

EDICIÓN N°05 - 14 DE OCTUBRE DE 2024

ARTÍCULOS - *UNA VERSIÓN DE ESTE INFORME SE PUBLICÓ EN LA VOZ 13/10/24.*

VERANITO CAMBIARIO ¿DESEMBOCA EN LA SALIDA DEL CEPO?

POR
JORGE VASCONCELOS

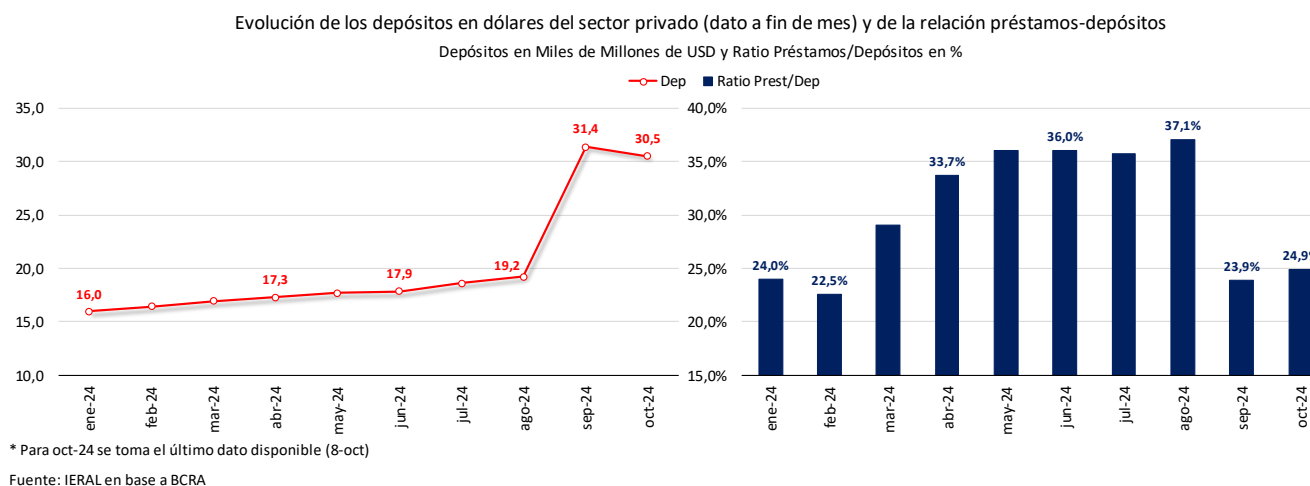


IERAL

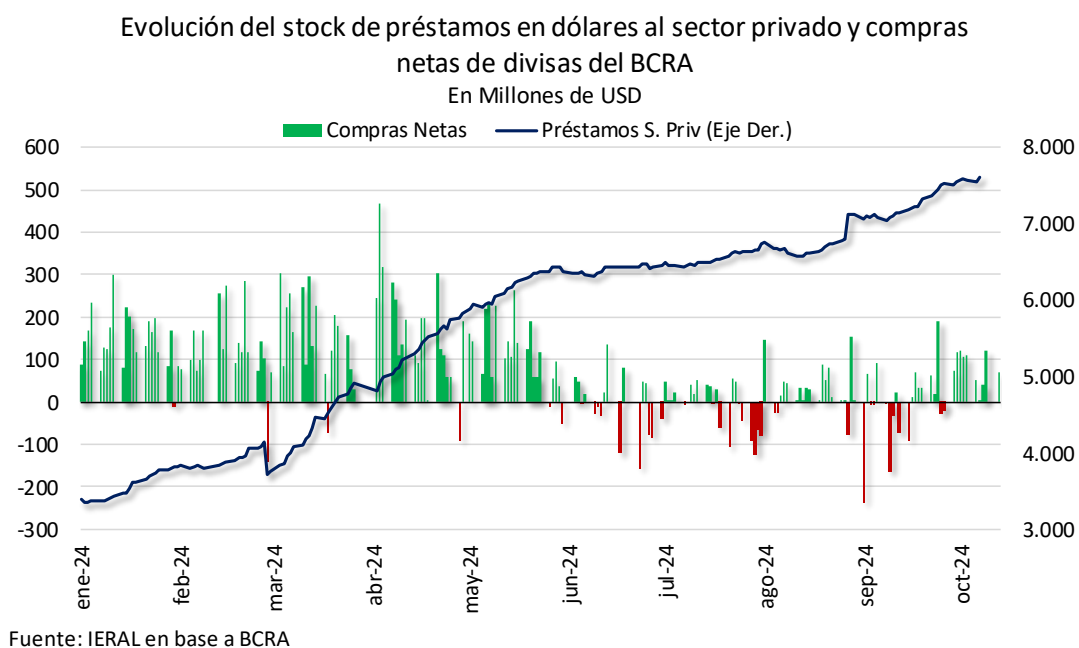
Fundación
Mediterránea

La menor brecha cambiaria y el descenso del riesgo país no han modificado el discurso oficial respecto a que no hay un tiempo definido para la salida del cepo. Incluso, se refuerza ese mensaje argumentando que “se puede crecer con este tipo de restricciones cambiarias”, pero se cita el caso de China que, por su altísima tasa de ahorro nacional, es cierto que ha podido prescindir de flujos de capitales significativos para sostener una elevada tasa de inversión. No es el caso de la Argentina. El más reciente de los requisitos para una eventual salida del cepo sería la convergencia de la inflación local a la internacional, pero la sustentabilidad del escenario pos-cepo no depende de un dato puntual, sino de variables en equilibrio del sector externo y del fiscal. Paradójicamente, el remanso de las últimas semanas en brecha cambiaria y riesgo país ha reforzado en la percepción del mercado la continuidad del cepo, con un ROFEX en el que los contratos para marzo de 2025 del tipo de cambio oficial se pactan a 1.168 pesos. Pero si el gobierno estuviera dispuesto a contradecir su propio discurso, tampoco podría anticiparlo. Dada las legislativas del año próximo, la oportunidad para sorprender y quitar restricciones del mercado cambiario tiene sólo una ventana, y se corresponde con esta temporada de verano. En principio, debería ser una movida ejecutada bajo el paraguas del FMI, pero no hay demasiados indicios en esa dirección.

Causa y consecuencia del remanso de los mercados, en las últimas diez ruedas el Banco Central acumuló un saldo comprador en el segmento oficial de cambios de USD 811 millones (promedio diario de 81 millones). Una dinámica que claramente no responde a mejoras en los flujos del comercio exterior, sino al hecho que el blanqueo está operando como una suerte de entrada de capitales, en la medida en que el aumento de los depósitos en dólares se empieza a reciclar a través de nuevos créditos en esa moneda, o por la suscripción de Obligaciones Negociables emitidas por empresas locales.

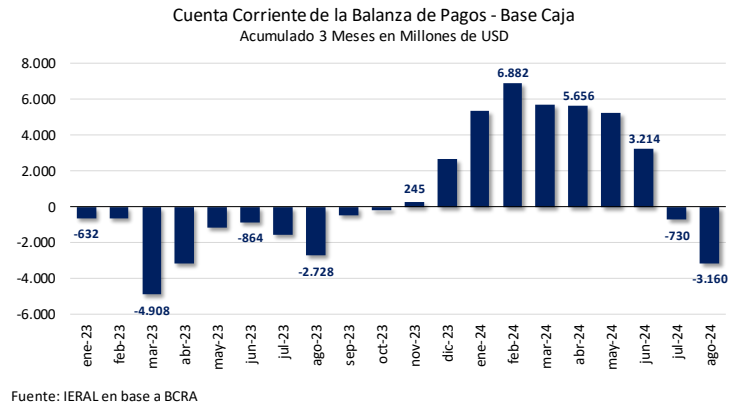


Los depósitos en dólares, que aumentaron en 11,9 mil millones de dólares desde mediados de agosto, favorecen la evolución de las reservas brutas del Banco Central, por el cómputo de los encajes, pero el impacto positivo en los mercados deriva de una “vuelta de tuerca” adicional, que tiene que ver con la aplicación de los “argendólares” a créditos o bonos privados. Y esto es lo que ha ocurrido en las últimas semanas, aunque todavía es temprano para evaluar la duración y profundidad del fenómeno.

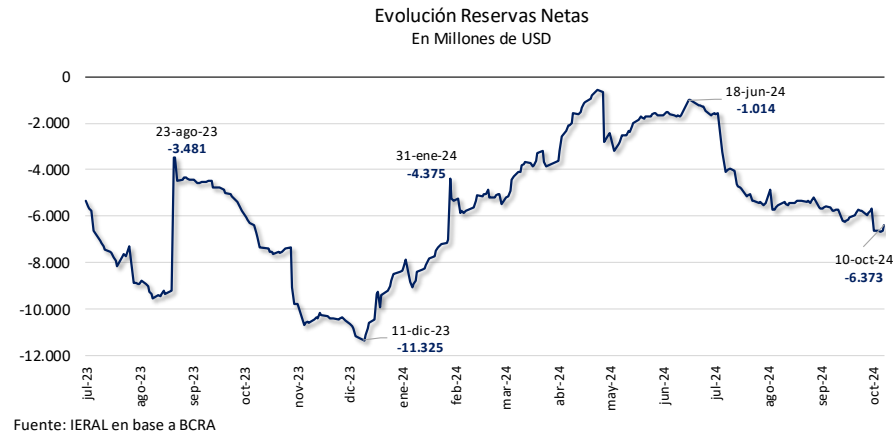


En este sentido, el Blanqueo de capitales y sus derivaciones está permitiendo frenar una dinámica poco confortable en el frente externo, ya que desde julio se alternaban los saldos compradores con los vendedores en las operaciones diarias del BCRA.

Ocurre que, desde mediados de año, había entrado en terreno negativo la cuenta corriente del balance de pagos base caja (que excluye del cómputo el 20 % de las liquidaciones de los exportadores, que se realizan por el CCL). Hasta junio, el acumulado de tres meses mostraba un superávit de 3,2 mil millones de dólares en la cuenta corriente del balance de pagos, pero ya para agosto ese saldo pasó a un rojo de 3,16 mil millones. Un deterioro de 6,36 mil millones en un par de meses!!



Por eso, cuando los efectos positivos del blanqueo y sus efectos colaterales empiecen a ceder, el problema de los flujos externos volverá a plantearse y, en ese contexto, la vigencia del “blend” habrá de lucir cada vez más disfuncional al doble objetivo de extender el rebote del nivel de actividad (que habrá de requerir financiar un aumento de importaciones cercano a los 10 mil millones de dólares en 2025) y de comenzar a recuperar reservas netas del Banco Central, desde el “subsuelo” actual (negativas en 6,4 mil millones de dólares, incluyendo vencimientos de BOPREAL).



Las idas y venidas respecto a cuál habrá de ser el “momento propicio” para salir del cepo tienen que ver, justamente, con lo descripto.

Ventajas y desventajas con 2015, cuando el expresidente Macri decidió levantar los cepos al cambio y al comercio exterior:

En primer lugar, como aquella terminó siendo una mala experiencia (algunas restricciones volvieron antes de fin de 2019) ahora salir del cepo debe ser visto como algo irreversible; de lo contrario habría demasiado “ruido” del lado de las expectativas.

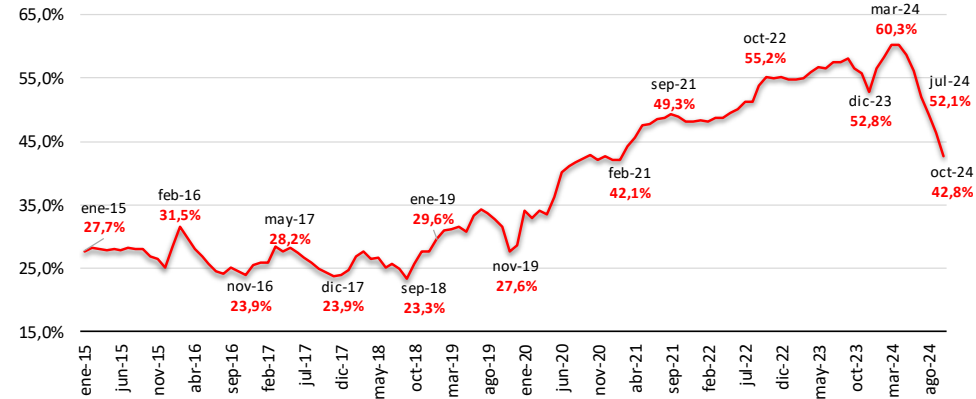
Juega muy a favor del presente la comparación del nivel de gasto público medido en dólares. Tomando el promedio mensual de julio y agosto de 2024, la cifra anualizada apunta a 104 mil millones de dólares (al tipo de cambio oficial), cuando el anualizado de aquellos meses de 2015 se ubicó, en moneda constante, en los 214 mil millones de dólares, un guarismo insustentable. Ya se ha analizado aquí que la variable del gasto primario del sector público nacional medido en dólares es un indicador extremadamente relevante para medir si la política fiscal está contribuyendo al equilibrio interno y externo de la macro, o si constituye una fuente de desestabilización. Esa variable era insustentable en 2015, mientras que en el presente es claramente un factor estabilizador.

En cambio, cuando se contrastan datos de deuda pública en manos de acreedores privados, las condiciones de 2024 son mucho menos propicias, comparado con 2015 (por aquellos años, la Argentina estaba fuera del circuito del crédito internacional). En el presente, los pasivos estatales en manos de acreedores privados alcanzan al 40,0 % del PIB, con deuda doméstica en torno al 15,0 % del PIB, mientras en 2015 esos guarismos eran de 20,0 % y 7,0 %, respectivamente.

Respecto a este punto, resalta el rol adquirido por el sistema financiero en los últimos años, como demandante de “última instancia” de la deuda pública. Los bonos del Tesoro ahora representan el 42,8 % del total de los activos bancarios (tras un pico de 60,3 % en marzo), cuando en 2015 ese guarismo era de 25,0 %. Esta es un arma de doble filo, siendo poco saludable tamaña exposición del sistema a deuda del Tesoro. En parte esto tiene que ver con la diferencia entre el nivel actual del riesgo país, cercana a los 1100 puntos, con los 480 puntos de fin de 2015.

Como se analizó en otra oportunidad, el factor deuda podría ser más determinante que el factor dólar en alimentar los reparos del gobierno a la hora de pensar en el levantamiento del cepo. Sin el cepo ni la participación del sistema financiero en las licitaciones, hubiera sido imposible para la gestión anterior emitir deuda pública doméstica por el equivalente a 10,2 % del PIB en 2023.

Participación de Títulos Públicos (en moneda nacional y extranjera)
en el Activo de las Entidades Financieras
En % del Activo



* Oct-24 promedio hasta el día 08, último dato disponible

Fuente: IERAL en base a BCRA

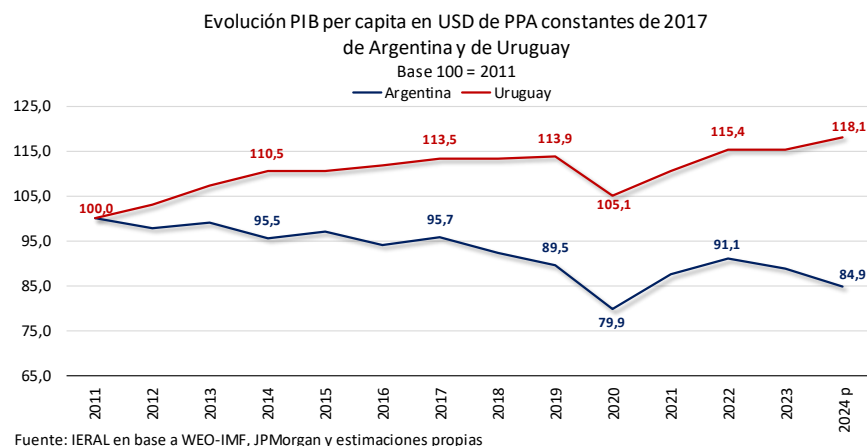
El curso de los acontecimientos entrelaza inevitablemente la marcha de la inflación, el nivel de actividad y el sector externo. La demora de la convergencia de la inflación al 2,0% de deslizamiento del tipo de cambio no es gratuita, ya que en la fase en la que la inercia inflacionaria puede comenzar a perder fuerza, se está empalmando con otra etapa en la que no será sencillo contener las expectativas de corrección cambiaria por el deterioro de las cuentas externas, partiendo de la base que la entrada de capitales derivada del blanqueo tenderá a debilitarse en el futuro.

Pese a un nivel de gasto del sector público nacional que podría considerarse “de equilibrio” (104 mil millones de dólares, anualizando los datos de julio y agosto), el rojo de la cuenta corriente del balance de pagos irrumpió en un contexto en el que el rebote del nivel de actividad recién ha comenzado. Las importaciones no energéticas parecen adelantarse al ritmo de recuperación del PIB, ya que los datos de julio y agosto de compras al exterior (promedio mensual de 4,7 mil millones de dólares) ya superaron la referencia de fin de 2022, principios de 2023, pese a que el PIB desestacionalizado en el presente todavía se ubica un 5,0 % debajo de aquel momento.

En la batalla por la convergencia de la tasa de inflación a la de devaluación, los precios de los bienes en setiembre aterrizaron a una variación del 3,0 %, pero los servicios anotaron un 4,6 %, que a pesar de haber desacelerado respecto al mes previo, continúan mostrando una inercia difícil de cortar.

Seguramente, el IPC del 3,5 % reforzará la convicción oficial alrededor del tipo de cambio como ancla para la inflación. Las políticas de estabilización utilizan muchas veces ese instrumento, pero debe subrayarse que el tipo de cambio de equilibrio no es una constante. Es una variable que fluctúa, dependiendo de la evolución de la demanda agregada y del gasto público en dólares en lo interno, pero también de la entrada o no de capitales, de la disponibilidad y el costo del financiamiento externo y de la trayectoria de los términos de intercambio.

Así, el “veranito cambiario” será útil para extender el horizonte de la política económica, pero no habrá de cerrar la puerta a las preguntas recurrentes acerca de cómo será el empalme del actual esquema con un régimen monetario/cambiario de carácter permanente. La ingeniería financiera permitirá hacer frente a una parte de los compromisos externos de 2025, alimentada en buena medida por la dinámica de las últimas semanas, pero falta bastante para el escenario en el que “naturalmente”, los vencimientos de deuda se refinancian.



De cara al mediano y largo plazo, la Argentina está muy lejos de China en cuanto a la dimensión del ahorro doméstico como fuente de financiamiento de las inversiones. La Argentina es mucho más parecida a Uruguay, país que no cayó en la tentación de los cepos y, por mantener abierto los flujos dentro del balance de pagos, en los últimos trece años nos sacó 33,2 puntos porcentuales de ventaja en la variación del PIB por habitante. Desde 2011, cuando el gobierno de turno inauguró la era de los cepos, la Argentina experimentó una caída de 15,1 % en el PIB por habitante, mientras que, del otro lado del río, Uruguay registraba un incremento de 18,1 % en ese indicador.

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL). Dirección Osvaldo E. Giordano. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley N° 11723 - N° 2328, Registro de Propiedad Intelectual en trámite. Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente. Sede Buenos Aires y domicilio legal: Viamonte 610 2° piso, (C1053ABN) Buenos Aires, Argentina. Tel.: (54-11) 4393-0375. Sede Córdoba: Campillo 394 (5001), Córdoba., Argentina. Tel.: (54-351) 472-6525/6523. E-mail: info@ieral.org ieralcordoba@ieral.org