

Apertura de cepo

La receta: Shock en los flujos y gradualismo en los stocks

La discusión sobre la apertura del “cepo cambiario” tiene varias cuestiones a considerar.

Primero, debemos aclarar que el llamado “cepo cambiario” en realidad son tres cepos en uno.

- **Cepo al atesoramiento/tenencia de dólares**
- **Cepo al giro de dividendos al exterior**
- **Cepo a las importaciones:** Esto incluye las DJAIs y las restricciones del BCRA para pagar importaciones ya ingresadas al país.

Las principales diferencias sobre la apertura del “cepo cambiario” entre candidatos presidenciales es en el timing de las medidas. En los últimos meses hemos visto que hay dos palabras que los analistas económicos se repiten con frecuencia: shock y gradualismo.

El candidato Mauricio Macri está más cerca de las políticas de shock, con una corrección rápida del tipo de cambio. Esto se daría en medio de una “lluvia de dólares” que permitan suavizar el impacto del salto inicial en la cotización del dólar (oficial), según sus asesores económicos.

Mientras que Daniel Scioli habla de gradualismo. Plantea hacer las cosas más lentamente, por etapas. Algunos hablan de un desdoblamiento cambiario (transitorio) y proponen eliminar el “dólar ahorro”. Acelerar las micro-devaluaciones. Y con el tiempo que el “dólar financiero” y el “dólar exportaciones/oficial” converjan a un tipo de cambio único.

Sin dudas el stock inicial de dólares en el BCRA del 11-D y la cantidad de divisas (vía canal financiero) que se consigan antes de tomar cualquier tipo de decisión serán claves. En este sentido hay malas noticias para Argentina, las reservas disponibles del BCRA son muy escasas. De los casi 27.000 millones de dólares que contabiliza en sus balances, se estima que solo el 15% es de libre disponibilidad (poco más de 4.000 millones de dólares sin swap, encajes, Cedines y pagos bloqueados por Griesa)



"Cepo Cambiario"		En millones de USD	Política	
			Shock	Gradualismo
Atesoramiento /Tenencia de dolares	Stocks (1)	USD 33.750 MM (a TC oficial \$12)	Liberar mercado unico de cambio (MULC)	Desdoblamiento cambiario. Eliminar "Dólar Ahorro" y crear "Dólar Financiero"
		USD 28.928 MM (a TC oficial \$14)		
		USD 25.312 MM (a TC oficial \$16)		
	Flujo	-	Eliminar "Dólar ahorro" -Liberar MULC	1) Aceleración de Micro-devaluaciones 2) Crear "Dólar financiero" - desdoblamiento cambiario-
Giro de Utilidades	Stocks	USD 15.000 MM (2)	Liberar MULC	"Titularizar" la deuda mediante la emision de un Bono por 15.000 millones de dolares
	Flujo	2.200 MM (para 1er Trimestre de 2016) -(2)	Liberar MULC	Liberar MULC
Importaciones Atrasadas	Stocks	USD 9.000 MM (3)	Liberar MULC y DJAIs	"Titularizar" la deuda mediante la emision de un Bono por 9.000 millones de dolares
	Flujo	Estimación USD 6.200 MM mensuales (4)	Liberar MULC y DJAIs	Liberar MULC y DJAIs

(1) Cálculo de "Stock Atesoramiento/Tenencia USD" esta realizados en base a el total de depósitos a plazo fijo -privado- en \$ (que podrían dolarizarse) : 405.175 Millones de pesos

(2) Cálculo realizado por FIEL Macroeconomic Forecasts

(3) Cálculo estimado de la Cámara de Importadores (CIRA) sobre total de importaciones atrasadas

Hicimos este cuadro que indicando los stocks y flujos que habría que tener en cuenta si queremos abrir con rapidez el "cepo" en todas sus dimensiones.



Debemos tener en cuenta al menos dos stocks importantes. Las utilidades de empresas no giradas al extranjero. Que según FIEL se estiman en 15.000 millones de dólares. Hay otras estimaciones que las ubican cerca de 10.000/12.000 millones de dólares. Y los pagos atrasados de importaciones que suman 9.000 millones de dólares según la Cámara de importadores (CIRA).

En el caso de stock “atesoramiento de moneda extranjera” medimos la potencial demanda tomando el stock de depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado en relación a distintas cotizaciones del tipo de cambio (\$12, \$14 y \$16).

Aclaremos que los cálculos son extremos ya que lo que indica es si el 100% de los depósitos a plazo fijo en pesos (s. privado) corrieran en busca de dólares. De ello se desprende que en el caso que el tipo de cambio sea \$12, la conversión daría un equivalente a 33.750 millones de dólares. Y en el caso que la divisa norteamericana cotice \$16, la demanda potencial equivale a de 25.312 millones de dólares.

Lo que se desprende de los números es que si solo un 10% de los depositantes quisiera dolarizarse. La demanda sería bastante más elevada que la oferta de divisas el día 11-D. Como resultado el BCRA debería validar una tasa de interés bastante elevada para evitar la dolarización o bien directamente debería validar una cotización del dólar mayor.

En resumen, el “colchón” de dólares necesarios para evitar un over-shooting en el tipo de cambio, son varios miles de millones de dólares. Mas si se pretende liberar el cepo en sentido amplio. Es decir, liberar los 3 cepos a la vez.

Por ello, debería anunciarse un shock con un programa consistente. Y aplicar un mix de gradualismo y shock teniendo en cuenta flujos y stocks. E ir acelerando la normalización cambiaria a medida que ingresen más dólares por el canal financiero y comercial.

La receta terminará siendo: Shock en los flujos y gradualismo en los stocks en el arranque del próximo Gobierno.

(*) Economista (UNLP). Miembro de CESUR.

