



# INFORME DE COYUNTURA

## Ante una posible salida del cepo un dólar de \$12 Convergería a valores atractivos

### Staff de Reporte Económico

Lic. Alejandro Banzas  
(Economista Jefe)

### Economistas y Profesionales

Lic. Cecilia Alvis

Lic. Sergio Burlando

Lic. Lorena Fernandez

Lic. Federico Grasso

Dr. José M. Krause Mayol

Sr. Xavier Lambruschini

### Contacto

info@reporte economico.com.ar

[www.reporteeconomico.com.ar](http://www.reporteeconomico.com.ar)

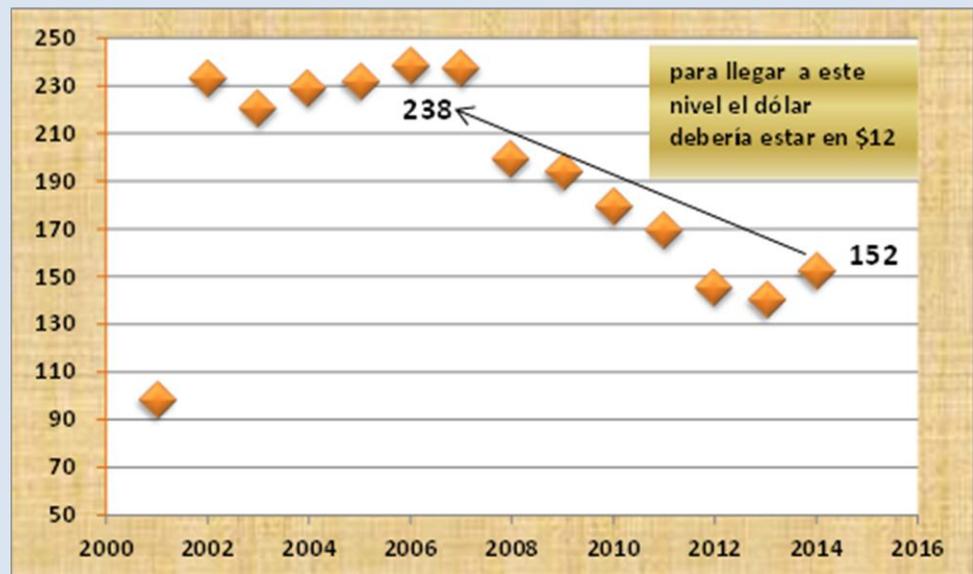
También en Facebook. - y Twitter.

Los dólares que se van por el ya conocido dólar ahorro, durante el año en curso ascendió a la friolera de u\$s 2.500 millones, a lo que se adiciona unos u\$s 500 millones por turismo, lo que totaliza unos u\$s 3.000 millones, más del 10% del stock actual de las reservas.

De continuar con esta modalidad y considerando un incremento en los salarios formales de la economía de un 35% promedio y una devaluación del 25% anual se irían unos u\$s 3.200 millones adicionales al pago de la deuda por u\$s 12.000 millones estimados en el propio presupuesto enviado por el gobierno.

**Reporte Económico** procedió a correr el tipo de cambio real multilateral, a efectos de analizar cual debería ser el tipo de cambio de equilibrio. Según surge del mismo, se destaca que a fin del mes de diciembre se habrá perdido el impacto de la devaluación del mes de enero de este año, y para recuperar los valores del mejor momento de la última década (Año 2006) el dólar nominal debería ser de \$12 (238 según el índice).

### Gráfico N° 1 Evolución del Tipo de Cambio Real Multilateral (2001-2014)



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC-IPC Congreso y Mecon.

Más allá de la discusión recurrente acerca de la fortaleza y la competitividad del tipo de cambio, lo cierto es que la economía argentina está atravesando discusiones más sustantivas. En efecto, la fuerte intervención en el mercado cambiario llevó al BCRA a controlar las divisas, tanto desde el lado de las exportaciones como de las importaciones, abriendo un interrogante acerca de los beneficios implícitos que puede traer una devaluación del tipo de cambio.

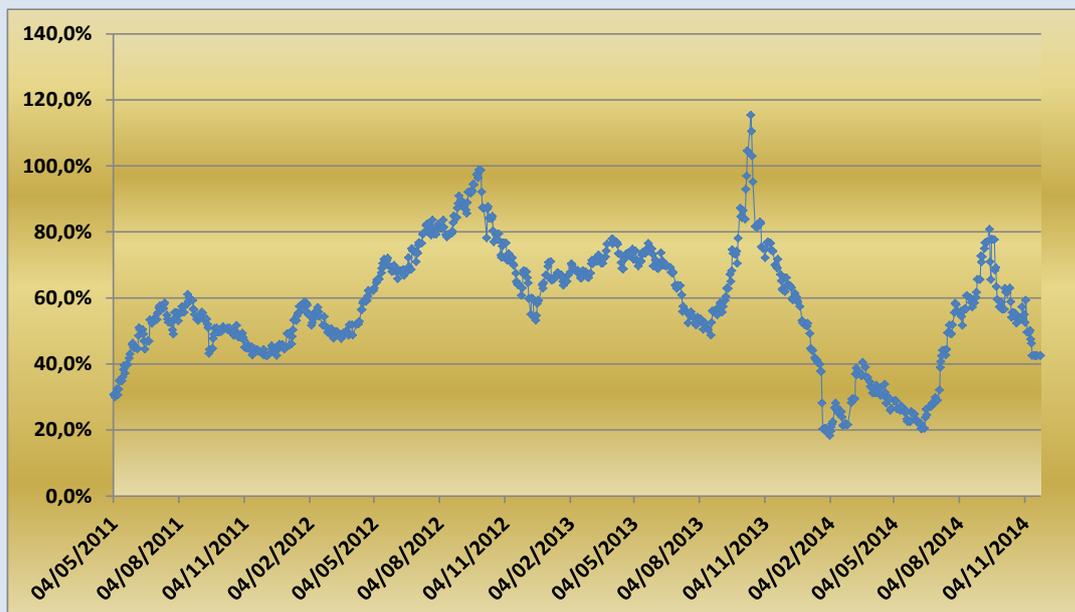
Con información oficial al mes de octubre el acumulado del balance comercial arrojó una caída del 14,5% respecto al mismo período del año anterior lo que representó un saldo favorable de u\$s 6.151 millones. Ese menor saldo comercial, junto al pago de la deuda con reservas afrontadas en el último año implicó que las mismas no crezcan, pero al menos han detenido su descenso (que no es poco) y alcanzaron unos u\$s 28.300 millones a mediados de noviembre.

En otro orden, los mayores controles ejercidos por el BCRA y el swap con China al mismo tiempo que se demoraron los pagos a los importadores ejercieron un efecto positivo a la hora de acortar la brecha entre el dólar ilegal o Blue respecto al contado con liquidación (ver gráfico 2)

Mientras tanto, se observó una desaceleración de las compras del dólar ahorro como consecuencia de la disminución de la brecha entre el oficial y el blue, pero acumularon en el año u\$s 2.500 millones producto de compras promedio por un monto de u\$s 635 dólares, en tanto que por turismo ese monto trepa a u\$s 1.130 per cápita.

**La brecha disminuye, ¿se podrá converger al 20%?**

**Gráfico N° 2.- Brecha Dólar oficial y Contado con liquidación.- (2011-2014)**



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.-

“Alcanzar una brecha del 20% al mismo tiempo de coordinar políticas sustantivas podría generar la oportunidad de salir del cepo cambiario a un menor costo en materia de precios”. Hoy la misma se ubica en el 42%.

**DEL ANÁLISIS DE REPORTE ECONÓMICO**

Surge que reducir el déficit del 4,5% del PBI a un 2,5% es posible sin resignar políticas sociales básicas.

Se deben buscar fuentes genuinas de financiamiento sin recurrir a la inflación.

Disminuir la tensión de precios será la mejor política distributiva y progresista para los próximos 4 años.

- ✓ Bajo este escenario y de continuar disminuyendo la brecha, con un arreglo con los hold out que permita disminuir las tensiones en el mercado cambiario hacia el resto del año 2015, el gobierno podría estar en condiciones de dejarle al próximo mandatario la facultad de liberar el cepo cambiario, con un pequeño salto devaluatorio, que no necesariamente implique tensiones en el nivel de precios.
- ✓ Sabido es, que a quien le toque “bailar con esta fea”, deberá adecuar las actuales condiciones fiscales y monetarias, como condición necesaria pero no suficiente, para liberar el mercado cambiario. En efecto, será indispensable que el BCRA cuente con un stock de dólares de intervención lo suficientemente consistente como para poder liberar el mercado y que no implique un ajuste doloroso para la economía en su conjunto, y en particular para el salario. Para ello, deberá contar según nuestras estimaciones a “mano alzada” de unos u\$s 10.000 millones que permita sostener el “over shooting” que traerá la liberación del mercado.
- ✓ Para ello, y tal como acabamos de señalar, el déficit fiscal que se sitúa en el 4,5% hacia fin del presente año necesita ser financiado de otra manera que no sea monetizándose y convalidando subas de precios. Utilizar el BCRA, el Anses o indirectamente el BNA para financiar al tesoro tiene un límite y quitar esta presión significara reducir hacia el futuro mayores tensiones inflacionarias.
- ✓ Finalmente, la economía necesita de un debate serio y profundo que permita avanzar en reordenamientos fiscales tanto a nivel nacional y provincial que implique una baja del impuesto a las ganancias. Para ello, necesariamente implica reducir los gastos improductivos y reordenar los tributos que traban el desarrollo como el impuesto a las ganancias que atenta contra el asalariado y el impuesto a los débitos y créditos bancarios que es una barrera de acceso al financiamiento. El cambio requerirá alto vuelo profesional para no desfinanciar planes sociales o conquistas alcanzadas en materia de asignaciones, subsidios y jubilaciones.
- ✓ La tarea no es sencilla pero desde aquí alentamos creatividad y decisión política. El juego en manos del Estado es una opción el gravamen a la renta financiera es otra, y finalmente hacer un giro de 180 grados en materia de política de asignación de subsidios. Estos deberían enfocarse a la demanda y no a la oferta como hasta ahora.
- ✓ Quienes apuestan a este escenario, especulan hoy con al compra del Bono Dollar -linked que potencia su TIR en la medida que se alcance un mercado cambiario unificado.

## **SISTEMA FINANCIERO**

El aporte del sistema financiero a las reservas esta sustentado en los depósitos en moneda extranjera en las entidades bancarias. Con información del BCRA al 14 de noviembre –última disponible- los depósitos totales en dólares alcanzaron unos u\$s 8.406 millones, en tanto que los provenientes del sector privado registraron u\$s 7.117 millones. Un año atrás era de u\$s 8.009 millones y u\$s 6.700 millones, lo cual refleja una suba moderada pero sostenida pero muy lejos de los valores alcanzados a finales del año 2011 donde se puso en práctica el cepo cambiario.

En efecto, en noviembre del año 2011, los depósitos totales del sistema financiero acumulaban unos U\$s 14.056 millones, un 40,2% menos (- u\$s 5.650 millones), mientras que las imposiciones en dólares del sistema financiero registraban unos u\$s 12.926 millones, un -44,9% menos (-u\$s 5.809 millones).

Como contraparte, los préstamos al sector privado en dólares también registraron en los últimos años –medido desde noviembre del 2011- una caída significativa. El stock al día 14 de noviembre alcanza unos u\$s 3.524 millones que contrastan con los u\$s 9.853 millones de noviembre el 2011.

La salida de capitales de la economía, al mismo tiempo que se avanzaba en el control de las operaciones del mercado cambiario, tuvo su correlato en la menor asistencia en dólares hacia las compañías que optaron por fondearse en pesos.

Las mayores intervenciones regulatorias tuvieron el objetivo de poder controlar la oferta de divisas ante un escenario particular, que se desarrollo a partir del fallo Griesa y que perjudicó a la Argentina a la hora de hacer efectivo el pago a los bonistas que entraron al canje.

## **PAGO DE LA DEUDA CON RESERVAS**

Según reza el artículo 38 de la ley de Presupuesto el pago de la deuda y gastos en moneda extranjera con reservas alcanzaría unos u\$s 11.889 millones. Como contrapartida el Tesoro emitirá una letra a 10 años por similar valor con ajuste trimestral de intereses a la misma tasa que recibe el BCRA por la colocación de las reservas. A este monto debe considerarse, los dólares que se van por gastos en turismo y el ya conocido dólar ahorro que durante el año en curso ascendió a la friolera de u\$s 2.500 millones por dicho concepto a lo que se adiciona unos u\$s 500 millones por turismo lo que totaliza unos u\$s 3.000 millones más del 10% del stock actual de las reservas.

Bajo este contexto, la oferta genuina de dólares pasa por los ingresos provenientes del comercio exterior. Las cifras proyectadas para el fin del año en curso del balance comercial, se ubicarían entorno a los u\$s 7.000 millones, y para el año próximo el presupuesto nacional pronostica unos u\$s 9.000 millones, el cual luce moderado. Según nuestras proyecciones, contemplando que el precio de los comodities se mantengan en promedio en valores similares a los del año en curso, el saldo comercial se ubicaría entorno a los u\$s 5.000 millones. Este resultado, contempla que el gobierno resuelve satisfactoriamente el conflicto con los fondos buitres al mismo tiempo que cede al incremento de las importaciones a fin de no profundizar la desaceleración económica en un año electoral.

En síntesis, la economía continúa atada a la resolución de los conflictos derivados del fallo del Juez Griesa, como así también de las dificultades de orden interno que repercute en una menor oferta de dólares en la economía. El escenario se alivia en la medida que disminuyan las tensiones e incertidumbres que redunden en el ingreso de dólares frescos, provenientes de inversiones, fundamentalmente la espera esta centrada en los sectores petrolero y telecomunicaciones.-