



IERAL

Fundación  
Mediterránea

## Revista Novedades Económicas

Año 42 - Edición Nº 1030 – 24 de Agosto de 2020

### Urge bajar la brecha cambiaria; ¿cuál es la receta?

**Jorge Vasconcelos**

[jvasconcelos@ieral.org](mailto:jvasconcelos@ieral.org)

**Edición y compaginación**  
Karina Lignola y Fernando Bartolacci



**IERAL Córdoba**  
(0351) 473-6326  
[ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org)

**IERAL Buenos Aires**  
(011) 4393-0375  
[info@ieral.org](mailto:info@ieral.org)

**Fundación Mediterránea**  
(0351) 463-0000  
[info@fundmediterranea.org.ar](mailto:info@fundmediterranea.org.ar)

## Urge bajar la brecha cambiaria; ¿cuál es la receta?<sup>1</sup>

La brecha entre el dólar "libre" y el oficial, de más del 70 %, supera ampliamente el registro promedio del cepo de 2012 a 2015, que fue de 45 %. Esto no debería sorprender, ya que en 2020 la emisión monetaria destinada a financiar al Tesoro será de entre 6,5 y el 7,0 % del PIB, más que duplicando el 2,8 % promedio de transferencias del BCRA en los años del cepo anterior. La búsqueda de activos que protejan contra la devaluación de la moneda local es una fuerza superior a la de los años 2012/15 por la "lluvia de pesos", pero también porque los agentes económicos saben que el cepo original dejó sin reservas al Central, pese a que fin de 2011 había 33 mil millones de dólares de libre disponibilidad, que comparan con sólo 7,7 mil millones del presente (computando el oro). Bajo estas condiciones, prohibir el cupo de 200 dólares para los ahorristas sólo serviría para deteriorar más las expectativas, ampliar la brecha y alejar un eventual escenario de estabilización. ¿Puede bajarse la brecha cambiaria a un nivel "civilizado", del orden del 30 %?. Para intentarlo se necesita desactivar los riesgos que nublan el horizonte de la macro, que tienen que ver con el déficit fiscal y su financiamiento, junto con el amenazante crecimiento de la deuda del Banco Central (Leliq). En el sendero de la estabilización podrían utilizarse instrumentos transitorios como el desdoblamiento cambiario, pero sin cimientos sólidos en lo fiscal y monetario, no dejarían de ser artilugios con poco futuro.

---

<sup>1</sup> Una versión de este artículo fue publicada en el diario La Voz del Interior el 23 de Agosto de 2020

La brecha entre el dólar “libre” y el oficial, de más del 70 %, supera ampliamente el registro promedio del cepo de 2012 a 2015, que fue de 45 %. Esto no debería sorprender, ya que en 2020 la emisión monetaria destinada a financiar al Tesoro será de entre 6,5 y el 7,0 % del PIB, más que duplicando el 2,8 % promedio de transferencias del BCRA en los años del cepo anterior. La búsqueda de activos que protejan contra la devaluación de la moneda local es una fuerza superior a la de los años 2012/15 por la “lluvia de pesos”, pero también porque los agentes económicos saben que el cepo original dejó sin reservas al Central, pese a que fin de 2011 había 33 mil millones de dólares de libre disponibilidad, que comparan con sólo 7,7 mil millones del presente (computando el oro). Bajo estas condiciones, prohibir el cupo de 200 dólares para los ahorristas sólo serviría para deteriorar más las expectativas, ampliar la brecha y alejar un eventual escenario de estabilización. ¿Puede bajarse la brecha cambiaria a un nivel “civilizado”, del orden del 30 %?. Para intentarlo se necesita desactivar los riesgos que nublan el horizonte de la macro, que tienen que ver con el déficit fiscal y su financiamiento, junto con el amenazante crecimiento de la deuda del Banco Central (Leliq). En el sendero de la estabilización podrían utilizarse instrumentos transitorios como el desdoblamiento cambiario, pero sin cimientos sólidos en lo fiscal y monetario, no dejarían de ser artilugios con poco futuro.

**Variables comparadas entre dos cepos**

	2012/15	2020
<b>Financiamiento monetario del Tesoro (% del PIB)</b>	2.8%	6.5%
<b>Brecha cambiaria</b>	45%	70%
<b>Atesoramiento / tarjetas como % del superávit comercial</b>	116%	90%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea

Cuando las dificultades en la macroeconomía aparecen por el lado de los malos incentivos que genera una brecha cambiaria de la magnitud de la actual, más claro se ve también la necesidad de atacar los determinantes del problema. Limitarse a las consecuencias acarrea más costos que beneficios.

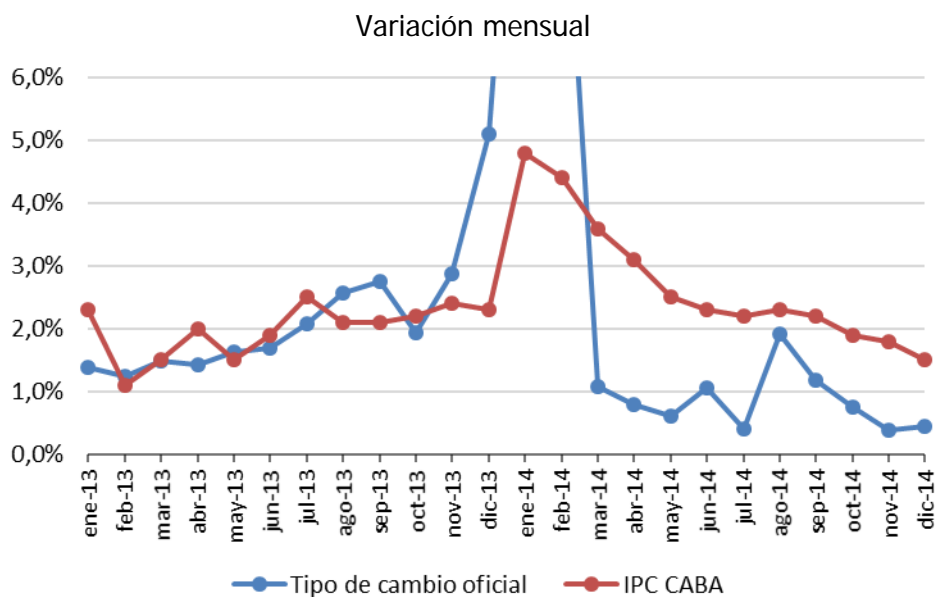
La precariedad de las condiciones que rodean al actual cepo cambiario hacen que no resulte extraño que la demanda de dólares de particulares ya se acerque a los 1000 millones mes, sumando atesoramiento y tarjetas, cuando el promedio de esos ítems entre 2012 y 2015 fue del orden de los 700 millones de dólares por mes.

Si el gobierno se enfocara sobre las consecuencias y, por ejemplo, prohibiera el acceso de particulares al mercado de cambios, eliminando el cupo de 200 dólares mes, el primer efecto sería el de ampliación de la brecha del “blue” con el oficial, potenciando

los malos incentivos. La búsqueda de activos dolarizados no se frenará, y habrá de desbordar hacia los rubros que configuran la cuenta corriente del balance de pagos, con mayor demanda de bienes y servicios importados, eventual sobrefacturación de esas compras, y lo inverso del lado de las exportaciones. Con más prohibiciones no se evita la pérdida de reservas, se redireccionan los mecanismos por los cuales esto ocurre. Con un agravante, aumentaría la informalidad y la evasión de impuestos, ya que las operaciones de compra con “billetes” no pueden contabilizarse al valor del “blue”: la cuesta para reducir el déficit fiscal se haría más empinada.

Una opción intermedia por la que podría optar el gobierno sería la de reforzar las reservas líquidas, vendiendo el oro (o conseguir un préstamo con esa garantía), y quizá ejecutando un tramo del swap concertado con el Banco Central de China. Mantener así el cupo de 200 dólares por mes, posiblemente aumentando el impuesto del 30 % y, al mismo tiempo, una vez cerrado el canje de deuda, apuntar a que los argentinos deriven su demanda de activos dolarizados a los bonos recién emitidos. Para que este camino tenga alguna chance, es clave que pueda percibirse con nitidez que, en el futuro mediato, el riesgo país habrá de bajar (los títulos se habrán de valorizar).

**Índice de Precios al Consumidor y tipo de cambio oficial: 2013-2014**



\*La variación mensual del tipo de cambio oficial de enero y febrero de 2014 fue 12,7% y 10,2%, respectivamente.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ámbito Financiero y Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires

El diagnóstico gubernamental podría descansar en la percepción de un dólar que no está atrasado en su paridad oficial, por lo que con una tasa de interés por depósitos como la actual, las variables terminarían por encarrilarse. Sin embargo, el equilibrio del tipo de cambio real no puede estimarse con una “foto” del momento. Hay que evaluarlo en la dinámica, lo que obliga a incluir la inflación reprimida, el exceso de pesos y la amenaza de emisión futura, sea por motivos fiscales como cuasifiscales (deuda del Banco Central). Las tarifas congeladas y los controles de precios hacen que el IPC capture una fracción de la inflación subyacente, mientras que el excedente de pesos (¿2,5 puntos del PIB?) hace inevitable que los billetes y monedas empiecen a circular más rápido cuando los mercados de bienes y servicios se terminen de normalizar. En este escenario gradualista, el problema de los pasivos remunerados del Banco Central (Leliqs) podría adquirir un carácter cada vez más serio. Esa deuda en pesos del BCRA por la que actualmente paga una tasa de hasta 38 % anual, supera actualmente el equivalente a los 34 mil millones de dólares.

En ese eventual curso de los acontecimientos, habría semejanzas con 2013/14 cuando, bajo el cepo anterior, se empezó a acelerar el ritmo mensual de la devaluación, tratando de evitar un salto brusco, que de todos modos se terminó materializando entre fin de 2013 y principios de 2014. Otra amenaza, en este caso análoga a la de marzo de 2018, tiene que ver con el encuadre entre activos y pasivos del Banco Central. En marzo de 2018 la deuda remunerada del Central (Lebacs), que había alcanzado un pico equivalente a 69 mil millones de dólares, guardaba una relación de 2 a 1 con las reservas de libre disponibilidad mientras que, en el presente, las Leliqs y los pases, aunque son la mitad medidos en dólares en relación a 2018, ahora más que cuadruplican las reservas de libre disponibilidad. Por ende, el stock de pasivos remunerados del Central es una espada de Damocles sobre las expectativas de emisión de pesos, inflación y brecha cambiaria, que no puede ser ignorado.

Un intento de salida gradualista de la actual encrucijada conlleva tantos riesgos que no puede desecharse un tercer escenario: hay que tener en cuenta que el salto devaluatorio es la forma más directa de ordenar activos y pasivos del BCRA, que es uno de los nudos gordianos a desatar. Sólo que, para intentar amortiguar transitoriamente los efectos sobre la inflación y el poder adquisitivo de los salarios, en ese caso el gobierno podría reconsiderar la opción del desdoblamiento cambiario – abriendo un segmento financiero/turista-, que hasta ahora ha desechado.

El desdoblamiento no puede concebirse como un sustituto del ajuste fiscal, ya que éste es imprescindible si es que se procura anclar las expectativas. Tampoco reemplaza la necesidad de corregir la paridad del dólar en el mercado oficial/comercial. No hay que olvidar que, aún en el escenario de mayor austeridad fiscal, el “impuesto inflacionario” será un recurso a seguir utilizando, y la política cambiaria necesita ser congruente con el ritmo de aumento de los precios. Justamente, si se ignora este precepto, la brecha cambiaria se encargará de recordarlo.

**Pasivos Remunerados del BCRA**

en millones de dólares al tipo de cambio oficial de referencia



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos BCRA

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL). Dirección Marcelo L. Capello. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley N° 11723 - N° 2328, Registro de Propiedad Intelectual N° 45596210.. ISSN N° 1850-6895 (correo electrónico). 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](mailto:info@ieral.org) [ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org)