

Medidas inefectivas y costos altos

Equipo LCG

Ayer, en combinación con la presentación del Presupuesto 2021, se hicieron anuncios que apuntan a atender los problemas que está teniendo la política cambiaria. A decir verdad, son dos problemas específicos: la pérdida continua de reservas internacionales y la brecha cambiaria con el tipo de cambio oficial. Pero **es difícil intentar comprender cuál de los dos problemas quiso atacar el gobierno con la batería de medidas anunciada.**

En líneas generales, las medidas anunciadas se pueden condensar dentro de 3 grandes grupos.

El primero grupo de medidas se focaliza en la restricción al minorista donde aparecen dos novedades: una suba de precio (devaluación implícita) y un endurecimiento al cupo mensual.

Al impuesto país del 30% se le suma una retención del pago de impuesto a las ganancias del 35%, por lo que el precio del dólar para la persona de a pie ahora es de \$133. La deducción de la retención no es inmediata, sino que se toma en la liquidación anual. Se trata de una diferencia respecto a la retención del mismo impuesto durante el cepo del período 2011-2015 donde se podía deducir inmediatamente en el mismo mes.

Claramente esto no apunta al problema de la brecha. El mercado paralelo estará menos ofrecido, por lo que es esperable que suba el dólar blue como se registra en las primeras operaciones del día de hoy.

Respecto al freno de la demanda de reservas internacionales, si bien ahora el premio de arbitrar entre \$150 que está cotizando actualmente y \$135 es más bajo, no desaparece. Pero más grave aún es el riesgo que puede existir en términos de movimientos de stocks.

El grado de improvisación y contradicciones en menos de una semana en materia cambiaria trae incertidumbre. ¿Qué garantiza que los \$ 1,9 Bn que hay en plazo fijo minorista en pesos no quieran ir a transformarse en un dólar paralelo más alto? ¿Qué garantiza que los que tienen depósitos en dólares no se asusten y quieran retirar sus tenencias de los bancos? Si bien de los USD 17.450 M depositados el 70% está encajado, la salida de estos puede contagiar a la huida de pesos a dólares.

El endurecimiento del cepo, a partir de computar dentro del cupo de USD 200 los gastos con tarjeta en moneda extranjera, tampoco garantiza que el BCRA no siga perdiendo reservas. Incluso la puede acelerar dado que la decisión de alguien que no le gusta tomar riesgos en un contexto de incertidumbre es la de adelantar cobertura, algo que se puede hacer consumiendo en dólares con tarjeta. Esta medida es ineficaz para los dos problemas planteados.

La segunda medida es preocupante. En los próximos 6 meses las empresas tienen que pagar deuda financiera en moneda extranjera por poco más de USD 3.000 M, de los cuales el BCRA le dará autorización para comprar en el MULC solo el 40%. Hay una invitación a que los privados utilicen sus dólares, reestructuren deuda o bien la paguen adquiriendo dólares con títulos. Cabe recordar que, si un importador prefiere esta última vía para cancelar obligaciones, no podrá importar al dólar CCL. Esto surge de la normativa N 7030.

Esta medida apunta a reducir la demanda de reservas internacionales en el corto plazo pudiendo ahorrarse máximo unos USD 2.000 M al costo de poder tener que sufrir una brecha más elevada en el CCL y empeñando credibilidad a futuro, con un Estado entorpeciendo la operatoria de deuda de empresas privadas.

El tercer grupo de medidas apuntan sobre el parking. Las operaciones entre residentes podrán realizarse con mayor fluidez, incluso quitándole el parking para la venta de títulos a personas físicas. Esto no afecta la pérdida de reservas internacionales, pero se suma una exigencia de 15 días de parking para girar dólares al exterior. Esto podría generar que el CCL y el MEP operen con cierta brecha entre sí.

Al mismo tiempo el parking de 15 días para salir del país complica la operatoria para los inversores extranjeros que están dentro del país en pesos. El precio para salir de los no residentes podría ser distinto. Difícilmente pueda esto desalentar la brecha: quien es no residente y queda cautivo en pesos está dispuesto a salir a un precio más elevado. No es despreciable la posibilidad que aparezca una nueva cotización de contado con liquidación para no residentes.

Un problema más grave

Como vimos, ninguna de las medidas asegura el éxito en ninguna de las dimensiones del problema cambiario: dimensión de la brecha y pérdida de reservas. La corrección del tipo de cambio es imposible de sortear, falta decisión política o quedarse sin combustible (reservas).

Cuando el BCRA empieza a tomar medidas que restringen operaciones de montos tan bajos, es una señal de la debilidad de su posición patrimonial. Siempre que se le cuentan las costillas al BCRA termina ajustando por precio: sube el tipo de cambio. Esta vez se las está contando el mismo. **El ajuste del tipo de cambio no es inminente, pero es inevitable.**

Sin embargo, consideramos más grave aún el problema de la credibilidad que estas medidas generan. Hace días el Ministro de Economía y la Vicejefa de Gabinete anunciaron que no habría medidas respecto al mercado de cambios y luego lanzan esta batería de regulaciones restringiendo o haciendo más duro al cepo cambiario.

En ese sentido, ¿con qué nivel de credibilidad se interpreta el mensaje del presupuesto que asume una inflación del 29% para diciembre 2021? ¿cómo se aborda un plan anti inflacionario (que todavía no existe) sin credibilidad? ¿cómo se frena la salida de reservas si se quiere gastar lo que no tiene, credibilidad? ¿cómo fomentar la iniciativa privada con estos cambios de reglas de juego? ¿cómo invertir en una economía que tendrá al menos 5 tipos de cambio donde el menos representativo es el oficial?

Son preguntas complejas porque dan la sensación que, una vez más, se pone el carro delante del caballo. La cuestión de no devaluar para cuidar a los sectores más vulnerables nos termina empobreciendo a todos. El mismo mensaje del presupuesto habla acerca de restringir el crecimiento para no caer en problemas cambiarios y de una necesidad de cambiar el sector productivo para no tener allí orígenes de crisis macroeconómicas.

“Desde el punto de vista fiscal, si bien se mantendrá un esfuerzo importante en pos de la recuperación, particularmente en el gasto de capital, la capacidad de financiamiento del gasto impondrá límites precisos a dichos estímulos. Por otro lado, un crecimiento rápido afectaría el balance comercial debido a la mayor demanda de importaciones. Para alcanzar un sendero

de consistencia macroeconómica es necesario mantener un balance comercial que permita la acumulación de las reservas internacionales con el fin de suavizar las regulaciones sobre los mercados de cambios". Mensaje del Poder Ejecutivo Nacional adjunto en el Proyecto de Ley de Presupuesto 2021, página 29.

La vía de escape no es la de mantener lo insostenible. Depreciar al peso una vez que tengamos menos reservas que las actuales será más doloroso para todos. Quizá resultaba mejor cortar al problema de raíz y atender las consecuencias de una devaluación que despeje el horizonte para crecer. A fin de cuentas, allí es donde vamos a terminar, pero partiendo de una situación peor. Incluso desdoblarse y formalizar un tipo de cambio financiero, que ya existe, era una decisión superadora a este cúmulo de inconsistencias que termina afectando a las expectativas de inversión y producción.