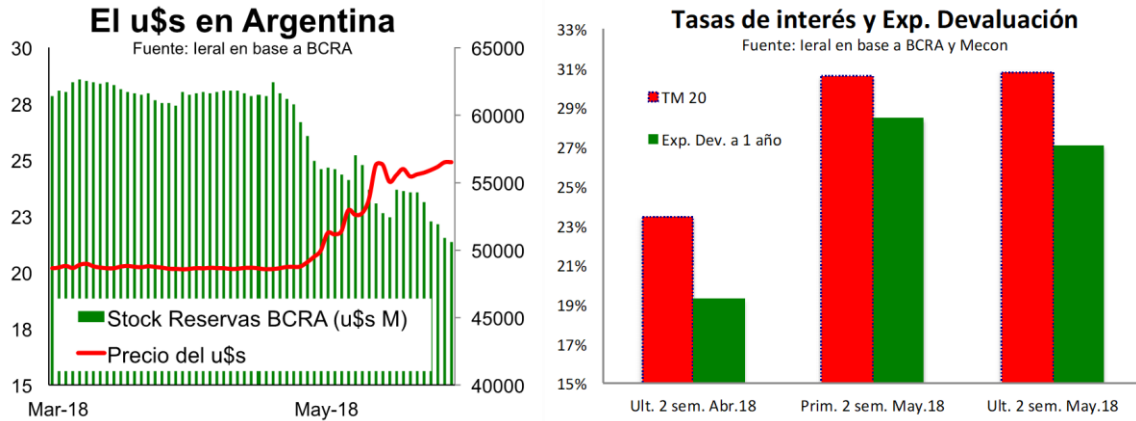
La corrida cambiaria tampoco tuvo importantes efectos sobre los depósitos bancarios que, como puede observarse en los siguientes gráficos, prácticamente no registraron grandes cambios.



Luego de subir fuertemente la tasa de interés de referencia, en las últimas dos semanas de mayo, el Banco Central logró cierta estabilización en el precio de la divisa en 25 \$/u\$s después del anuncio de una mega oferta de divisas (vender a ese precio hasta u\$s 5 MM - 10% de sus reservas).



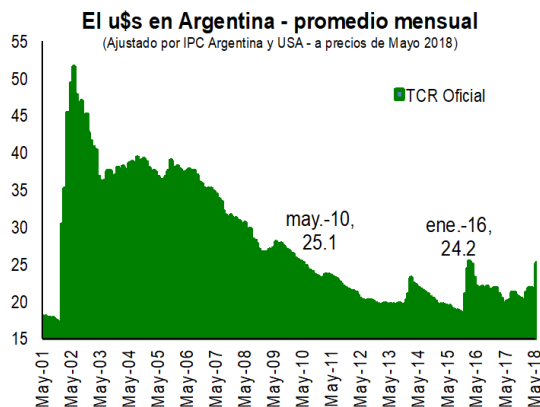
A pesar de la relativa estabilidad del dólar en los últimos días, tanto las altas tasas de interés pasivas (reflejan importantes expectativas de depreciación - a pesar del fuerte aumento que tuvo el tipo de cambio) como la casi permanente pérdida de reservas del BCRA son claros síntomas que la estabilidad completa del mercado cambiario aún no ha sido alcanzada.



¿Qué se necesita para estabilizar el mercado cambiario?

El nuevo contexto de menor financiamiento externo que enfrenta la Argentina (debido a las mayores tasas internacionales y al ascenso en la prima de riesgo país) aumenta necesariamente el tipo de cambio y hace imposible de financiar la dinámica que tuvo el mercado cambiario en los últimos meses del 2018.

El precio actual del dólar en términos de poder adquisitivo (TCR) resulta bastante más elevado al que tenía la divisa hace un año atrás (26%), un poco más alto que el de enero del 2016 (3% - salida del cepo) y muy parecido al de mediados del 2010.

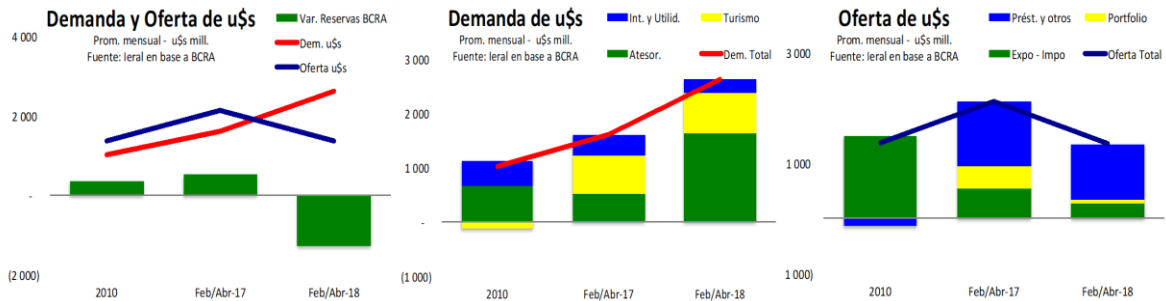


Los valores del mercado cambiario del año 2010 resultan un marco de referencia relevante de comparación no sólo porque el poder adquisitivo del dólar (TCR) era similar al actual sino también porque en dicho año no habían grandes desequilibrios cambiarios (entre oferta y demanda de dólares).

Teniendo en cuenta el menor acceso a créditos externos, para volver a tener la estabilidad cambiaria alcanzada en 2010 se necesitaría además de reducir considerablemente la demanda de dólares (menor atesoramiento y menor gasto en



turismo), también mejorar sustancialmente el saldo de la Balanza Comercial³ de forma tal que la oferta de divisas sea alimentada en gran parte por este componente y no principalmente por créditos externos e inversiones de portfolio como sucedió en los últimos tiempos.



En este marco, el acceso al financiamiento del FMI si bien resulta muy importante no es suficiente para estabilizar definitivamente el mercado cambiario. Los posibles fondos que otorgue dicho organismo internacional podrían asegurar tanto el financiamiento del déficit fiscal, como del pago de los vencimientos de deuda durante el resto del 2018 y quizás también para el 2019. De esta manera, estos fondos permitirían una menor dependencia de la emisión de pesos y un menor riesgo de default, y por lo tanto, podrían reducir la demanda de dólares por atesoramiento. Si bien esto resulta muy importante para el cortísimo plazo, en el mediano término difícilmente resulte suficiente en la medida que el poder adquisitivo del dólar vuelva a caer, que el déficit fiscal no se reduzca al ritmo esperado por el mercado y que se mantengan muy altos los vencimientos de Lebac de corto plazo. De suceder esto, no solamente la demanda de dólares (Turismo y Atesoramiento) podría volver a subir sino que el motor de la Balanza Comercial detrás de la oferta de dólares nunca terminaría de reactivarse y rápidamente podrían volver recargadas las presiones experimentadas en mayo en el mercado cambiario.

Conclusión

A pesar de la relativa estabilidad alcanzada en la nueva cotización del dólar, la evolución de las reservas del Banco Central y de las tasas de interés indicarían que el mercado cambiario aún no se ha equilibrado totalmente. Un acuerdo con el FMI que asegure el financiamiento tanto del déficit fiscal como de los vencimientos de la deuda sin duda serían muy importantes en el corto plazo pero en la medida que el poder adquisitivo del dólar vuelva a caer, que el déficit fiscal no se reduzca al ritmo esperado por el mercado y que se mantengan muy altos los vencimientos de Lebac de corto plazo, las presiones experimentadas en mayo en el mercado cambiario podrían volver.

³ Exportaciones menos Importaciones.