

El frente externo en un contexto de incertidumbre electoral



MAYO 2023

Índice

1. RESUMEN EJECUTIVO	2
2. INTRODUCCIÓN	5
3. PANORAMA ECONÓMICO	6
a. Internacional	6
b. Local	10
4. ESCENARIOS	19
¿Cómo cierra la balanza de pagos este año?	19
Efecto de las elecciones en el frente externo	22
Regímenes cambiarios: opciones para el actual y el próximo gobierno	24
1. Status quo con aumento de las regulaciones cambiarias y al comercio	25
2. Devaluación manteniendo los controles actuales	26
3. Unificación cambiaria	27
4. Desdoblamiento cambiario	28
5. Dolarización	29
5. ALGUNAS IDEAS Y PERSPECTIVAS FUTURAS	32
6. ANEXO	36

1. Resumen ejecutivo

La economía argentina viene experimentando mucha incertidumbre cambiaria y financiera en un contexto mundial muy inestable por la pandemia y la guerra Rusia-Ucrania sin mostrar señales de mejora en el corto plazo.

En el ámbito internacional, los países centrales están aplicando una política continua de subas de las tasas de intereses como principal medida antiinflacionaria alcanzando niveles no vistos en varias décadas en muchos países, lo que tiene importantes implicancias en diversos mercados.

El impacto en la economía argentina ha sido mixto. Por un lado, los precios de los precios agropecuarios que exporta aumentaron considerablemente. Por el otro, los principales productos que se importan (principalmente combustible) también subieron generando un efecto mixto.

En el ámbito local, la economía recuperó los niveles previos a la crisis cambiaria de 2018 retornando a una dinámica de “stop and go” en el marco de la restricción externa. Además, la inflación superó la barrera del 100% en un contexto de régimen de alta inflación con poder adquisitivo sin lograr recuperarse, caída de la participación de los asalariados en el ingreso y un porcentaje considerable de personas debajo de la línea de pobreza.

El sector público está en una situación compleja ya que, a pesar de aplicar un ajuste fiscal importante, los ingresos retrocedieron principalmente por los derechos de exportación de los productos oleaginosas en el marco de la sequía. En tanto, el mercado cambiario y financiero están en fuerte tensión por la caída de las reservas internacionales e inestabilidad de las brechas cambiarias.

La estimación de proyecciones en una economía como la argentina es bastante compleja. Sin embargo, esperamos que las presiones cambiarias en los mercados paralelos, y la

retención de exportaciones puedan aumentar. Asimismo, luego de las PASO, las perspectivas del próximo gobierno pueden generar presiones aún mayores.

Además, se plantearon algunas opciones para abordar los problemas en el frente externo a través de cambios en el régimen cambiario. Sin embargo, cada una de ellas tiene desventajas en común, aunque con diferentes niveles de exposición a esos factores de riesgo. Algunas podrían implementarse antes del cambio de gobierno, mientras que otras no están ni siquiera en la agenda posible de la administración actual. Sin embargo, incluso entre las opciones aplicables, creemos que su posibilidad de éxito está condicionada no solo por el contexto económico, sino también por el político. Entre ellas, podemos mencionar: i) status quo con aumento de las regulaciones cambiarias y al comercio; ii) devaluación manteniendo los controles actuales; iii) unificación cambiaria; iv) desdoblamiento cambiario; y v) dolarización.

Estimamos que en el corto plazo los escenarios más probables son i) y iv). Con baja probabilidad el ii). Se descarta este año el escenario iii) y el v). Obviamente el escenario iii) se verificaría si triunfa Juntos por el Cambio, aunque no es evidente que se produzca de golpe. El escenario v) es improbable aún con el triunfo de Milei, como ya adelantan sus asesores económicos, aunque un resultado favorable a Milei puede acelerar una corrida de depósitos en dólares.

El Gobierno tiene así mecanismos para evitar una devaluación del dólar oficial aunque la brecha dependerá de la inflación. Se espera que el Gobierno no profundice el ajuste fiscal para evitar una crisis social. La asistencia social para lograr una cierta paz social está garantizada, pero aumentará la conflictividad sindical de sectores medios y medios bajos por el nivel del salario real. El escenario de alta inflación y desaceleración de la actividad va de la mano de la restricción externa.

El FDT evitará la devaluación, aunque no haya acuerdo con el FMI. Lo más probable es un acuerdo “light” respecto al cronograma de pagos con el FMI, adelantando los desembolsos del año y con mayores desembolsos para evitar pagos netos al FMI por casi US\$ 2.000 millones. En discusión estará el margen de intervención en el CCL y MEP con recursos con el FMI, aunque si podrá usarse parte del swap

Lo que suceda después de agosto dependerá crucialmente del resultado de la PASO, pero insistimos que el Gobierno evitará maxidevaluar, aunque tenga que limitar casi por completo el acceso al mercado de cambios, aunque tenga un costo inflacionario mayor y en actividad.

2. Introducción

La economía argentina viene experimentando mucha incertidumbre cambiaria y financiera en los últimos años en un contexto de haber “dilapidado” una balanza comercial en torno a los 34 mil millones acumulados entre los años 2020 y 2023 pero sin que el Banco Central logre acumularlas para las Reservas Internacionales en forma considerable.

Además, el contexto internacional no fue para inocuo: el mundo vivió una pandemia por primera vez en cien años, un conflicto bélico entre uno de los principales proveedores de granos del mundo (Ucrania) y energéticos (Rusia) impactando en las cadenas globales de suministros, logísticas y, por consiguiente, en la inflación mundial.

En tanto, nuestro país está viviendo una sequía histórica produciendo una pérdida de la producción primaria en forma considerable y en un año electoral en el cual el actual oficialismo tiene dificultades en el manejo de la economía, su principal referente política (la vicepresidenta de la Nación Cristina Fernández de Kirchner) está inhabilitada *de facto* para presentarse a las elecciones, poca cohesión interna en el oficialismo con una oposición en medio de disputas internas bastante fuertes.

En este marco, planteamos la necesidad de pensar los posibles escenarios de aquí a fin de año teniendo en cuenta los principales eventos electorales de índole nacional: las Primarias Abiertas Simultáneas Obligatorias (PASO) en agosto, la primera vuelta (octubre), ballottage (noviembre) y asunción del nuevo presidente (diciembre).

Para ello, el informe se divide de la siguiente forma. En primer lugar, se realiza una descripción del panorama internacional y local. En segundo lugar, se plantean los escenarios en materia de balanza de pagos para este año, cuáles serían los efectos de las elecciones en el frente externo y las opciones de regímenes cambiarios posibles para el actual y próximo gobierno y, de cierre, se plantean algunas ideas y perspectivas futuras.

3. Panorama económico

a. *Internacional*

Las condiciones económicas y financieras internacionales no muestran señales de mejora a corto plazo. Después del fuerte impacto real causado por el Covid-19 en los niveles de demanda y en las cadenas globales de valor, así como los masivos paquetes monetarios y fiscales implementados por los países avanzados para contrarrestar estos impactos, a partir de 2022 se están aplicando políticas contractivas para reducir los niveles de inflación, que aún se mantienen altos en términos históricos. Estas políticas se combinan con cambios en los precios relativos debido a la invasión rusa en Ucrania.

En cuanto a la política antiinflacionaria, se centra en continuos incrementos en las tasas de interés de política monetaria en Estados Unidos, siguiendo políticas similares en otros países avanzados y emergentes. Como resultado, las tasas de interés se encuentran en niveles no vistos en varias décadas en muchos países, lo que tiene importantes implicancias en diversos mercados. Por un lado, estos incrementos aumentan el costo del financiamiento externo en moneda fuerte para los países emergentes, lo que ha generado inestabilidad y default, especialmente en África. Los incrementos en las tasas de interés no solo afectan directamente a este financiamiento, sino que también aumentan los diferenciales que estos países deben pagar sobre las tasas. Por otro lado, en los mercados financieros de los países avanzados, especialmente en Estados Unidos, estos incrementos han provocado pérdidas de capital en las tenencias de bonos de instituciones financieras, incluyendo bancos de mediana escala con políticas de cobertura insuficientes tanto para el riesgo de tasas como para los riesgos de refinanciamiento y concentración en su financiamiento a través de depósitos corporativos. Esto ha llevado a un nivel récord de quiebras en el sistema bancario estadounidense, con efectos limitados en la estabilidad financiera del país gracias a las rápidas innovaciones en las líneas de asistencia proporcionadas por la Reserva Federal al

sistema bancario, y al hecho de que ningún banco de gran escala se vio afectado por este proceso. Otro elemento que puede sumar cierta volatilidad en los mercados financieros es que tan rápido se aprueba un nuevo techo para la deuda soberana en Estados Unidos. Si bien esperamos una resolución, en línea con las experiencias anteriores, dado que la misma se dará a último momento, la incertidumbre puede generar cierto estrés en las condiciones financieras globales.

Gráfico 1 - Evolución de los rendimientos de los Tesoro* de EE. UU. a 10 años. En %. 2018-2023.



Fuente: Synthesis en base a FRED.

(*Nota: Sin ajuste estacional.

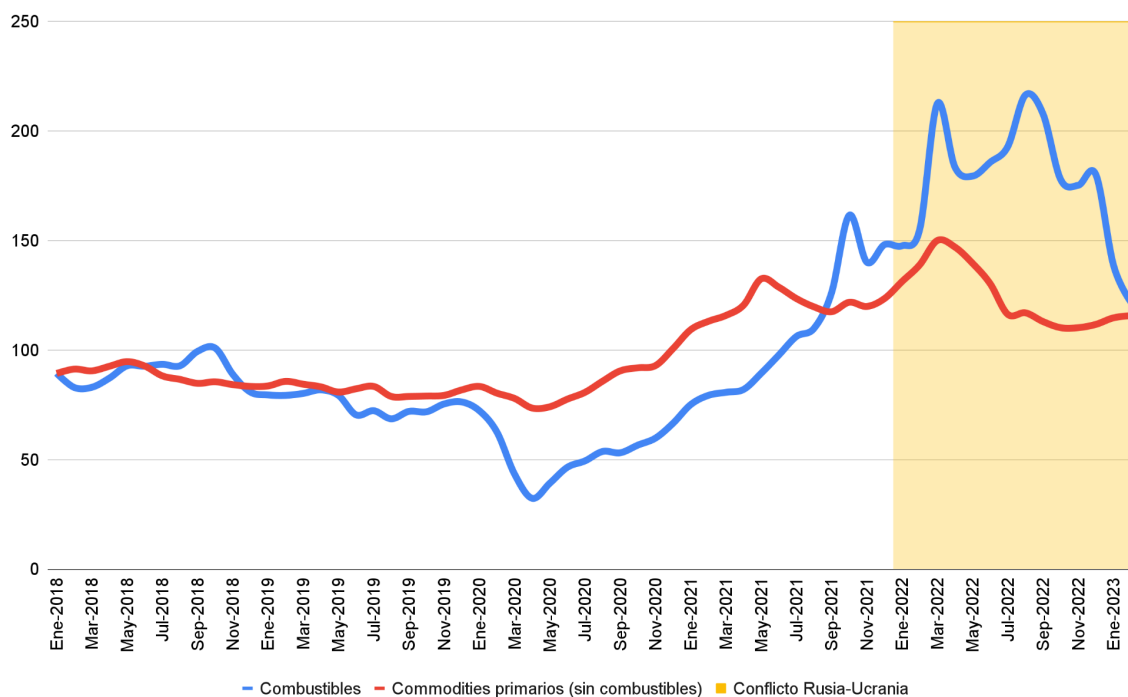
De esta manera, a pesar de la caída de varios bancos, la mayor incertidumbre y los costos en términos de crisis de deuda en los países emergentes, así como la desaceleración económica a nivel global, la Reserva Federal y otros bancos centrales de países avanzados

continúan con el incremento de las tasas para demostrar su compromiso en la lucha contra la inflación, en un contexto en el que la inflación se desacelera lentamente. Para Argentina, donde la discusión sobre la inflación toma una escala completamente diferente, esta dinámica es relevante, ya que implica mayores costos de financiamiento a mediano plazo en los mercados privados, así como en la actualidad, dado que estas tasas impactan directamente en el costo variable de los préstamos de organismos oficiales, incluyendo el Fondo Monetario Internacional.

En cuanto a la invasión rusa en Ucrania, a más de un año desde el inicio del conflicto, este no solo se mantiene, sino que también continúan sus efectos económicos. Tanto Ucrania como Rusia son proveedores de productos básicos, incluyendo alimentos y energía. La destrucción masiva sufrida en el territorio de Ucrania y las sanciones financieras impuestas por Estados Unidos y otros países de la OTAN a Rusia han interrumpido dicha oferta, lo que ha llevado a un aumento en los precios de los alimentos y la energía, incluso en períodos de apreciación del dólar estadounidense. Este incremento, además de afectar los precios internos de los países importadores y exportadores de estos productos básicos, ha implicado mayores importaciones para los primeros y mayores exportaciones para los segundos. Si bien ha habido caídas en los precios de estos productos básicos en los últimos meses, aún se mantienen en niveles elevados.

Gráfico 2 - Evolución de los precios de los commodities.

En US\$. 2018 a 2023.



Fuente: Synthesis en base a WTM-CBP.

Las implicancias para Argentina han sido mixtas. Por un lado, los mayores precios de los alimentos han permitido aumentar las exportaciones en el contexto del crecimiento de las importaciones impulsadas por la demanda interna y las distorsiones cambiarias. Sin embargo, esto también ha generado presión sobre el nivel de precios, especialmente sobre la canasta de consumo de los sectores más vulnerables, lo que ha llevado a un aumento en la pobreza. Además, también ha implicado mayores importaciones de energía, deteriorando la balanza comercial en un contexto de escasez de divisas y aumentando la presión sobre el balance fiscal del gobierno central debido a la política generalizada de subsidios energéticos.

No esperamos que ninguna de estas dos fuentes de presión internacional desaparezca a corto plazo. Es probable que los niveles de inflación en los países avanzados lleven tiempo en alcanzar los niveles deseados, y los bancos centrales seguirán tratando de demostrar e incluso exagerar su compromiso con los objetivos establecidos en sus mandatos. En cualquier caso, las condiciones financieras podrían empeorar si el aumento de las tasas de interés deteriora los balances de otras instituciones financieras más relevantes. Aunque no esperamos que esto ocurra con alta probabilidad, no se puede descartar la posibilidad de otro shock financiero en ese horizonte. Además, estas políticas contractivas, tanto por su efecto indirecto en nuestros socios comerciales como por su propia implementación, reducen la demanda de exportaciones argentinas con mayor valor agregado. Por otro lado, el conflicto en Ucrania no parece tener un fin cercano. Incluso si llegara a finalizar antes de lo previsto, la capacidad productiva de Ucrania y la reintegración completa de Rusia al comercio global (dado que sigue suministrando energía a Europa) llevarán su propio tiempo. En cambio, creemos que el aumento en la producción energética y el superávit externo en el sector energético en Estados Unidos podrían reducir los desequilibrios entre la oferta y la demanda. Sin embargo, esto tampoco ocurrirá de la noche a la mañana. Finalmente, los precios de los alimentos ya muestran una reversión que podría empeorar, dependiendo de cómo mejorar la oferta en los distintos mercados, así como la desaceleración económica en China. En este sentido, es difícil imaginar un contexto en el que las condiciones externas del país mejoren en forma repentina, aunque es posible una caída en el precio de las importaciones. Sin embargo, nuevamente, no se puede descartar un deterioro aún mayor en los términos de intercambio.

b. Local

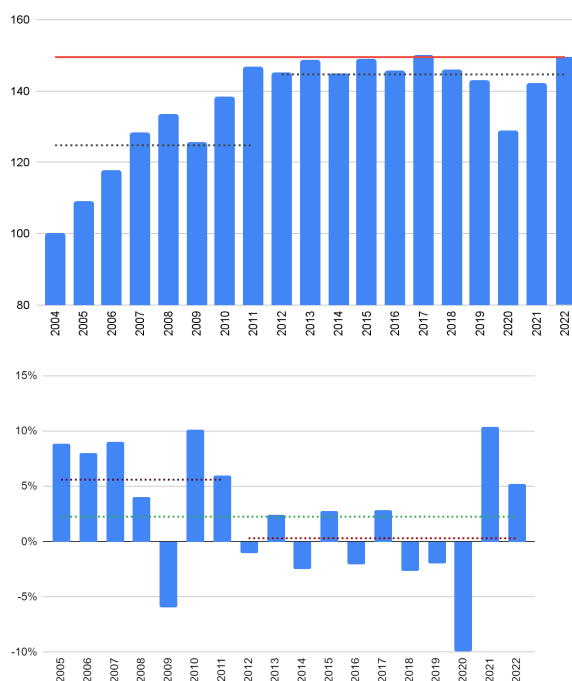
En el **ámbito local**, la economía logró crecer por segundo año consecutivo en el 2022, algo que no sucedía desde 2010-2011, dejando atrás el retroceso experimentado desde la

crisis cambiaria-financiera de abril de 2018 durante la gestión de *Cambiamos* y el impacto de la pandemia iniciada en marzo de 2020. Implicó alcanzar los niveles de 2017 (máximo de la serie iniciada 2004) y significó “retornar “a la dinámica de estancamiento experimentado durante la década de 2010 de lo que se conoce como “stop & go”.

Sin embargo, ya a mediados de 2022, la gran mayoría de los sectores ya había superado el impacto de la pandemia aunque, desde la asunción de Sergio Massa como ministro de Economía, y la puesta en marcha de un conjunto de medidas (quita de subsidios, actualización tarifaria, ajuste fiscal, entre otros), generó una desaceleración de la actividad económica y, en algunos casos, una caída, tal como se observa en el cuadro n° y la puesta en marcha de varias medidas impactó desacelerando el ritmo de crecimiento y, en algunos casos, cayendo, tal como se observa en el cuadro n° 1.

Gráfico 3 - Evolución del PIB.

Base 2004=100, variación % i.a. Y tasa anual acumulativa. 2004-2022.



Fuente: Synthesis en base a INDEC.

Cuadro n° 1 - Indicadores productivos y económicos*

Var. % i.a. y en %. 2015-2023.

Ítem	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	ene-22	feb-22	mar-22	abr-22	may-22	jun-22	jul-22	ago-22	sep-22	oct-22	nov-22	dic-22	ene-23	feb-23	mar-23	abr-23	Evolución ene-22 a abr-23
Actividad económica	2,7%	-2,1%	2,8%	-2,6%	-3,0%	5,9%	10,4%	5,9%	5,2%	7,8%	5,4%	7,5%	8,5%	7,3%	6,3%	5,3%	4,4%	4,1%	1,7%	-1,1%	0,9%	-0,4%			
Industria	s.d.	s.d.	2,2%	-5,1%	-6,2%	7,8%	16,0%	4,0%	-2,5%	6,1%	3,2%	6,2%	11,4%	6,4%	7,3%	8,0%	2,6%	2,4%	0,3%	-1,9%	5,2%	-2,1%	2,0%		
Capacidad instalada de la industria	s.d.	84,5%	84,2%	83,9%	84,0%	84,0%	84,0%	84,2%	57,5%	64,0%	66,7%	67,1%	68,0%	69,5%	67,9%	69,6%	68,6%	66,7%	68,9%	65,6%	62,0%	65,0%			
Construcción	0,3%	2,6%	1,1%	-2,3%	-3,2%	-12,9%	5,5%	7,3%	-3,7%	6,4%	0,9%	11,9%	15,5%	7,0%	8,3%	6,6%	3,9%	0,2%	-2,1%	-8,5%	-1,1%	-8,1%	0,5%		
Servicios públicos	8,2%	8,2%	7,2%	9,8%	11,5%	10,3%	8,7%	6,2%	8,2%	8,2%	7,2%	9,8%	11,5%	10,3%	8,7%	6,2%	5,4%	5,6%	4,2%	3,5%	4,8%				
Índice de confianza	54,6%	45,2%	45,6%	37,7%	39,3%	40,2%	37,9%	36,9%	40,1%	39,4%	36,9%	35,7%	36,3%	39,1%	34,7%	37,0%	37,2%	35,6%	35,1%	35,9%	38,5%	36,2%	38,2%	37,1%	
Ventas minoristas	s.d.	s.d.	s.d.	-3,0%	-9,8%	0,8%	1,5%	1,6%	4,3%	6,6%	-0,1%	3,2%	-0,6%	2,0%	5,3%	-0,2%	0,8%	-1,6%	2,4%	-2,0%	0,8%	1,0%			
Energía eléctrica	4,5%	0,8%	-0,4%	0,4%	-3,1%	-1,3%	5,2%	3,6%	9,4%	4,7%	-1,6%	3,3%	6,7%	8,5%	1,8%	1,0%	-0,6%	-2,2%	7,1%	4,6%	4,0%	12,7%	28,6%		
Producción de automóviles	-11,8%	-10,2%	0,1%	-1,4%	-32,5%	-18,3%	69,0%	23,5%	-23,3%	72,7%	12,9%	49,5%	32,8%	20,9%	37,9%	40,9%	19,9%	27,8%	14,8%	-6,0%	45,8%	22,9%	25,4%	24,1%	
Ventas de automóviles	-0,3%	22,9%	22,5%	-22,9%	-45,4%	-16,0%	6,9%	12,5%	-26,2%	-4,7%	4,5%	3,3%	20,4%	32,1%	20,8%	11,9%	34,6%	30,8%	26,6%	2,4%	9,8%	18,5%	12,6%	9,5%	
Ventas Nafta	5,7%	1,4%	7,3%	0,5%	-1,9%	-26,9%	30,3%	13,6%	11,2%	15,3%	11,0%	25,1%	39,0%	33,8%	14,3%	13,1%	9,6%	5,4%	3,1%	-0,6%	10,4%	4,1%	7,0%		
Ventas Gasoil	-2,2%	1,9%	0,3%	-1,7%	-0,7%	-10,9%	14,9%	7,8%	15,8%	22,1%	5,3%	16,5%	10,7%	10,5%	3,1%	8,8%	5,3%	-0,4%	1,2%	0,3%	3,2%	-6,3%	5,1%		
Despacho de Cemento	7,4%	-10,8%	11,4%	-2,4%	-6,3%	-11,5%	23,3%	7,3%	-2,0%	15,6%	7,5%	9,6%	24,5%	14,8%	9,9%	13,2%	9,2%	-0,8%	0,2%	-9,0%	9,2%	-4,5%	6,4%	-1,0%	
Asfalto	-7,1%	-12,8%	60,1%	-17,1%	-21,4%	-44,3%	66,2%	0,1%	15,5%	23,7%	27,0%	14,3%	19,2%	-4,0%	-13,6%	-7,2%	-6,8%	-24,0%	-8,1%	-18,5%	7,9%	2,2%	-5,7%		

Fuente: Synthesis en base a MECON.

(*Nota: en los casos de “Capacidad instalada de la industria” e “índice de confianza”, el color verde implica subas en relación al período anterior mientras que en rojo, una caída.

En otra línea, uno de los principales temas más conflictivos en el último tiempo es la inflación y la fuerte aceleración experimentada en el último tiempo. Tal como se viene analizando en los distintos informes de coyuntura, la economía argentina se encuentra en un estadio denominado “regímenes de alta inflación”¹.

Con el último dato disponible (abril 2023), es el tercer mes consecutivo que supera el 100% interanual y el sexto mes en el que se registra una aceleración mensual. Además, de los doce rubros que componen el Índice de Precios al Consumidor (IPC), siete ya rompieron la barrera “psicológica” del 100%.

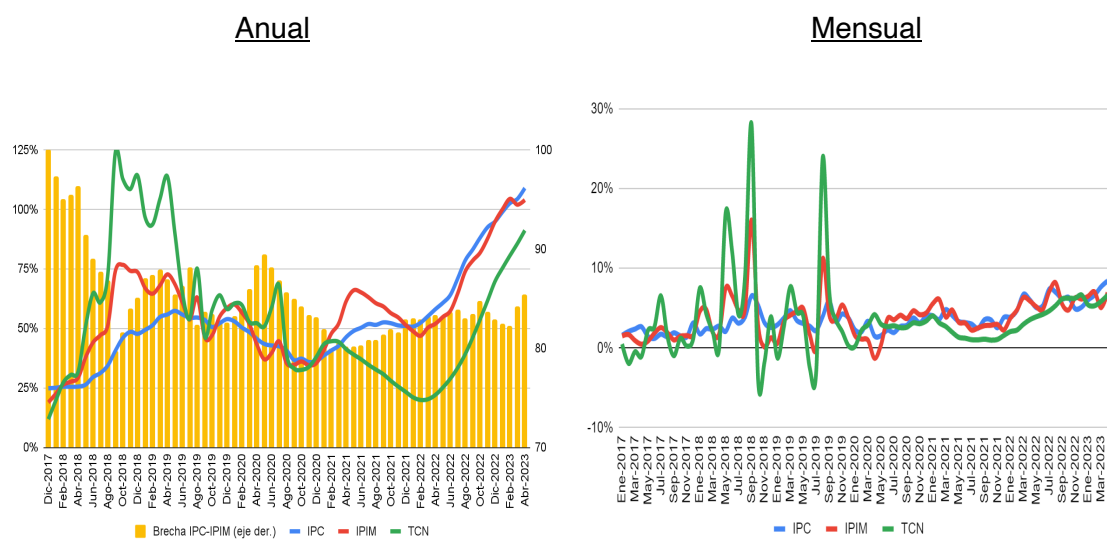
Dinámica similar se observa con los precios mayoristas en el cual viene acelerándose, en términos interanuales desde febrero 2022, cuando tenía el 46,8% hasta alcanzar, en abril 2023, el 101,9%, tercer mes con registros superiores al 100%.

¹ Como se detalla en [Vanoli y Vanoli Long \(2022\)](#), los regímenes de alta inflación se caracterizan por presentar las siguientes condiciones: 1) inflación anual superior al 50%; 2) inflación mensual superior al 5%; 3) acumular dos o más años con inflación por encima del 40% por ciento; y 4) registrar el doble de la inflación promedio de los últimos 10 años.

Además, la relación IPC-IPIM muestra, como un proxy, el potencial traslado de costos del sector mayorista hacia al minorista y, si es posible, al final del circuito comercial (los consumidores). Entre 2018 hasta fines del 2020, se puede percibir que el sector minorista absorbió gran parte del incremento de los costos mayoristas y no trasladó hacia los consumidores en un contexto de caída de la actividad económica (crisis cambiaria 2018-2019 y pandemia). Posteriormente, con la recuperación económica post-COVID, se revirtió en parte el proceso.

Gráfico 4 - Evolución de la inflación y devaluación.

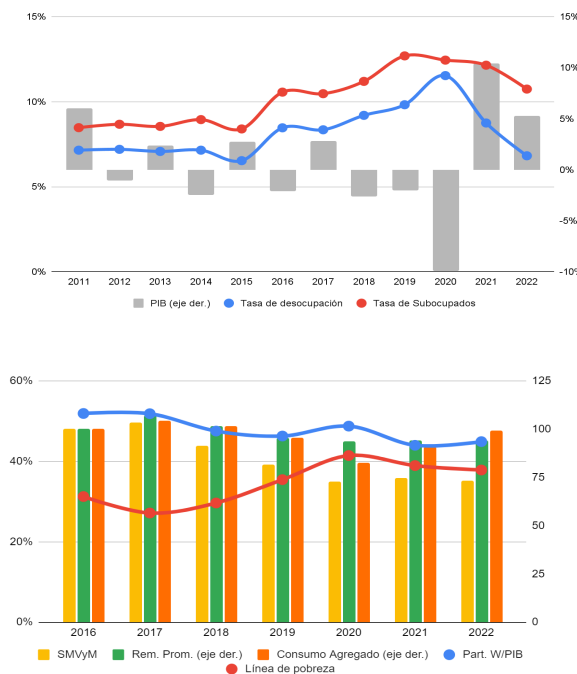
Var. % i.a. y Base 2018=100. 2017-2023.



Fuente: Synthesis en base a INDEC y BCRA.

En materia socio-laboral, existe una situación dual o paradójica. Por un lado, se crea empleo registrado en el que se está en el máximo histórico, aunque impulsado principalmente por las modalidades vinculadas a la precarización como el monotributo y monotributo social, y la tasa de desocupación está en los mínimos desde 2015. Por el otro, el poder adquisitivo no logra recuperar lo perdido desde 2018 impactando en los niveles de pobreza y una distribución regresiva del ingreso.

Gráfico 6 - Evolución de indicadores del mercado de trabajo, salarios reales, PIB, consumo y participación del ingreso. Base 2016=100 y %. 2016-2022.



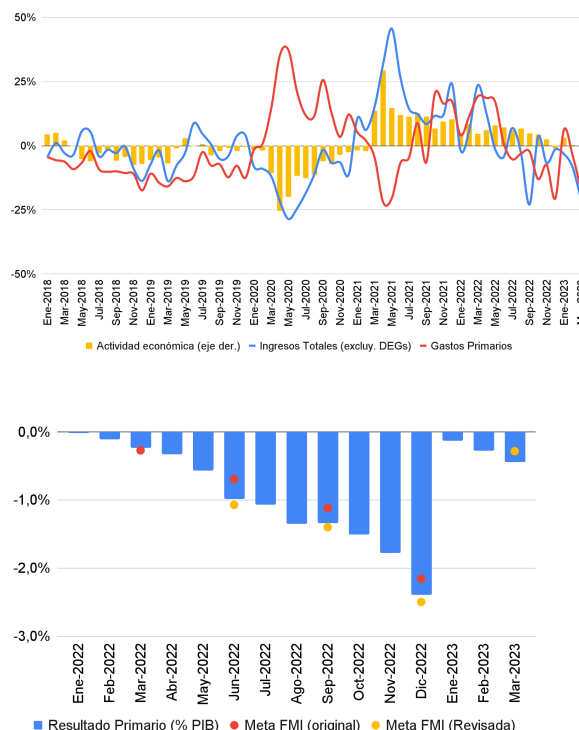
Fuente: Synthesis en base a INDEC, SIPA y FACPCE.

En tanto, las cuentas fiscales están en tensión dado la fuerte caída de los ingresos (impulsado por los derechos de exportación por el impacto de la sequía) y de los gastos (motivada por el ajuste fiscal en los gastos corrientes primarios, principalmente por los subsidios energéticos) en consonancia con la desaceleración de la actividad económica experimentada en los últimos meses, tal como se verifica en el siguiente gráfico.

Además, dadas las condiciones implementadas en el Acuerdo de Facilidades Extendidas, una de las metas a cumplir es la fiscal (cuya principal métrica es la participación del resultado primario -déficit- sobre el PIB). Durante el 2022, se logró cumplirlas (aunque hubo una revisión en las metas originales) pero, ya en el primer trimestre de 2023, no se logró (déficit fiscal acumulado del 0,45% del PIB con una meta del 0,29%).

Gráfico 7 - Evolución de ingresos, gastos, actividad económica y meta fiscal FMI.

Var. % i.a. y en % del PIB.



Fuente: Synthesis en base a MECON e INDEC.

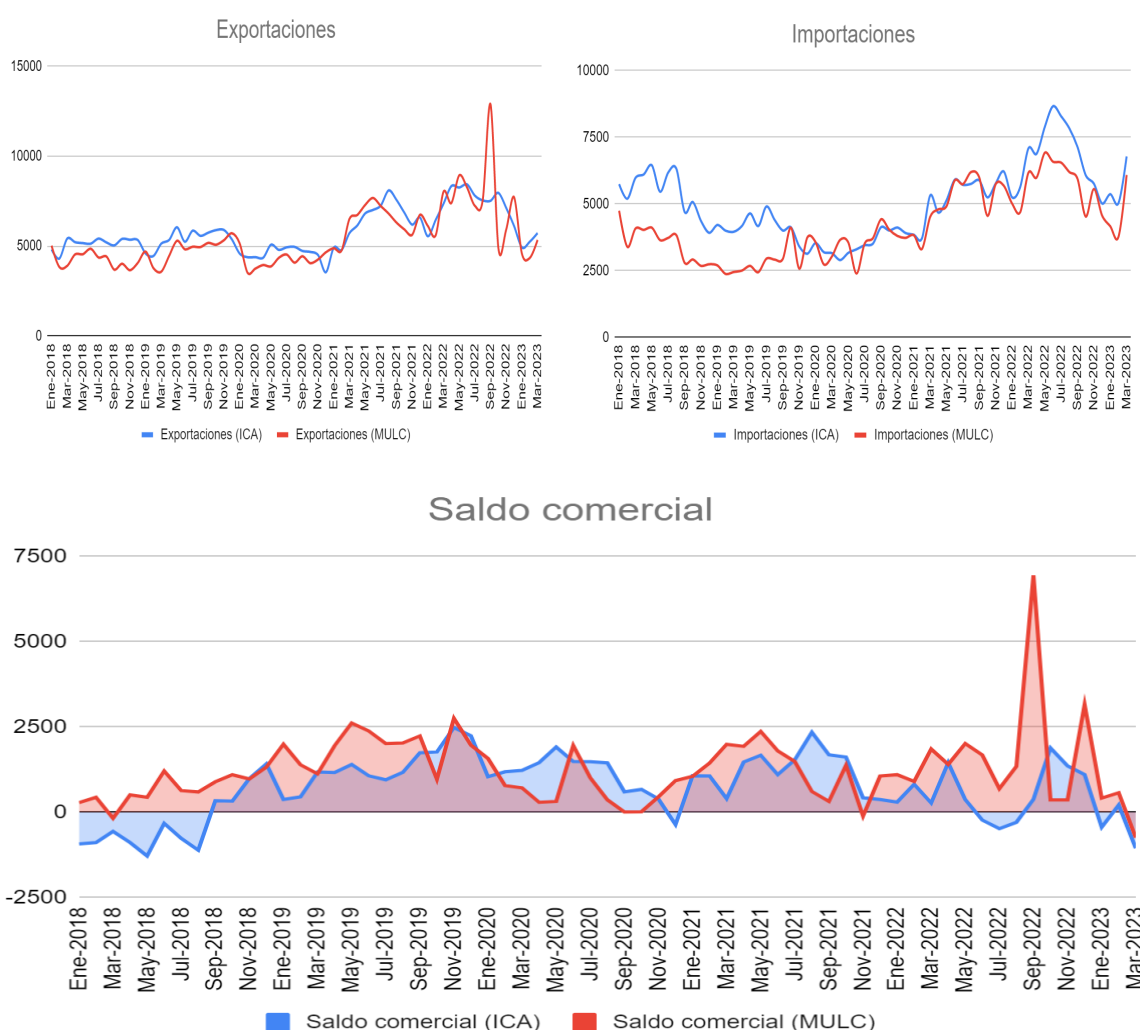
Finalmente, el **frente externo** muestra un panorama complejo debido a la caída de las exportaciones con aumentos de las importaciones y la pérdida de reservas internacionales.

Por un lado, vinculado al primer punto, se debe principalmente por la caída de las exportaciones vinculadas al complejo sojero por el impacto de la sequía y una menor liquidación relativa, únicamente compensada por las distintas ediciones de “Programa de Incremento Exportador” (conocida como “dólar soja”). Además, para el mes de marzo 2023, las importaciones crecieron tanto en valor como en cantidades motivadas por las importaciones no energéticas cuando venía en un proceso de retroceso por la desaceleración de la actividad económica y mayores restricciones cuantitativas por modificaciones en las

licencias automáticas, licencias automáticas y la creación del nuevo sistema de acceso a las divisas por parte de los importadores (Sistema SIRA), entre otras. Asimismo, durante el segundo semestre del 2022 y lo que va del año vigente, parte de ese incremento de las importaciones fue financiada con operaciones de créditos comerciales por parte de las empresas importadoras

Gráfico 8 - Evolución de comercio exterior y saldo comercial.

Base caja y devengado*. En millones de US\$. 2018-2023.

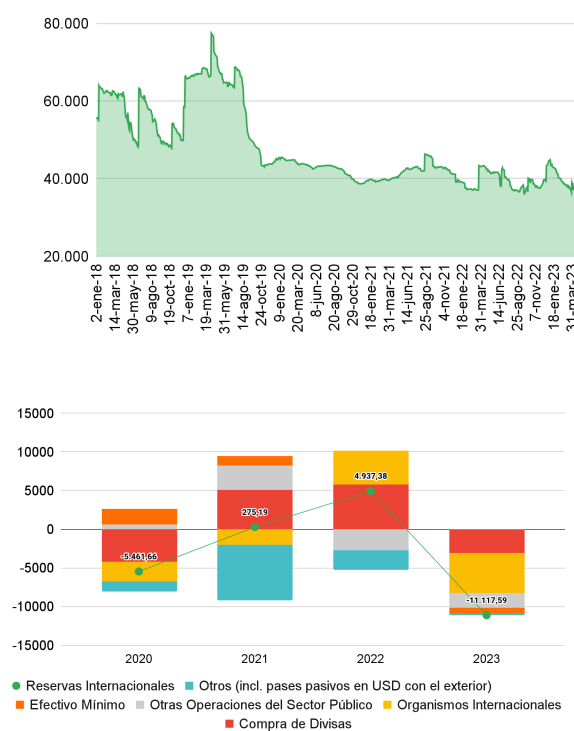


Fuente: Synthesis en base a INDEC y BCRA.

(*Nota: Base devengado corresponde a Intercambio Comercial Argentino (ICA-INDEC) y base caja a Mercado Único Libre de Cambios (MULC-BCRA).

Por el otro, relacionado al segundo punto, este retroceso se explica principalmente por los pagos de títulos públicos del Tesoro Nacional, ventas netas por parte del BCRA en el mercado de cambios (incluye la menor liquidación del complejo oleaginoso) y una continua salida de los depósitos en dólares.

Gráfico 9 - Evolución de las reservas internacionales y factores de explicación. En millones de US\$. 2020-2023*.



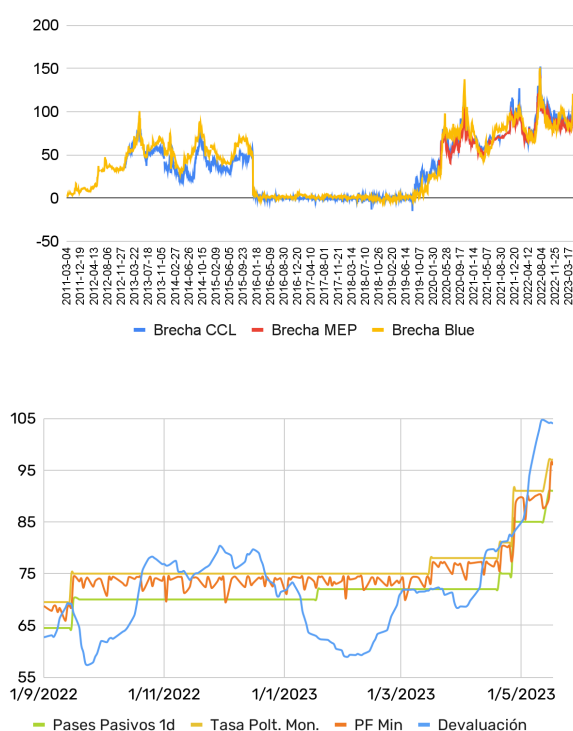
Fuente: Synthesis en base a BCRA.

(*Nota: 2023 corresponde a lo acumulado hasta el 15/05/2023.

En lo que respecta a la **cuestión financiera**, en el último tiempo, en el marco de la caída de las reservas internacionales, mayores controles cambiarios y fuerte crecimiento de las

expectativas devaluatorias, las brechas cambiarias dieron fuerte saltos, aunque por debajo de otros picos de estrés, generando nuevas medidas por parte de las autoridades (MECON, BCRA, CNV) tales como subas de tasas de interés como nuevas regulaciones sobre la operatoria en los mercados cambiarios financieros.

Gráfico 10 - Evolución de las brechas cambiarias y corredor de tasas de intereses*. En %. 2012-2023.



Fuente: Synthesis en base a BCRA y Ámbito.

(*Nota: las tasas de intereses son nominales (TNA).

4. Escenarios

¿Cómo cierra la balanza de pagos este año?

Hacer proyecciones macroeconómicas y financieras es siempre una tarea complicada. En países como Argentina, podría decirse casi imposible. En este sentido, la volatilidad nominal dificulta prever cuántos ingresos y gastos tendrá una unidad económica incluso en plazos no tan alejados. En ese sentido, pensar el tipo de cambio a fin de 2023 no es la excepción. Sin embargo, la balanza de pagos, la cual consideramos el eje en el cual se observan las principales restricciones macroeconómicas de este período, puede ofrecer un punto de apoyo para pensar tanto el desarrollo económico de lo que queda del año, como las posibilidades de política pre y post elecciones presidenciales.

La balanza de pagos, dados los fuertes controles cambiarios, es mucho más rígida que en otros países. Por un lado, las exportaciones hoy están explicadas por los precios internacionales de los alimentos, los cuales suponemos estables en un escenario base, y levemente a la baja en un escenario pesimista. También se explican por el nivel de liquidación de los exportadores, el cual dependerá de las perspectivas del tipo de cambio nominal, como se mencionó en la sección anterior. Finalmente, la sequía explica la principal fuente de variación de las exportaciones este año, suponemos en todos los casos mantener el efecto estimado en la actualidad por la Bolsa de Rosario.

Por el otro, los compromisos con inversores internacionales son conocidos. Los pequeños grados de libertad se asocian al sector privado, a algún financiamiento oficial adicional, y de una eventual negociación con el FMI por adelantar desembolsos. No esperamos mayores ingresos de divisas por inversiones financieras o reales. Gran parte de la Inversión Extranjera Directa esperada es la respuesta pasiva a la reinversión de utilidades del stock de periodos previos (es decir, parte de lo que se resta en el ingreso primario de la cuenta corriente, se suma en la cuenta financiera).

De esta manera, además del mencionado financiamiento oficial, esperamos que la otra variable de ajuste sean las importaciones de bienes y servicios. Dentro de estas variables, los dos principales *drivers* son la actividad económica, afectada por el tipo de cambio oficial, y las restricciones combinadas del ejecutivo y el BCRA sobre los importadores.

Cuadro 2 - Escenarios de la balanza de pagos

En millones de US\$. 2021-2023.

Balanza de pagos	2021	2022	2023			
			Base	Devaluación moderada	Pesimista	
Cuenta corriente	6.708	-3.788	-2.817	3.536	-6.432	
Bienes y servicios	15.053	5.520	7.291	12.944	3.676	
Exportaciones bienes	77.987	88.515	76.134	76.984	74.548	
Importaciones bienes	59.291	76.163	67.727	64.944	67.727	(1)
Exportaciones servicios	9.428	14.432	15.352	15.852	14.323	
Importaciones servicios	13.071	21.264	16.468	14.948	17.468	(1)
Ingreso primario	-9.826	-11.321	-	-	-	
			12.654	11.954	12.654	
Ingreso secundario	1.481	2.013	2.546	2.546	2.546	
IED	5.420	12.764	7.334	7.334	6.300	
Inversión de cartera	-4.811	-6.878	-2.768	-2.768	-2.768	
Otra inversión	-5.857	564	-7.302	-7.302	-7.302	(2)
Pagos al FMI	-3.737	-16.652	-	-	-	
			17.700	17.700	17.700	
Desembolsos FMI	4.326	23.519	16.000	16.000	16.000	(2)
Necesidades de financiamiento / Var. RRII	-106	6.920	-5.553	800	-	
					10.202	

Fuente: Synthesis en base a INDEC.

Notas:

(1) Variables de ajuste mediante restricciones o políticas contractivas.

(2) Variables de ajuste mediante mayor financiamiento oficial neto.

Efecto de las elecciones en el frente externo

Otro elemento central claramente serán las perspectivas electorales durante el año. Más allá de las perspectivas actuales, una vez definidos los candidatos y más cerca de las PASO, las presiones cambiarias en los mercados paralelos, y la retención de exportaciones podría aumentar. Asimismo, luego de las PASO, las perspectivas del próximo gobierno pueden generar presiones aún mayores. Las últimas dos elecciones presidenciales ofrecen algunas enseñanzas en tal sentido.

En 2015, frente a una expectativa de triunfo de Mauricio Macri, los actores económicos esperaban tanto una devaluación del oficial como una política más pro mercado, por cual en dicho período, se observaron menores liquidaciones netas en el mercado cambiario por parte del comercio exterior en su conjunto, deteriorando tanto la cuenta corriente como la dinámica de las reservas. Sin embargo, al mismo tiempo, los tipos de cambios paralelos y los spreads de los bonos soberanos en moneda extranjera se comprimieron, dando cuenta de la entrada de divisas vía dichos mercados.

En este período, se puede esperar una dinámica similar en el mercado oficial, pero claramente el apetito por activos argentinos, bajo un gobierno de cualquier signo político, es significativamente menor al de aquel entonces.

Gráfico 11 - Evolución de la Cuenta Corriente Cambiaria y variación de Reservas Internacionales en los últimos tres años electorales.

En millones de US\$. 2015, 2019 y 2023.



Fuente: Synthesis en base a BCRA

Por otro lado, en 2019, luego de varios saltos en el tipo de cambio, las expectativas de un triunfo de Macri no mejoraron tanto la dinámica de los bonos, dado el saturamiento de los mismo por parte de inversores internacionales, aunque sí implicaron una mejora del balance comercial base caja dado tanto el adelantamiento de exportaciones como el rezago de importaciones ante expectativas de una apreciación cambiaria. Esto mejoró aún más una cuenta corriente ya positiva, y compensa en algunos meses la salida de divisas por transacciones financieras. Sin embargo, el resultado de las PASO generó una rápida reversión de estas dinámicas, deteriorando transitoriamente la cuenta corriente cambiaria, y profundizando la pérdida de reservas durante el tercer trimestre.

Dados los actuales controles cambiarios, y los bajos precios de los bonos soberanos, esperamos que el principal efecto de las expectativas electorales se observa en la liquidación de exportaciones en línea con el tipo de cambio esperado, y en la brecha cambiaria, alineado con la demanda por dolarizar carteras. Dichas dinámicas están incluidas en nuestro escenario pesimista.

Regímenes cambiarios: opciones para el actual y el próximo gobierno

Las opciones para abordar los problemas en el frente externo a través de cambios en el régimen cambiario son varias. Sin embargo, cada una de ellas tiene desventajas en común, aunque con diferentes niveles de exposición a esos factores de riesgo.

Consideramos que algunos de estos cambios podrían implementarse antes del cambio de gobierno, mientras que otros no están ni siquiera en la agenda posible de la administración actual. Sin embargo, incluso entre las opciones aplicables, creemos que su posibilidad de éxito está condicionada no solo por el contexto económico, sino también por el político. En ese sentido, cualquiera de estas políticas puede beneficiarse de la legitimidad de un gobierno recién electo con un margen relevante de votos. Obviamente, una victoria "por pocos puntos" implicaría tanto menos legitimidad como una estructura legislativa más desafiante.

A grandes rasgos, las opciones son las siguientes:

1. Status quo con aumento de las regulaciones cambiarias y al comercio.
2. Devaluación manteniendo los controles actuales.
3. Unificación cambiaria.
4. Desdoblamiento cambiario.
5. Dolarización.

Obviamente, estos regímenes/políticas y sus efectos dependen tanto de un contexto fuera del alcance de los hacedores de política, como de otras políticas clave, como la fiscal y monetaria. Sin embargo, para la mayoría de estas opciones, el efecto de, por ejemplo, una política fiscal contractiva es el mismo: reducir el nivel de actividad, mejorar el balance comercial y aliviar la presión sobre el mercado de bonos. En este sentido, en lugar de enfocarnos en los efectos comunes de medidas que pueden usarse para la sintonía fina, esta sección explora las ventajas y desventajas de esquemas que implican un cambio en el régimen cambiario (o su mantenimiento en el primer caso).

1. Status quo con aumento de las regulaciones cambiarias y al comercio

Esta alternativa era quizás la preferida por el Ministerio de Economía para llegar a las elecciones sin grandes shocks en la economía doméstica, en combinación con tipos de cambios sectoriales como el dólar soja y agro. La misma incluye la potencial aplicación de mayores impuestos sobre consumos al exterior, como las restricciones y desincentivos a la importación de productos no esenciales. Sin embargo, la sequía redujo los márgenes de maniobra del balance externo argentino y, con ello, la posibilidad de "llegar" a las elecciones sin estrés. Esto no impide que el gobierno pueda seguir intentando aplicar este esquema con distintas intensidades.

Las ventajas de esta opción radican en evitar la devaluación del tipo de cambio oficial en un periodo de aceleración inflacionaria y fragilidad social, y en el camino hacia unas nuevas elecciones presidenciales. Esto reduciría la cantidad de importaciones que ingresan a Argentina, lo que podría ayudar a reducir el déficit comercial, al tiempo que ejerce presión en los mercados cambiarios paralelos y acorta la brecha cambiaria. Esto podría mejorar ligeramente las expectativas y reducir las desviaciones en el comercio exterior.

Las desventajas también son conocidas, ya que estas medidas no solo estuvieron presentes durante los últimos años, sino que se aplicaron con mayor rigurosidad en 2021-2022. Por un lado, el sector privado ha desarrollado prácticas para evadir ciertas restricciones y aprovechar los arbitrajes que estas generan. Además, la limitación de importaciones tiene un efecto tanto en la producción debido a la menor oferta de algunos insumos específicos, como en los precios domésticos, ya sea por una restricción de cantidades para la demanda local o por el uso de mercados paralelos para acceder a las divisas necesarias para importar, lo que afecta su costo.

Finalmente, para lidiar con los desequilibrios existentes y agravados por la sequía, este esquema debería aumentar significativamente las restricciones, lo cual podría tener efectos inesperados. Cambios leves en la política actual no serían suficientes para evitar una mayor presión en la balanza comercial y cambiaria.

2. Devaluación manteniendo los controles actuales

Una devaluación discreta, lo suficientemente significativa como para mejorar el balance externo, pero mucho menor que la que implicaría una unificación cambiaria, resulta tentadora para aquellos que evalúan positivamente las políticas implementadas en 2014. Sin embargo, el contexto actual es muy diferente, tanto en los problemas del sector externo como en los niveles de inflación que el país está experimentando en la actualidad. En aquel período, la devaluación estuvo acompañada por un aumento de la tasa de interés, controles y gasto público, pero también por una liberalización parcial de la compra de divisas para el ahorro. Nada de esto parece posible en las condiciones actuales.

En términos de ventajas, una devaluación implicaría una caída rápida en las importaciones, podría calmar ciertas demandas sectoriales de exportadores y mejorar la recaudación por retenciones.

Las desventajas son directas, ya que el efecto de una devaluación sobre la inflación sería inmediato, acelerando aún más la suba de los precios domésticos. Al mismo tiempo, los efectos fiscales también serían negativos debido a los subsidios energéticos y a una mayor participación de instrumentos indexados al tipo de cambio en la deuda pública.

3. Unificación cambiaria

Una unificación cambiaria implicaría retirar la mayor parte o la totalidad de los controles cambiarios, permitiendo que tanto las transacciones financieras como aquellas asociadas al comercio exterior se operen libremente en el mismo mercado cambiario. Esta opción encuentra su referencia más cercana en diciembre de 2015, apenas empezado el gobierno de Mauricio Macri. Las condiciones actuales son sumamente distintas. Por un lado, y con el riesgo de sonar repetitivos, la inflación es estructuralmente distinta. En los niveles actuales, tanto las expectativas, como los mecanismos de traslado a precios son más sensibles a una suba del tipo de cambio nominal. Incluso considerando que algunos precios locales de las importaciones están asociados al mercado cambiario financiero, tanto la mayor parte de las mismas, como el precio de los productos exportables, están asociados aún al tipo de cambio oficial.

Por otro lado, en 2015, la salida del cepo coincidió con una serie de préstamos precoordinaados como los repos del BCRA, así como con un apetito muy grande por activos argentinos. Más allá de que la unificación cambiaria pueda impulsar algún ingreso de divisas asociado a la Inversión Extranjera Directa, o alguna posición en instrumentos financieros por el corto plazo, es difícil imaginar que dicho ingreso sea lo suficientemente grande y estable para evitar una presión al alza del tipo de cambio. En ese sentido, si bien la unificación al principio podría encontrar al tipo de cambio oficial en valores por debajo o cercanos al tipo de cambio paralelo, la libertad de todo el sector privado de dolarizar sus posiciones en pesos, sumados a un contexto de grandes compromisos externos y deterioro de la balanza

comercial, puede retroalimentarse con mayor incertidumbre fruto de la aceleración inflacionaria que dicha depreciación implicaría.

De esta manera, las ventajas de la unificación se asocian tanto a la transparencia y desaparición de las oportunidades de arbitraje que generan operaciones que deterioran el funcionamiento de los mercados cambiarios. Esto facilitaría la entrada de inversores diversos que tengan interés en activos reales o financieros del país a pesar de la incertidumbre macroeconómica. Finalmente, reduciría las importaciones vía una caída en la actividad económica.

Las desventajas son las ya mencionadas de suba del tipo de cambio, pero se suma que libera una demanda cautiva de divisas del sector privado con posiciones en pesos. Mientras se puede suponer que esa demanda hoy está expresada en los mercados paralelos, en este informe consideramos que existen fricciones tanto en instituciones reguladas, como pequeños inversores no sofisticados, que de existir la posibilidad de comprar divisas dada una nueva regulación o la facilidad del homebanking, aumentarían la demanda en este mercado en magnitudes considerables.

4. *Desdoblamiento cambiario*

Otra opción, más mencionada por figuras técnicas que por candidatos políticos, es la de crear un mercado oficial para las transacciones cambiarias asociadas a operaciones financieras. Esto implicaría que mientras en un mercado exportaciones e importaciones operan en un mercado, con intervenciones del BCRA, la compra de divisas para el ahorro, el pago de pasivos en moneda extranjera, e incluso algunas exportaciones o importaciones en particular, se operan en otro mercado, posiblemente a un tipo de cambio más alto, en el cual el BCRA también podría intervenir. De más está decir, que para intervenir, el BCRA requería un mayor stock de Reservas netas que el actual. Esta medida obviamente necesita un tiempo

para diseñarse e implementarse, ya que afecta varios mercados y actores. En especial, debería considerar el tratamiento de contratos, como bonos dolar linked o duales, futuros, etc.

Las ventajas de esta opción están también asociadas al posible ingreso de divisas de inversores residentes y no residentes, así como una menor demanda de divisas para el servicio de deuda privada en el mercado cambiario asociado al comercio exterior. A diferencia de la unificación, esta opción tiene menor impacto en la inflación y la actividad económica, por lo cual debería ser acompañada por medidas aparte para reducir la demanda de divisas de importadores.

Las desventajas están relacionadas con la misma demanda latente mencionada en la opción anterior. Es difícil dimensionar el efecto de esta demanda adicional en este mercado. Obviamente, a diferencia de la unificación, la presión a la suba del tipo de cambio financiero proveniente de este factor no tendría el impacto directo que tiene en el caso de la unificación. Sin embargo, en tanto amplía la brecha entre el tipo de cambio financiero y el comercial, el balance comercial podría deteriorarse tanto por la retención de exportadores buscando que el gobierno les permita liquidar parte o la totalidad de sus ingresos a un tipo de cambio más similar al financiero, como por prácticas menos visibles, como precios de transferencia tanto de exportadores como importadores.

5. Dolarización

La opción de dolarizar, claramente no es viable en el corto plazo. Sin embargo, si bien podría ser “administrativamente” viable para el próximo gobierno, su viabilidad económica y política no es clara. Una dolarización implica que el dólar estadounidense reemplace al peso argentino en todas sus funciones. Es decir, los precios y contratos como deudas deberían denominarse en dólares, las transacciones en efectivo deberían realizarse en billetes emitidos

por la Reserva Federal, y las transacciones digitales deberían estar denominadas en la misma moneda. De esta manera, los depósitos de los bancos locales deberían ser convertibles a la par en dichos billetes. Esto básicamente implica que el BCRA pierde la posibilidad de emitir una moneda nacional, y según las regulaciones del sistema bancario, que los bancos para emitir depósitos deban acceder a crédito externo para poder asegurar la convertibilidad entre fronteras.

Las ventajas de la dolarización se asocian tanto a su efecto estabilizador sobre la inflación, como a la previsibilidad que genera en la economía (dada la baja inflación alcanzada). Esto además de mejorar la dinámica de la economía local, podría aumentar el apetito por activos argentinos en el resto del mundo.

Sin embargo las desventajas son varias. El perdería su soberanía monetaria, ya que el BCRA no tendría herramientas para controlar las condiciones financieras locales. De la misma manera, el sistema bancario se volverá más frágil y menos dinámico, ya que encontraría limitaciones a la creación de recursos financieros. La economía en su totalidad se encontraría más vulnerable a shocks externos y a las condiciones financieras en Estados Unidos. El tipo de cambio real no solo perdería su capacidad de absorber ciertos shocks, sino que podría terminar en valores nocivos para la dinámica del balance comercial. En ese sentido, la variable de ajuste para alcanzar equilibrios en la balanza de pagos termina siendo la actividad económica, aumentando más la volatilidad del producto y las condiciones sociales, o estabilizándose en un estancamiento secular.

Si bien la dolarización implica reducir los errores de la política monetaria vía su eliminación total, también implica abandonar sus beneficios, mientras que no implica necesariamente una política fiscal sustentable, como quedó demostrado en la convertibilidad. En este sentido, una dolarización para ser exitosa, requiere una política fiscal apropiada, dinamismo en el sector transable, y una exposición estable y sustentable a financiamiento externo. Sin embargo, si

la política económica logrará asegurar estos elementos, la dolarización no sería necesaria, y se podría aplicar un plan de estabilización que no implique restringir el dinamismo de la economía doméstica. Entrar a una dolarización, y abordarla rápidamente por su fracaso podría ser peor en el largo plazo que no haber ingresado a dicho esquema.

Finalmente, una dolarización implica transformar todos los instrumentos existentes en pesos a un equivalente en dólares. De esta manera, distintos tipos de cambios surgen si se consideran solo pasivos públicos o también los privados, en comparación con el limitado stock de activos externos del sector público, que sería quien debe asegurar la convertibilidad. Pero sin importar qué instrumentos se incluya, el tipo de cambio resultante es tal, que la economía debería reducir su tamaño en una magnitud socialmente inviable para alcanzar dicha paridad. Dentro de los defensores de esta opción se propone la emisión de nuevos pasivos externos (a través de la venta de instrumentos que hoy son parte de la deuda intra sector público, pero que en términos netos equivale a emisión de deuda). Sin embargo, y más allá del bajo apetito por activos argentinos, nuevos pasivos externos en tal magnitud, dados los existentes y la dinámica esperada del balance comercial, podrían hacer inestable desde el principio el balance externo del país.

En última instancia, la mejor opción para Argentina dependerá de diversos factores no meramente locales ni económicos. Dadas las restricciones actuales, y los riesgos de las distintas opciones cambiarias, tanto el actual como el próximo gobierno enfrentan grandes desafíos. Sin embargo, si bien creemos que el corto y el mediano plazo van a ser necesariamente afectados por la sequía y el resto de las restricciones mencionadas, creemos que hay un restringido, pero aprovechable espacio de política económica que permita tanto llegar al cambio de mando de manera ordenada, cómo empezar un proceso de estabilización que permita evitar un empeoramiento del estancamiento y la inflación. En la próxima sección, nos aprestamos a dicha mirada.

5. Algunas ideas y perspectivas futuras

En un contexto de incertidumbre internacional y severas dificultades socio-económicas locales, el país se está encaminado a unas elecciones muy reñidas en el cual se observa tres espacios bien representativos (peronismo, la alianza *Juntos por el Cambio* y el espectro de ultra derecha representado por el economista Javier Milei) que, dependiendo de la encuesta que se analice, no está asegurado una victoria en primera vuelta y quiénes participarán en ese eventual *ballotage*.

Luego de analizar la situación internacional y local en la actualidad, se trató de pensar cuáles podrían ser los posibles escenarios macroeconómicos para este año teniendo en cuenta la Balanza de Pagos (estimada por el Banco Central de la República Argentina) en el marco de importantes restricciones que da pie a pensar en los posibles escenarios de política económica pre y post elecciones presidenciales y comparar con lo vivido en las últimas tres elecciones presidenciales.

Por eso, desde Synthesis se plantean cinco escenarios cambiarios que podrían suceder de aquí a los próximos meses. En primer lugar, lo más factible en el corto plazo (hasta el momento de las PASO en agosto) es *mantener el statu quo con más restricciones cambiarias y comerciales* con el fin de evitar grandes shocks negativos para ese entonces aplicando, en forma simultánea, algún programa similar a los “dólar soja” o “dólar economías regionales” que pueda promover la liquidación de producciones primarias “en el margen” aunque la sequía limitó bastante por la reducción de la producción.

En segundo lugar, la alternativa que podría tener cierta validez, dado que ya se implementó en enero de 2014, es aplicar un salto del tipo de cambio en un determinado porcentaje, lo suficientemente significativo como para mejorar el balance externo, manteniendo los controles actuales. Para ello, se debería aplicar, en forma simultánea, un aumento más fuerte de la tasa de interés (por encima de la inflación que viene acelerándose

en el último tiempo), mayor control del gasto público (se está ajustando el gasto pero sin tanto impacto por el fuerte derrumbe de los ingresos fiscales por el retroceso de los derechos de exportación de la producción agropecuaria) y, también, una liberalización parcial de la compra de divisas para el ahorro, algo inviable en las actuales condiciones. Además, esta devaluación impactaría tanto en la inflación (habría un traslado total a precios) como en el resultado fiscal por gastos en dólares (importación de energía) y deuda pública indexada al tipo de cambio, incentivando aún más la incertidumbre y generando riesgos de espiralización inflacionaria al no tener *poder de fuego* (dólares) suficiente para sostener un valor del tipo de cambio. Obviamente, su impacto final dependerá tanto de sus dimensiones, como de la reacción de los distintos sectores de la economía. En el corto plazo, la suba de los precios, en especial transables podría empeorar la situación social (aunque en menor medida que una contrafáctica mayor devaluación no controlada), por lo cual debe acompañarse de medidas enfocadas que, sin deteriorar el frente externo de manera agregada, reduzca el impacto sobre los sectores más vulnerables. Claramente, su implementación tiene costos también electorales, por lo cual consideramos que esta será una segunda opción frente al primer escenario.

En tercer lugar, el escenario de unificación cambiaria (eliminación de la totalidad o gran parte de las restricciones cambiarias) es el que tiene mayor viabilidad entre los partidarios más radicalizados de *Juntos por el Cambio* dada la experiencia al principio del gobierno de Mauricio Macri cuando eliminó los controles a los pocos días de asumir. Sin embargo, eso se logró porque se logró obtener financiamiento para sortear esa transición (repo entre el BCRA y bancos privados, IED e inversión financiera, entre otras) y, actualmente, no hay canal alguno posible de financiamiento (ver cuadro n° 2). Además, como sucede en el segundo escenario, al no tener capacidad para “fijar” un precio por parte de la Autoridad Monetaria, podría generar una fuerte aceleración de la inflación, algo que se vivió durante los primeros años de la Convertibilidad cuando hubo una hiperinflación.

En cuarto lugar, la puesta en marcha de un desdoblamiento cambiario es una posibilidad lejana antes de las elecciones de 2023 pero podría pensarse para cualquier próxima gestión. Actualmente, con los distintos tipos de cambios vigentes que existen, el régimen cambiario actual es una especie de mercado dual, pero, con implementarlo con criterios más homogéneos, trabajados y específicos, se podría simplificar bastante y el BCRA tenga más capacidad de intervención. Sin embargo, para poder aplicarlo, es preciso incrementar las reservas internacionales netas y tener tiempo en el armado legal y su implementación apuntando concretamente los beneficios y castigos, entre otras.

Por último, la opción de *casi imposible implementación* es la dolarización de la economía argentina. Dicha propuesta es promovida por el candidato a presidente Javier Milei por el espacio ultra derechista *La Libertad Avanza*. Desde Synthesis, hemos mencionado los pro y contras de esta medida en este informe y en diversos espacios (informes de coyuntura, medios de comunicación²³, redes sociales⁴, entre otros) en el cual consideramos que no es solución para la problemática argentina porque no ataca las principales causas sino que las profundizará aún más. Además, dolarizar implica reemplazar al peso en todas sus funciones (unidad de cuenta, unidad de transacción y reserva de valor) y transformar todos los instrumentos existentes en pesos a un equivalente en dólares. Éste último fue la gran discusión en los medios de comunicación y redes sociales ya que, para hacerlo, el tipo de

² Notas periodísticas. *Ámbito Financiero* (13/08/2018): <https://www.ambito.com/economia/vanoli-la-dolarizacion-no-es-una-solucion-los-problemas-del-pais-n4033649>

³ Entrevista radial. Radio 10: <https://radiocut.fm/audiocut/vanoli-ex-presidente-del-banco-central-republica-argentina-dialogo-con-tuny-kollmann/>

⁴ Red Instagram (30/05/2022): <https://www.instagram.com/p/CeKtn8ZgPFW/>.

cambio resultante es tal, que la economía debería reducir su tamaño en una magnitud socialmente inviable para alcanzar dicha paridad⁵.

Para cerrar el informe, puede ser que exista la posibilidad de tener “un grado de optimismo” en el sentido de poder conseguir financiamiento para tener más herramienta de intervención para evitar sobresaltos cambiarios, vinculado al primer escenario. Entre ellas, se podría mencionar la ampliación del swap chino en US\$ 5.000 millones, lograr que el Fondo Monetario Internacional adelante los desembolsos previstos para este año y permita utilizarlos un porcentaje de ellos para las intervenciones cambiarias⁶ o que posponga los pagos netos de este año para adelante.

⁵ Según un informe de [FUNDAR](#) (2023), plantea que, para reemplazar la base monetaria, el tipo de cambio de conversión debería estar en torno a 2.280 pesos por dólar. No obstante, como los depósitos tienen como contrapartida los pasivos remunerados del Banco Central, si se los suma, el dólar debería superar los 7.000 pesos.

⁶ <https://www.lanacion.com.ar/economia/massa-podria-usar-fondos-del-fmi-para-intervenir-el-dolar-y-discuten-el-monto-nid17052023/>

6. Anexo

Resumen de escenarios de regímenes cambiarios

Escenarios:

(1) Status quo con aumento de las regulaciones cambiarias y al comercio.

(2) Devaluación manteniendo los controles actuales.

(3) Unificación cambiaria.

(4) Desdoblamiento cambiario.

(5) Dolarización.

Escenario	Características	Ventajas	Desventajas	Factibilidad
(1)	Se mantienen las restricciones cambiarias y se implementan otros programas “dólares soja o economías regionales”.	Evita la devaluación del dólar oficial. Mejora de la balanza comercial.	Elusión y arbitraje por parte de los agentes. Menor oferta de bienes (capital e insumos). Impacto en precios.	Media/Alta (40%)
(2)	Suba discreta pero significativa del tipo de cambio	Mejora de la balanza comercial por menores importaciones. Mayor recaudación por derechos de exportaciones.	Impacto inflacionario. Mayores gastos (importaciones de energía en dólares) y deuda pública indexada al tipo de cambio.	Media/Baja. (20%)
(3)	Levantamiento de todas o gran parte de las restricciones cambiarias.	Las operaciones comerciales y financieras operan libremente sin traba alguna con un tipo de cambio “conocido”.	Impacto inflacionario. Demanda de dólares cautivos.	Baja. (5%)

Escenario	Características	Ventajas	Desventajas	Factibilidad
		Mejora de la balanza comercial por caída de las importaciones.		
(4)	Creación de mercados formales con tipos de cambios diferenciados.	Intervención del BCRA. Ingreso de divisas de inversores locales y no residentes. Reducción de la demanda de deuda privada vinculada al comercio exterior. Menor impacto inflación y económica. Mejora de la balanza comercial por baja de importaciones.	Implementación complicada. Demanda de dólares latente. Posible aumento de la brecha cambiaria que incentive la subfacturación de exportaciones, sobrefacturaciones de importaciones y fugas hacia los mercados financieros por mayores incentivos.	Bajo/Medio. (30%)
(5)	El dólar estadounidense reemplaza al peso argentino en todas sus funciones	Efecto estabilizador en la economía. Previsibilidad. Aumento del apetito por los activos locales.	Inviabile en el corto plazo. Pérdida de soberanía monetaria y cambiaria. Sistema bancario más frágil. Tipo de cambio “convertible” realmente altísimo (entre 2000 y 7000 según qué se realice la conversión).	Nula/muy baja. (5%)