

La curiosa experiencia del precio del dólar. Una morfología del mercado cambiario local

Jorge Schvarzer
Hernán Finkelstein
Agosto de 2002

El mercado de cambios

Desde hace tiempo, el valor del dólar en pesos es una de las variables más relevantes de la economía argentina. Su nivel absoluto define, en buena medida, la estructura de precios relativos, mientras que su alza relativa incide sobre la marcha de los precios, que se acomodan al cambio de ese valor a través de la inflación. En el período de la Convertibilidad se logró sostener estable el precio del dólar a cambio de una estructura de precios relativos que no era consistente con el necesario equilibrio del sector externo; esa estrategia afectó negativamente a diversos sectores productivos locales mientras modificaba la distribución del ingreso en contra de los sectores menos favorecidos. A partir de la devaluación, la marcha alcista del dólar alimenta el proceso inflacionario en condiciones que hacen difícil el control de ambas variables.

Las relaciones entre la cotización del dólar y la inflación resultan claras, aunque no inmediatas (porque el precio de aquél afecta directamente a los precios de los bienes transables pero no a los demás). En cambio, es menos conocida la forma en que funciona el mercado de cambios, que define el valor del dólar. Esto se debe a que la morfología del mercado de divisas ha cambiado, y sigue cambiando, desde la puesta en marcha de la nueva política económica.

Por eso, se va a analizar la marcha del mercado y su estructura, además de las variables que en principio afectan a cada uno de los factores mayores de la oferta y la demanda de divisas, como un intento de contribuir a mejorar el conocimiento de sus mecanismos y resultados en esta coyuntura particular.



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas

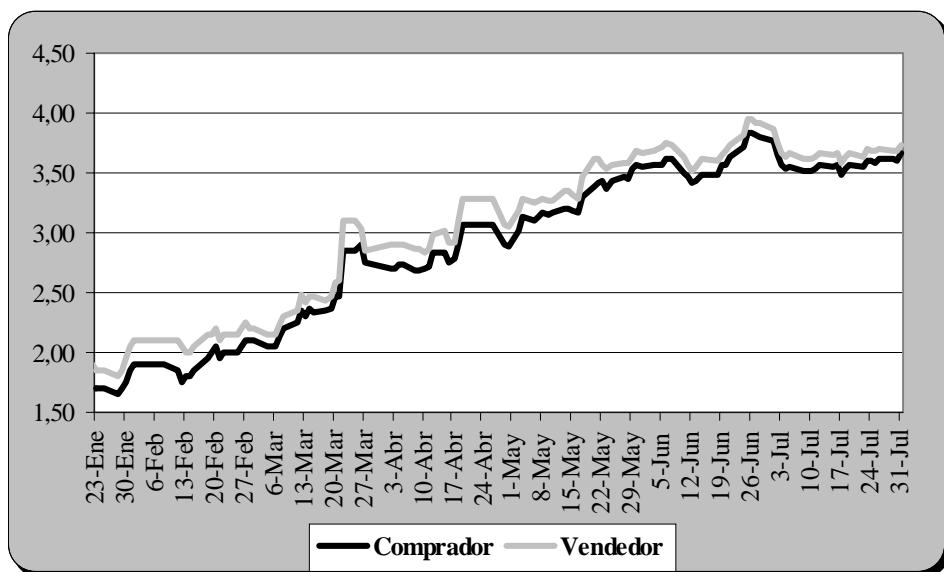
Av. Córdoba 2122 (C 1120 AAQ) Ciudad de Buenos Aires
Tel./Fax: 54-11-4370-6130 – E-mail: cespa@econ.uba.ar,
<http://www.econ.uba.ar/cespa.htm>



Evolución de la cotización del dólar

A comienzos de enero se rompió la regla del “uno a uno” (que había durado casi once años) y el gobierno estableció un tipo de cambio fijo en 1,40 pesos por dólar. Este valor era nominal porque no se autorizaron las operaciones de compra y venta de divisas en el mercado. Pocas semanas después, se comenzó a ensayar una flotación *sucia* (por presiones del FMI, pero no sólo de ellos) que derivó en un alza continua del precio de la moneda norteamericana. En las primeras semanas, la cotización nominal pasó de 1,40 a 3 pesos por dólar (valor que se alcanzó a fines de marzo, como se registra en el Gráfico 1), de manera que el precio de aquella divisa se duplicó, provocando un fuerte impacto en los precios internos. A partir de ese momento, el ritmo de alza se desacelera y en los dos meses siguientes el dólar llega a 3,50 pesos (hacia fines de mayo), de modo que el aumento es del orden de 18% a 20% en el bimestre abril - mayo. Hacia comienzos de julio el precio del dólar experimenta un nuevo salto que resulta neutralizado en pocas jornadas por el mercado; de allí que a fines de julio su valor sigue oscilando en torno a los 3,60 pesos.

Gráfico 1. Evolución del tipo de cambio nominal.
pesos por dólar



FUENTE: Elaboración propia sobre la base del diario *Clarín*.

La relativa tranquilidad de las cotizaciones en el mercado cambiario en este último período no resultó suficiente para disminuir la incertidumbre, pero su evolución sugiere que existen factores en el mercado que deben tomarse en cuenta para comprender su marcha, que se tratarán en las secciones que siguen.

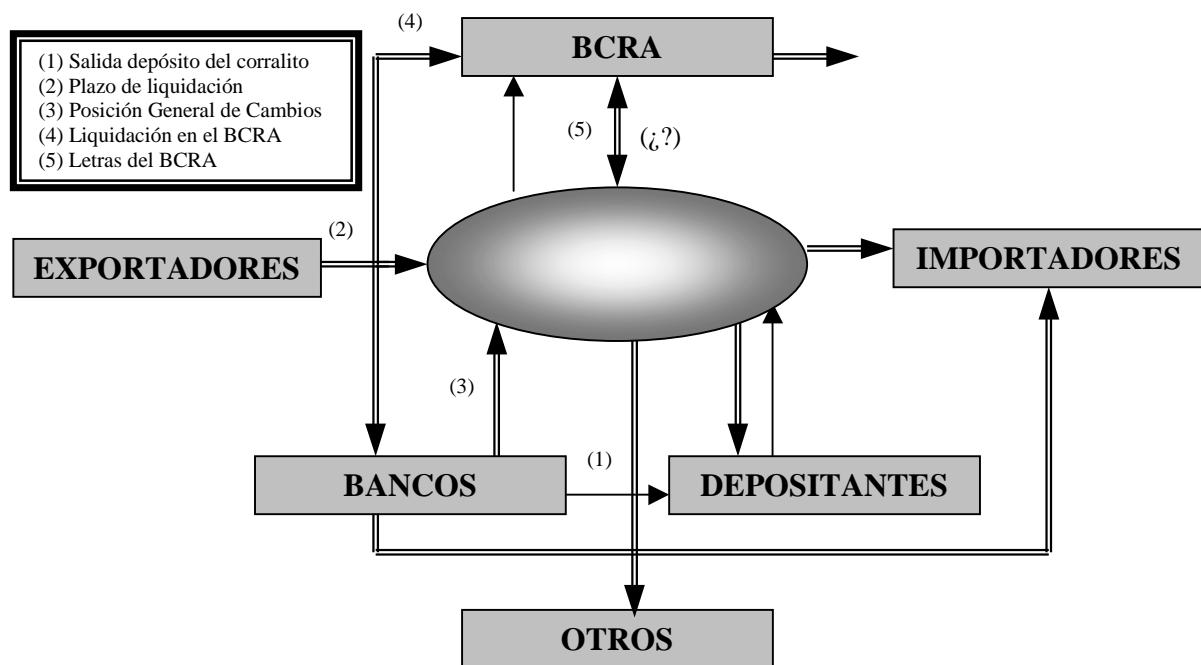
Morfología del mercado cambiario

Para comprender esa evolución resulta conveniente describir la conducta de los principales agentes del mercado de cambios, los lazos que los unen y la

evolución de las regulaciones oficiales que, en conjunto, originan los resultados observados.

El mercado cambiario está compuesto por un gran número de agentes que compran o venden divisas de acuerdo a sus preferencias, sus restricciones presupuestarias y las normas que regulan su comportamiento. El Gráfico 2 muestra una versión estilizada de esos agentes, agrupados de acuerdo a sus características básicas, señalando la dirección predominante en cada caso de las divisas en el mercado. Allí se presentan, de modo simple a exportadores (que ofrecen divisas), importadores (que las demandan), bancos (que actúan tanto del lado de la oferta como de la demanda) y depositantes y público en general (que tienden a comprar dólares por motivos de ahorro); por último, figura el Banco Central (que regula el sistema, además de comprar y vender divisas en el mercado local y atender ciertos pagos al exterior).

Gráfico 2. Esquema del mercado cambiario.



En el análisis del funcionamiento del mercado se va a suponer, como hipótesis realista, que los agentes intentan retener el mayor monto posible de divisas (preferencias reveladas) condicionados por sus restricciones presupuestarias y las regulaciones vigentes, siguiendo la orientación indicada por las flechas trazadas en el Gráfico. Como esas decisiones se pueden separar en factores de oferta y demanda de divisas, se analizarán cada uno de esos efectos en forma desglosada de modo que se puede observar las razones que operan sobre el posible equilibrio del mercado.

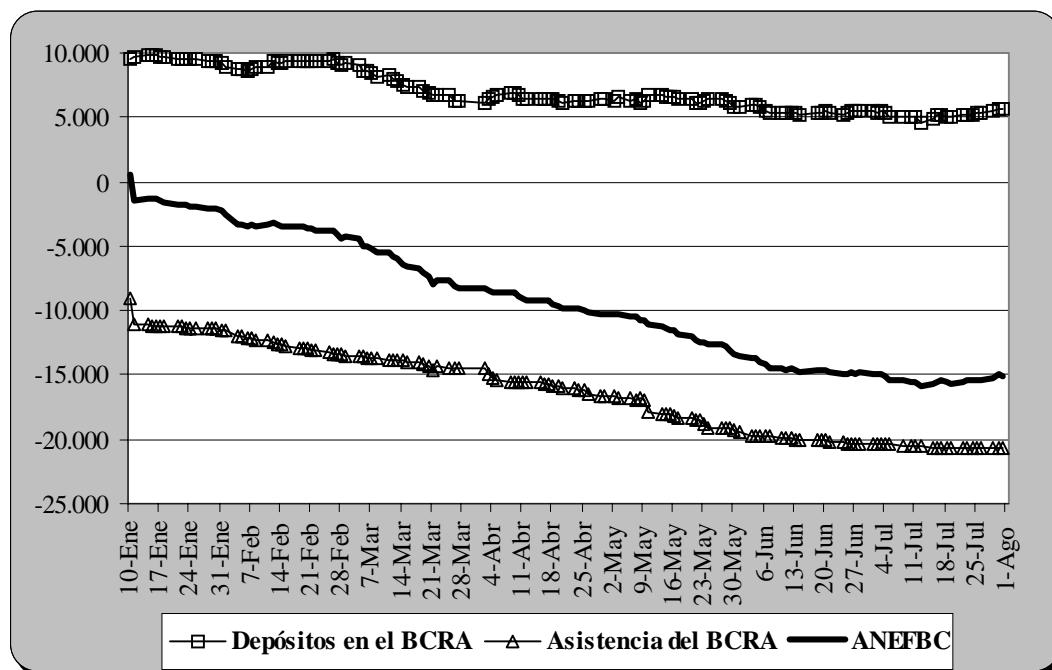
El corralito y su rol en la oferta de pesos que van al dólar

El sistema financiero ha sido, y es, uno de los mayores responsables del flujo de pesos dirigido al dólar. Uno de los mayores efectos de la crisis financiera que culminó en el corralito consistió en una intensa demanda de retiro de fondos del sistema, que en general sólo podían ser extraídos como pesos; una

gran parte de estos se destina a la compra de dólares debido tanto al carácter de reserva de valor de dicha moneda como a la ausencia de alternativas de inversión en moneda local. El corralito fue una respuesta para limitar esa fuga y el conflicto entre las demandas sociales y esa restricción continúa hasta hoy. Para abastecer los fondos reclamados por los depositantes los bancos entregan fondos propios, pero la mayor parte de esos recursos es financiada, directa o indirectamente, por el BCRA; éste entrega pesos que se generan con emisión de moneda o que obtiene mediante la venta de divisas en el mercado cambiario.

En consecuencia, como se explicó en Notas de Coyuntura anteriores, la fuga de dinero del corralito obliga al BCRA a tomar una de dos soluciones poco deseables; o bien emitir (lo que genera cierto exceso de pesos en el mercado que se dirige al dólar) o vender dólares (medida que le sirve para regular al mercado cambiario, a costa de perder reservas que pasan al sector privado).

Gráfico 3. Evolución de los activos netos de las entidades financieras en el BCRA.
millones de pesos



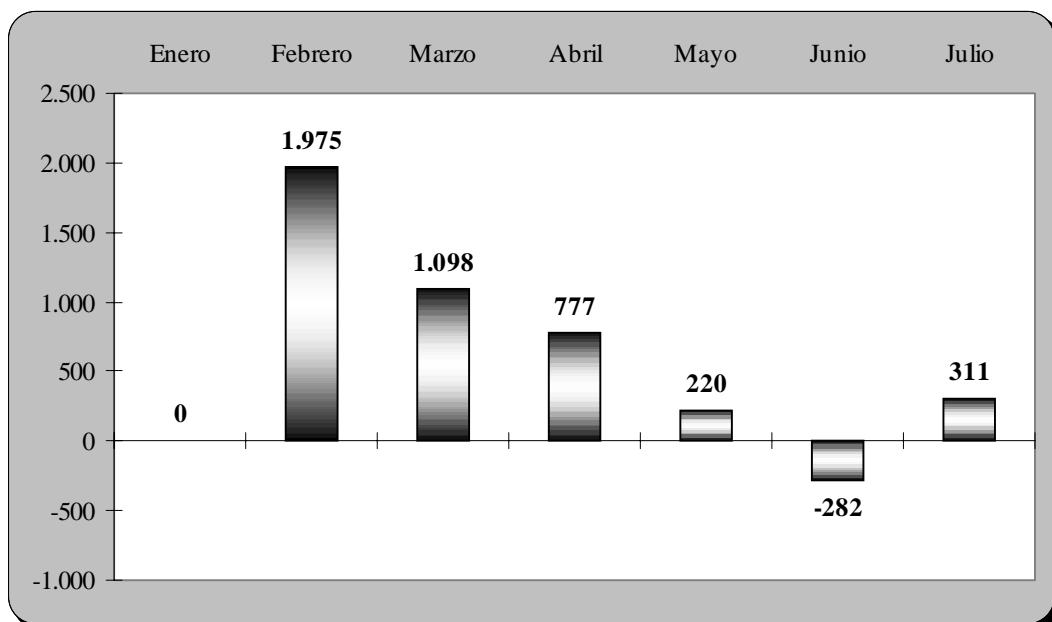
La primera forma de observar la respuesta oficial a las demandas del sistema consiste en seguir la evolución de los activos netos de las entidades financieras en el BCRA, que consolida la evolución de los redescuentos, los adelantos y los pasos activos junto con la marcha de los depósitos de las entidades en la autoridad monetaria y que se registra en el Gráfico 3¹. Allí se puede apreciar que en el curso del año los depósitos de las entidades cayeron de 10.000 millones a 5.000 millones de pesos, mientras que la asistencia del BCRA pasó de 10.000 millones (que ya venían de 2001) a algo más de 20.000 millones de

¹ En el límite, si la asistencia del BCRA asciende a un monto igual al incremento de los depósitos de las entidades en el BCRA se estaría en una situación en la que la asistencia neta sería igual a cero.

pesos. La asistencia neta del BCRA, entonces, pasó de cero a más de 15.000 millones de pesos en los primeros siete meses del año.

De ese monto total aportado a los bancos, casi 4.500 millones de pesos fueron generados mediante emisión monetaria, de acuerdo a una evolución mensual que se presenta en el *Gráfico 4*. Allí se aprecia que la emisión fue muy intensa en febrero (uno de los momentos de máxima tensión en el corralito, así como en el mercado de cambios) y tendió a reducirse más tarde; el relativo control de la emisión se debió tanto a menores demandas de retiro de fondos como al hecho de que el BCRA comenzó a apelar a recursos como la venta de divisas para obtener esos pesos que le reclamaba el sistema financiero.

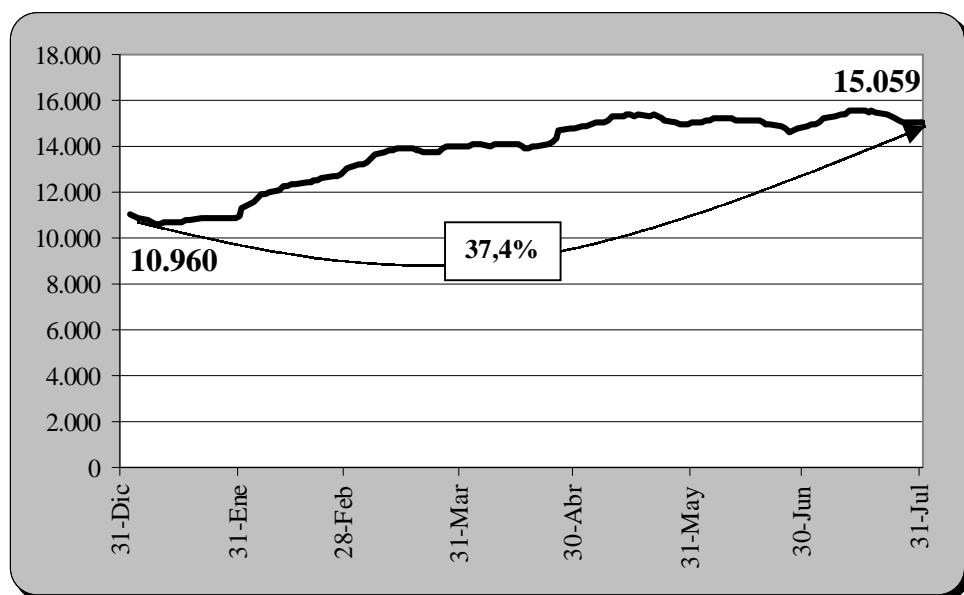
Gráfico 4. Variaciones mensuales de la circulación monetaria.
millones de pesos



FUENTE: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico del BCRA.

Debido a esa emisión, la circulación monetaria en el país aumentó 37,4% entre el primero de enero y el 31 de julio de este año; ésta proporción es semejante a la registrada por el alza de los precios en ese mismo período (*Gráfico 5*). La circulación monetaria trepó de 11.000 millones de pesos a comienzos del año a cerca de 15.500 hacia mediados de mayo y se mantuvo en torno a este último nivel desde entonces.

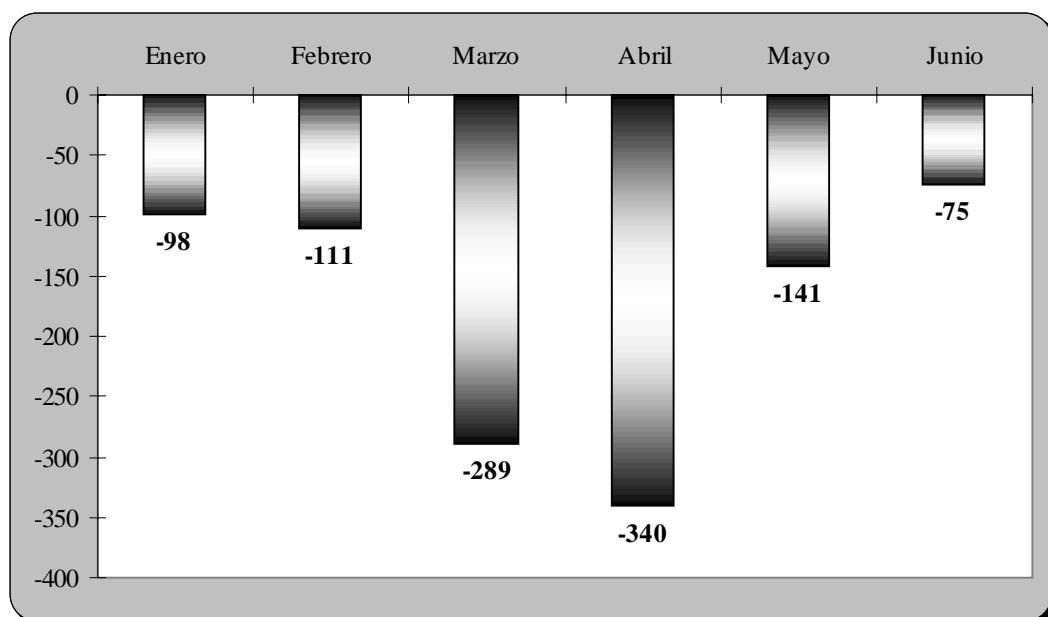
Gráfico 5. Evolución de la circulación monetaria entre el 31-12-01 y el 31-7-02
 millones de pesos



FUENTE: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico del BCRA.

La caída promedio de depósitos en el sistema bancario fue creciendo en ritmo e intensidad entre los meses de enero y abril (Gráfico 6), de modo que el promedio fue de algo menos de cien millones de pesos diarios en enero para saltar a 340 millones en abril. En mayo y junio la magnitud de esas salidas disminuyó notablemente, pese a los amparos, aunque el fenómeno volvió a

Gráfico 6. Caída de depósitos promedio por día hábil bancario.
 En millones de pesos



FUENTE: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico del BCRA.

NOTA: No se incorpura julio debido al retraso en la difusión de información confiable al respecto.

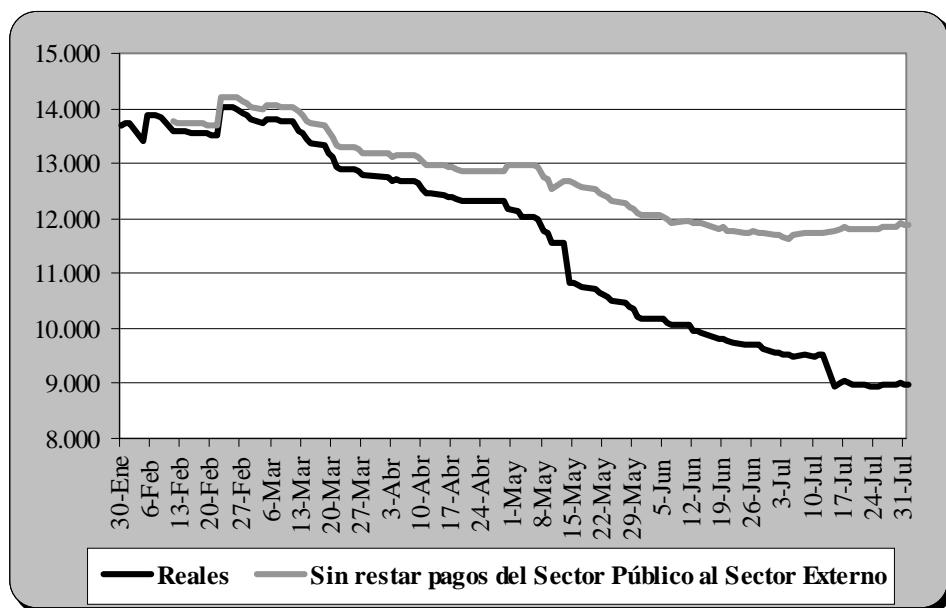
reactivarse en julio. La situación actual señala una reducción de los fondos que potencialmente podrían salir, originado en el canje por bonos decidido en este último mes; al mismo tiempo, se nota una fuerte presión del lado de los amparos, que tiende a descompensar ese equilibrio. Las presiones sobre la emisión dependerán de la evolución de estos procesos, por ahora abiertos.

El corralito y las reservas del BCRA

Una parte de los fondos que el BCRA otorgó a los bancos para atender la demanda de los ahorristas surgió de la venta de reservas. Esas ventas fueron útiles para regular el mercado cambiario del lado de la oferta, al mismo tiempo que permitían al BCRA captar pesos en el mercado; la consecuencia negativa es que el ente oficial pierde reservas que se están haciendo muy escasas en la economía argentina.

El Gráfico 7 sigue la evolución de las reservas en el curso del año. Allí se aprecia que en los primeros meses de 2002, las reservas se mantuvieron en torno a los 14.000 millones de dólares para iniciar una rápida caída desde los comienzos de marzo que ha llevado su nivel a algo menos de 9.000 millones de dólares. No toda esa diferencia se vendió en el mercado local; una parte se destinó a pagar a organismos internacionales (debido a la falta de un acuerdo para refinanciar esas deudas) y su monto puede estimarse en cerca de 3.000 millones de dólares de acuerdo a las informaciones disponibles². Ello implica,

Gráfico 7. Evolución de las reservas del reales e hipotéticas del BCRA.
millones de dólares



FUENTE: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico del BCRA.

² La información publicada por el BCRA permite calcular las reservas utilizadas por el sector público para pagos externos. Se consideró que estos pagos externos correspondieron a atender parte de los préstamos recibidos de los organismos financieros internacionales.

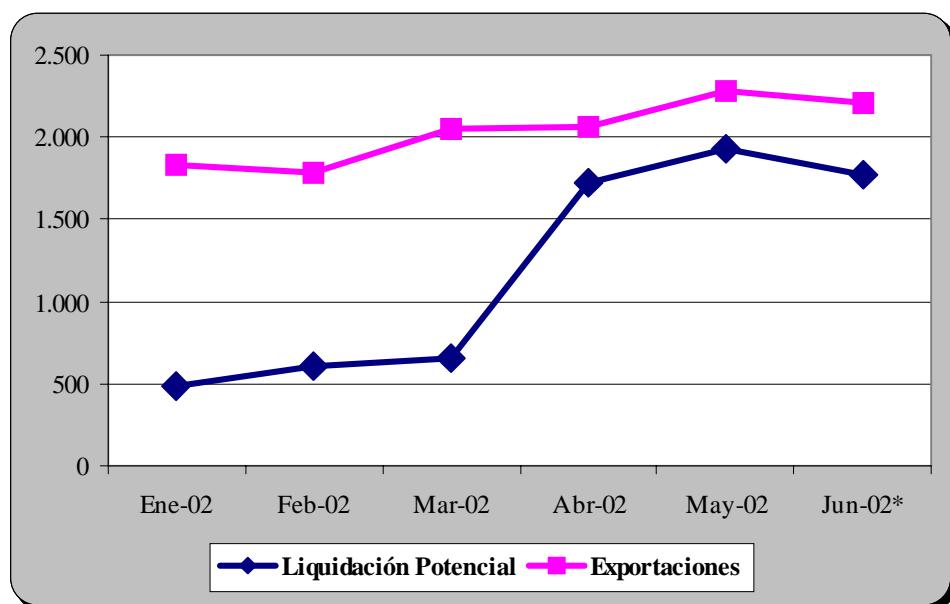
como se exhibe en el gráfico, que las reservas no habrían caído más de 2.000 millones de dólares si no fuera por esos pagos. Este sería el monto que el BCRA entregó al mercado en el curso del año.

En las últimas semanas, el BCRA comenzó a comprar más dólares que los que vende debido al cambio de regulaciones que fue aplicando a lo largo de todo este período. En ellas se pasó de la autorización previa a los exportadores a vender sus divisas en el mercado a la exigencia de que las operaciones mayores de un millón de dólares (primero y luego de más de 500.000 dólares) se operasen a través del BCRA. En consecuencia, la entidad monetaria comenzó a obtener divisas que compensan, parcialmente, las demandas que debe atender. La evolución futura de este flujo depende, a su vez, de la oferta de los exportadores que conviene poner en perspectiva.

La oferta de los exportadores

Durante los primeros meses del año hubo un amplio debate sobre la oferta de divisas en el mercado local. Numerosos analistas argumentaban que los exportadores no estaban ofreciendo las divisas que ganaban en sus ventas y que esa era una de las razones del alza del tipo de cambio. Sin embargo, las normas existentes admiten una brecha de tiempo entre la salida de los bienes exportados y la liquidación efectiva de las sumas ganadas. Esa norma nació a mediados de diciembre de 2001, luego de un extenso período de libertad de operaciones en el mercado cambiario; la resolución 269/2001 exigió que todos

Gráfico 8. Evolución de las divisas que deberían haber sido liquidadas.
Millones de dólares



(*) Junio no incluye las liquidaciones de las exportaciones efectuadas durante los primeros 15 días del mes y posee un plazo de liquidación de 15 días (por no disponer de las exportaciones desagregadas del mes de junio)

FUENTE: Elaboración propia sobre la base de las resoluciones 269/02 y sus modificaciones hasta la 42/02 e información de las exportaciones en dólares FOB por capítulo del INDEC.

los bienes cuyo permiso de embarque se hubiera oficializado a partir del 6 de diciembre de 2001 debían vender las divisas correspondientes dentro de un plazo fijo establecido para cada grupo relevante de mercaderías. Hubo algunos cambios a esa norma por otras posteriores pero, en lo esencial, el nuevo sistema prosiguió hasta el presente.

Las resoluciones establecen un plazo máximo de 15 días para algunos bienes (que representan el 16% de las exportaciones locales de acuerdo a las cifras de 2001), de 30 días para otros (que representan alrededor del 20% del total ya mencionado) y de 120 días, o cuatro meses, para el grupo mayoritario (que cubre más de la mitad de las exportaciones), con plazos variados para el resto. En consecuencia, se puede estimar el flujo de oferta de divisas en el mercado local proveniente de las exportaciones a partir de aplicar esos plazos a los distintos grupos que se venden al exterior (registrados en las estadísticas periódicas del INDEC). El resultado del ejercicio figura en el Gráfico 8, donde se presentan los montos exportados mensualmente desde enero y los montos que teóricamente se deberían haber ofertado en el mercado. Allí se aprecia que la oferta potencial de divisas por parte de los exportadores resultó de apenas algo más de 500 millones de dólares mensuales a lo largo del primer trimestre del año, pero que saltó a cerca de 2.000 millones en los meses siguientes como efecto de las regulaciones mencionadas.

Este resultado es muy sugestivo. En primer lugar, muestra que los primeros meses del año reflejaban un período de transición de la desregulación previa a la aplicación plena de las nuevas normas del BCRA sobre liquidación de divisas; ese *gap* afectó intensamente la oferta en el mercado cambiario con las consecuencias conocidas. Cuando el proceso se regularizó, se modificó también la situación en el mercado de cambios. La perspectiva futura, además, sugiere que la oferta de divisas va a continuar elevada hasta fines de año; esto se debe a que las exportaciones agrícolas pampeanas seguramente tenderán a caer luego de setiembre en términos físicos (como ocurre históricamente) pero la liquidación correspondiente continuará desplazada en esta oportunidad, asegurando la oferta de divisas en los meses siguientes.

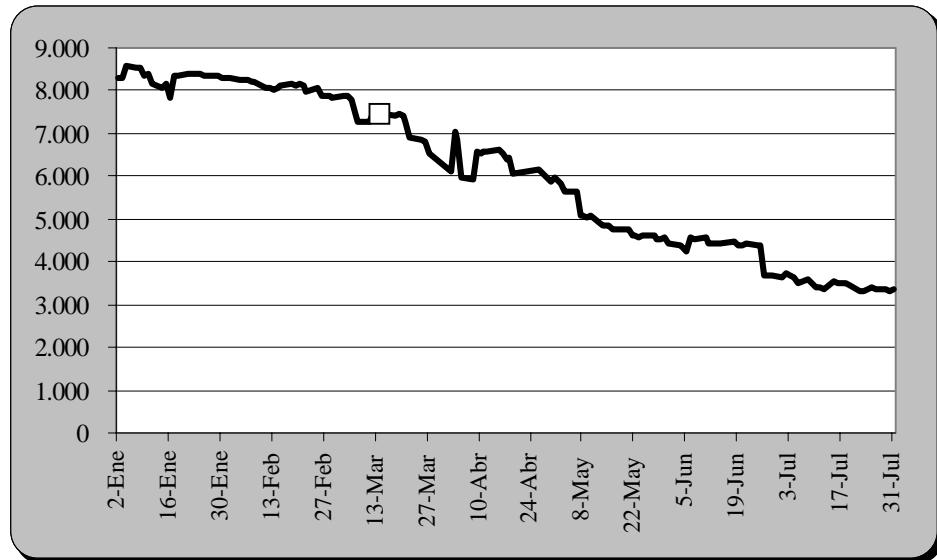
La conducta de las entidades financieras

En los primeros meses del año se permitió que los exportadores vendieran sus divisas en el mercado que implicaba, básicamente, que los compradores serían las entidades financieras. Es decir que el ingreso de divisas al país no implicaba necesariamente que el BCRA dispusiera de ellas. La experiencia mostró que hacía falta alguna regulación al respecto y, por eso, el BCRA dictó la Comunicación A3511, publicada el 14 de marzo de 2002, que estableció que la “posición general de cambios (PGC) de las entidades financieras no podía exceder el 5% de la responsabilidad patrimonial computable registrada al cierre del mes de noviembre de 2001. Básicamente, esa norma impide que las entidades financieras guarden (por los motivos que sean) las divisas que compran en el mercado local.

La medida no tuvo efectos inmediatos, pero en el transcurso de un par de semanas se verificó que las entidades financieras comenzaron a ofrecer sus excedentes de divisas en el mercado. El Gráfico 9 señala que las entidades pasaron de una tenencia de 7.500 millones de dólares, en efectivo y títulos

valores en divisas, a la fecha de la Comunicación a algo más de 3.000 millones a fines de julio, cantidad que se mantiene desde hace varias semanas.

Gráfico 9. Efectivo y títulos valores de las entidades financieras en divisas.
millones de dólares



FUENTE: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico del BCRA.

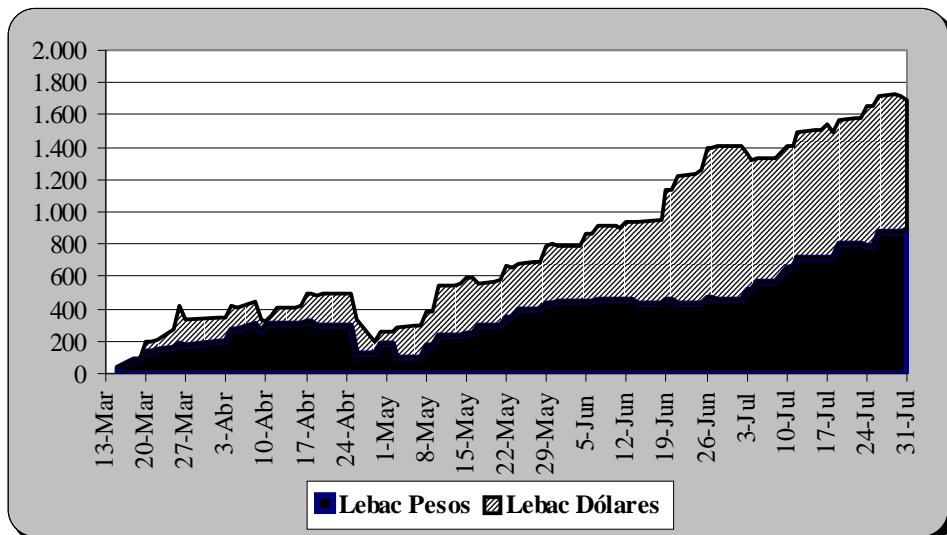
Este resultado implica que hubo una oferta adicional en el mercado cambiario del orden de 4.500 millones de dólares desde el sector de entidades financieras en poco más de un par de meses debido a la norma mencionada. La relación no es absoluta dado que no están claros los mecanismos utilizados por dichas entidades para salir de sus posiciones en divisas y no se sabe hasta qué punto lo hicieron por influencia de esa comunicación, pero los resultados son significativos en lo que respecta a la presión potencial sobre el mercado cambiario. La mayor estabilidad de las cotizaciones observadas desde entonces así lo sugiere.

Impacto de las nuevas letras del BCRA

Otro instrumento creado por las autoridades para intervenir simultáneamente en el mercado financiero y el cambiario es el de las Letras del BCRA (LEBAC) que son emitidas en pesos y en dólares. Estas letras todavía son emitidas en plazos muy cortos, que hoy son de 14 días, aunque la intención es de extender los plazos a medida que se genere cierta estabilidad en el mercado. Las LEBAC en pesos absorben pesos que en otras condiciones podrían dirigirse a la compra de divisas (y que el BCRA puede utilizar para motivos como los señalados más arriba). Las LEBAC en dólares le permiten al BCRA captar divisas que se suman a sus reservas (aunque son de corto plazo y tienen un costo financiero que no debe desdeñarse). Esta mejor posición de reservas es un elemento que mejora los márgenes de maniobra de las autoridades y puede contribuir a la “confianza” del mercado; de hecho, un préstamo de un organismo internacional tendría un efecto similar.

La primera emisión de LEBAC se llevó a cabo el 15 de marzo de 2002 y fue en pesos y a un plazo de siete días. Más tarde, comenzaron las LEBAC en dólares así como el reciclaje de las emisiones anteriores que se pagaban con los recursos obtenidos con las nuevas emisiones. El stock en circulación está registrado en el *Gráfico 10* donde se ve que el total fue creciendo a lo largo de todo el período hasta el equivalente a 1.600 millones de pesos hacia fines de julio. Las letras en pesos cubren algo menos de la mitad del total y el resto está en dólares y es equivalente a unos 220 millones de esa moneda, monto no demasiado significativo pero interesante como indicio de un futuro mercado potencial.

Gráfico 10. Saldo total de Lebac emitidos por el BCRA.
En millones de pesos³



FUENTE: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico del BCRA.

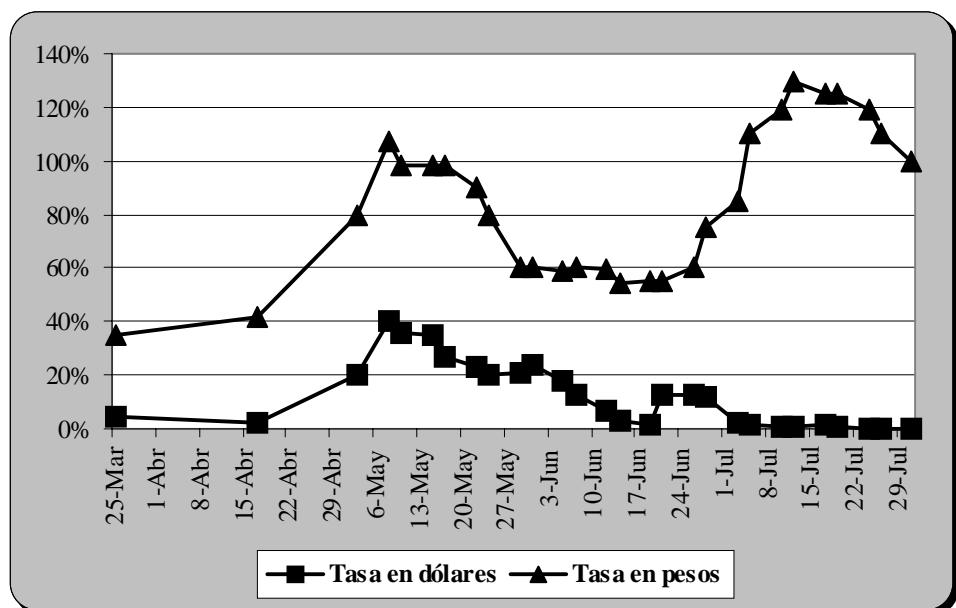
El *Gráfico 11* evalúa la diferencia entre las tasas que paga el BCRA por las emisiones de LEBAC en pesos y su contraparte en dólares. Si las tasas son de mercado (aunque corregidas por las decisiones del BCRA que establece un valor de “corte” en cada ocasión) puede asumirse que esa diferencia indica las expectativas de devaluación de los agentes para el corto plazo (aunque puede verse corregida por la expectativa inflacionaria que actúa impulsando al alza a las tasas en pesos). El *Gráfico 12* sugiere que la expectativa de devaluación fue aumentando en las últimas semanas pese a la relativa estabilidad del dólar.

En el *Gráfico 12* se calcula la expectativa de devaluación implícita en esa brecha de tasas a 14 días de plazo⁴. Allí se aprecia que esa expectativa fue cayendo de 4% a 2% entre comienzos de mayo y mediados de junio para volver a subir desde entonces y llegar a cerca de 5% a mediados de julio. Un nuevo retroceso llevó ese valor a niveles semejantes a los del origen. El futuro dirá hasta qué punto esas expectativas tienen algún asidero en la realidad.

³ Los Lebac en dólares fueron valuados al tipo de cambio de referencia del BCRA.

⁴ La expectativa de devaluación se calcula partiendo de comparar el rendimiento de una LEBAC en pesos con el de otra en dólares. Para que ambas inversiones ofrezcan el mismo retorno debe cumplirse que el tipo de cambio vendedor esperado del inversor a 14 días sea $TC_{t+14} = (1 + r_s)TC_t$

Gráfico 11. Evolución de las tasas en pesos y dólares de Lebac a 14 días⁵. Tasas efectivas anuales

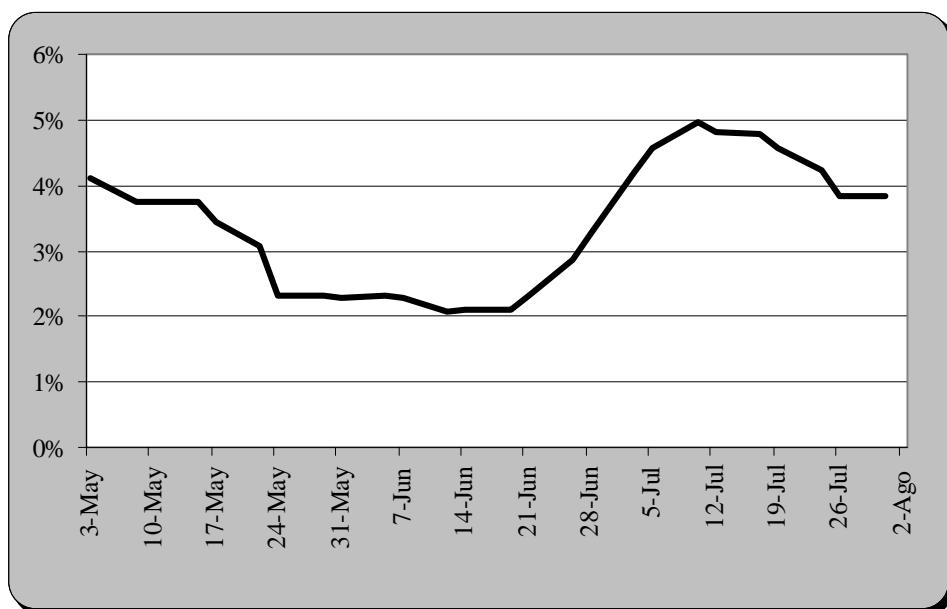


FUENTE: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico del BCRA.

Conclusiones

El funcionamiento del mercado cambiario está sometido a una serie de fuerzas cambiantes por las regulaciones del BCRA que, a su vez, opera en reacción a los fenómenos que observa en la esfera de la oferta y la demanda. Algunos

Gráfico 12. Expectativas implícitas de devaluación esperada a 14 días desde la fecha de emisión de las letras



Fuente: Elaboración propia sobre la base del Boletín Estadístico del BCRA.

⁵ La emisión del 25 de marzo fue a 15 días y la del 17 de abril a 16.

cambios tardaron en hacer sentir sus efectos debido a procesos de transición, otros fueron muy positivos en poco tiempo (en lo que se refiere a mejor control del mercado) y otros no exhiben todavía resultados deseables. Pero el mejor conocimiento de ese mercado ayudará a comprender esas fluctuaciones que no sólo afectan al equilibrio económico nacional sino que son el tema a veces excluyente de los comentarios de los observadores.

Anexo sobre los cambios de las regulaciones del BCRA

La variedad y profusión de las normas emitidas por el BCRA en estos meses tiene que ver con la construcción de una nueva experiencia regulatoria luego de casi una década de no intervenir en el mercado. Como se sabe, el control de cambios, de una u otra manera, rigió en la Argentina desde 1930 hasta 1991, salvo breves períodos de relativa suspensión. En marzo de 1991 se dejó sin efecto la obligatoriedad del ingreso al mercado de cambios de las divisas originadas en exportaciones y luego se fueron agregando otras libertades que llevaron a eliminar hasta la necesidad de generar información estadística sobre esos movimientos. Hasta diciembre de 2001 el mercado de cambio funcionó sin controles ni restricciones, pero desde entonces la situación volvió a cambiar en respuesta a la aguda crisis nacional de divisas.

La primera Comunicación, ya mencionada, estableció un plazo para liquidar divisas que se fue modificando levemente en decisiones posteriores. Además, el 11-1-2002 la Comunicación A 3425 del BCRA creó dos mercados de cambios: el Oficial y el Libre. Las divisas de las exportaciones debían ser liquidadas dentro de los plazos establecidos en el primero que, en rigor, era un tipo de cambio fijo a 1,40 pesos por dólar.

El 8-2-2002 se resolvió eliminar el mercado Oficial y se creó el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) para todas las transacciones. Un día más tarde se resolvió que las divisas de las exportaciones debían liquidarse en el MULC y sus montos correspondientes en pesos acreditados en una cuenta corriente, o una caja de ahorro, de una entidad financiera.

Otro comunicado posterior puso a cargo de las entidades bancarias el seguimiento del ingreso de divisas provenientes de las exportaciones. Al mismo tiempo, se permitió a los exportadores liquidar divisas en el BCRA, ofreciendo así una alternativa a los mismos.

El 31-5-2002 se dispuso que todo ingreso de divisas superior al millón de dólares debía ser liquidado en el BCRA. El permiso previo se convirtió en una exigencia para las operaciones de mayor tamaño. Poco después, la A 3638 del BCRA dispuso reducir el límite mínimo para liquidar divisas de esa manera a medio millón de dólares.

Las normas se han sintetizado pero el listado exhibe la enorme cantidad de regulaciones que se han ido acumulando en esta nueva experiencia de control de cambios que parece seguir un camino de ensayo y error. En parte, estos cambios sugieren la inexperiencia, incapacidad o improvisación de los funcionarios de turno y señalan la necesidad de un órgano regulador que sea independiente de las presiones políticas y de los grupos de presión pero que también sea competente en sus tareas.