

La compleja tarea de reconstruir confianza

El proceso de deterioro de expectativas en Argentina tiene a la escasez de reservas disponibles como una de las principales manifestaciones. Los efectos de las últimas medidas cambiarias sobre las cotizaciones del dólar libre sólo amplificaron la incertidumbre que se apoderó de la escena económica.

Las cotizaciones de las principales acciones de empresas argentinas acumularon una caída que supera el 25% en la última semana. Lo mismo ocurrió con el precio de la deuda recientemente reestructurada que llevó a rendimientos por encima del 15% anual. Mientras tanto, las reservas internacionales se siguen reduciendo, principalmente por el retiro de los depósitos en dólares del sector privado. Si bien las entidades financieras tienen la liquidez suficiente para hacer frente a esos retiros –encajes en el BCRA y efectivo en caja por el 88% del total-, la incertidumbre activó nuevamente el retiro de esos ahorros en los bancos. Entre el 8-sept y el 22-sept los depósitos cayeron USD 388 millones.

En este marco, comienzan a discutirse alternativas posibles para revertir las expectativas negativas que presionan sobre las cotizaciones del dólar.

La historia argentina tiene un catálogo de episodios de crisis cambiarias/bancarias que se manifestaron en un fuerte *overshooting* de los tipos de cambio y que se resolvieron con la implementación de planes con diversidad de colores en medidas y políticas.

El gráfico que sigue muestra la evolución del tipo de cambio real ARS/USD –tipo de cambio de valuación informado por el BCRA- a precios de agosto de 2020, y los momentos críticos que involucraron planes económicos/correcciones para revertir escenarios de desconfianza y de pérdida de reservas.

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

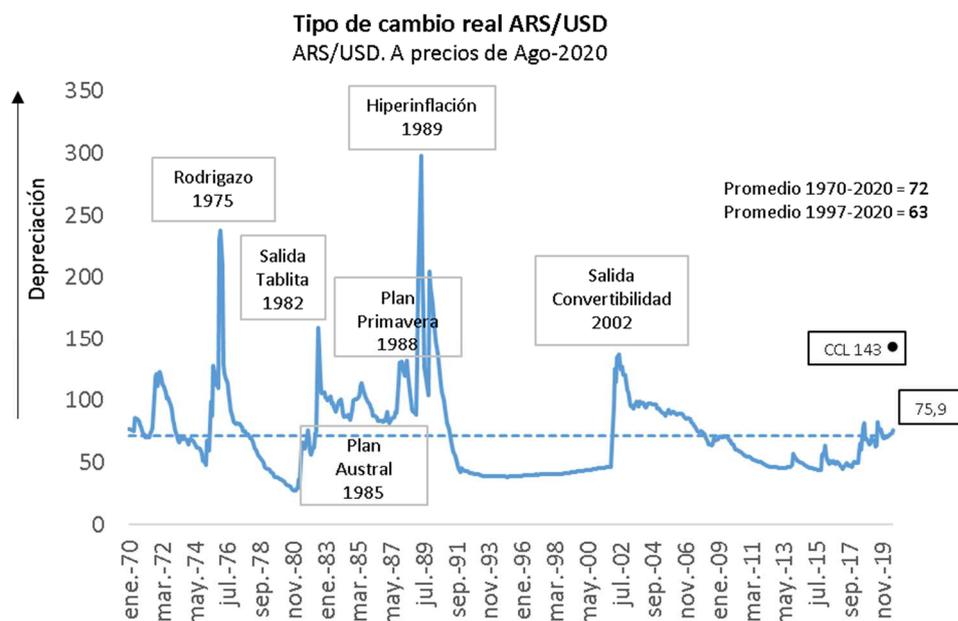
Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Paul Franck
ANALISTA JUNIOR

Juan Sommer
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL



Fuente: BCRA, FRED, INDEC, Instituto Estadísticas CABA y San Luis

Observamos que el tipo de cambio real bilateral ARS/USD está actualmente en niveles relativamente más depreciados al de largo plazo – promedio 1970-2020. Sin embargo, comparado con la historia, vemos períodos en que las correcciones llevaron inicialmente a saltos cambiarios muy superiores. Por ejemplo, tras el fracaso del Plan Primavera en agosto de 1988, la hiperinflación derivó en un tipo de cambio real que llegó a ARS 298 en el pico (mayo de ese año). En general, los periodos de tipos de cambio muy depreciados fueron breves, seguidos por apreciaciones reales que, en Argentina fueron principalmente por aumentos de precios más que por apreciaciones del tipo de cambio nominal.

En los casos que identificamos, el proceso de deterioro de expectativas estuvo acompañado por déficits fiscales/cuasi-fiscales importantes, mayor o menor grado de controles de precios y pérdida sistemática de reservas internacionales, entre otras manifestaciones. La política cambiaria impulsada para revertir el proceso pasó en diversas oportunidades por el desdoblamiento del mercado de cambios, con diferenciaciones entre dólar comercial y financiero (y turista), siendo en algunos casos estos últimos libres con intervención del BCRA.

MONITOR SEMANAL

Episodios históricos de crisis cambiarias y esquemas de corrección

| País | Episodio | Mes previo | Pico | Prom-12 meses posteriores* | Régimen cambiario previo | Régimen cambiario implementado |
|-------------------------------------|---------------------------------------|---------------------|---------------|---|--|--|
| Argentina | Rodrigazo (jun-1975) | Nivel real | | | Mercado dual: oficial fijo para impo, expo y 90% expo promocinadas; financiero libre, para pago intereses, deudas, etc y 10% exportaciones promocionadas. Impo privadas pagaban arancel 15%. Con controles de capitales. Desde 1973 con controles de precios | Mercado múltiple: comercial, financiero -libre y turista. Además, cambios en mercados para liquidar operaciones. Luego, se reorganiza el mercado, uno oficial y otro libre (oficial impo y 97% expo) . Fines 1976: unificación cambiaria |
| | | 60 | 230 | 142 | | |
| | | may-75 | ene-76 | jun-75/jun-76 | | |
| | Abandono "Tablita" (1981-1982) | Devaluación nominal | | | Mercado único (1979), con tasas de devaluación conocidas de antemano - crawling peg. Inflación seguía en aumento, atraso cambiario creciente, pérdida reservas | Devaluación inicial menor, seguida por otras del 30% Mercado dual: comercial y financiero libre (mar-1981) |
| | | 99% | 555% | 386% | | |
| | | jun-75 | ene-76 | jun-75/jun-76 | | |
| | Plan "Austral" (jun-1985) | Nivel real | | | Mercado único, con tipo de cambio administrado y controles | Mercado único, con tipo de cambio fijo y controles |
| | | 29 | 159 | 66 | | |
| | | feb-81 | jul-82 | mar-81/jul-82 | | |
| | Plan "Primavera" (ago-1988) | Devaluación nominal | | | Mercado único con tipo de cambio fijo y controles | Mercado dual, comercial y financiero libre. Las exportaciones agropecuarias iban por el comercial y las industriales por un mix - comercial y el financiero. Importaciones por el financiero |
| | | 5% | 1550% | 226% | | |
| | | mar-81 | jul-82 | mar-81/jul-82 | | |
| Convertibilidad (mar-1991) | Nivel real | | | Mercado único. Inflación seguía en aumento. Pérdida de reservas | Mercado único. Tipo de cambio fijo. Convertibilidad del Austral/Peso. Libre movilidad de capitales | |
| | 112 | 130 | 97 | | | |
| | may-85 | may-88 | jun-85/jun-86 | | | |
| Abandono Convertibilidad (ene-2002) | Devaluación nominal | | | Convertibilidad. Tipo de cambio fijo. Libre movilidad de capitales | Mercado dual durante 1 mes. Luego único. Flotación administrada | |
| | 33% | 592% | 2% | | | |
| | jun-85 | may-88 | jun-85/jun-86 | | | |
| "Tequila" (dic-1994) | Nivel real (multilateral, ene-1989=1) | | | Mercado único con tipo de cambio fijo que se movía entre bandas desde 1992. En mar-94 corrección que incluye devaluación 6%. En nov-94 primer episodio significativo de pérdida de reservas | Mercado único, con tipo de cambio fijo y devaluación pre-anunciada del 15%, que ocurre el 20/12. El 22/12 devaluación de 18%. Luego FX fluctúa libremente | |
| | 0,8 | 1,4 | 1,2 | | | |
| | nov-94 | mar-95 | dic-94/dic-95 | | | |
| Crisis 1999 (ene-1999) | Devaluación nominal c/USD | | | Mercado único con tipo de cambio atado al USD, que podía oscilar dentro de banda de 1,12-1,22 BRL por USD | Mercado único con tipo de cambio atado al USD con aumento de banda del 15% de piso/techo a mediados de ene-99. Dos días después flotación libre del BRL contra USD | |
| | 35% | 70% | 57% | | | |
| | dic-94 | mar-95 | dic-94/dic-95 | | | |
| Crisis 1999 (ene-1999) | Nivel real (multilateral, ene-1994=1) | | | Mercado único con tipo de cambio atado al USD, que podía oscilar dentro de banda de 1,12-1,22 BRL por USD | Mercado único con tipo de cambio atado al USD con aumento de banda del 15% de piso/techo a mediados de ene-99. Dos días después flotación libre del BRL contra USD | |
| | 0,9 | 1,4 | 1,3 | | | |
| | dic-98 | feb-99 | ene-99/ene-00 | | | |
| Crisis 1999 (ene-1999) | Devaluación nominal c/USD | | | Mercado único con tipo de cambio atado al USD, que podía oscilar dentro de banda de 1,12-1,22 BRL por USD | Mercado único con tipo de cambio atado al USD con aumento de banda del 15% de piso/techo a mediados de ene-99. Dos días después flotación libre del BRL contra USD | |
| | 71% | 73% | -10% | | | |
| | ene-99 | feb-99 | ene-99/ene-00 | | | |

* Abandono de "Tablita" es a jul-82 para capturar salto cambiario de ese mes

FUENTE: BCRA, FRED, BCB, BCM y diversos artículos/papers

MONITOR SEMANAL

En el largo período 1991-2001, la solución fue un tipo de cambio único, fijo y libre movilidad de capitales. Sin embargo, en determinadas ocasiones la salida a episodios de stress cambiario involucró períodos de transición con mercados desdoblados, con relativo éxito inicial, pero que inexorablemente requirió un posterior rediseño. En otros casos -México 1995 o Brasil 1999- la decisión inicial fue flotar y estabilizar.

Es importante destacar que, para cambiar expectativas, en todos los casos, además de modificaciones en el régimen cambiario, se incluyó un set de políticas dentro de un programa económico con apoyo político.

- Rodrigazo (jun-1975): devaluación inicial del 99%, con tipo de cambio en pico en niveles de ARS 290, con un mercado múltiple que duró 18 meses hasta la unificación del mercado.
- Abandono “Tablita” (1981/82): tras un mercado único con *crawling peg*, pérdida de reservas internacionales y atraso cambiario (ARS 29 en feb-1981), se implementó el desdoblamiento cambiario, con una devaluación nominal que superó el 1550% y llevó el tipo de cambio a ARS 159 (a precios de ago-2020).
- Plan Primavera (ago-1988): como lo mencionamos, desdoblamiento que no funcionó - transición de 6 meses- y que derivó en un tipo de cambio en ARS 298 -pico. Recién en mar-1991 el nuevo Gobierno pudo estabilizar la situación con la instrumentación del Plan de Convertibilidad, régimen que duró 10 años.
- Salida de la Convertibilidad (ene-2002): tras 10 años, la pérdida de reservas internacionales, corralito y corralón mediante, se salió con un desdoblamiento cambiario (pesificación asimétrica), con una devaluación nominal inicial de 40%, que duró apenas 1 mes para luego unificarse.

En todos los casos, se observa una sobrerreacción inicial del tipo de cambio nominal, que luego converge a niveles más bajos.

Otras experiencias interesantes son las de México en dic-1994 y Brasil en ene-1999. En ambas crisis, los Bancos Centrales diseñaron esquemas de salida que involucraron correcciones cambiarias iniciales que trataron de ser controladas, pero que en muy poco

MONITOR SEMANAL

tiempo mutaron a esquemas de tipo de cambio libre –ya eran únicos.

En síntesis, buscando en el pasado en nuestro país y en experiencias en otros países los ingredientes que permitieron salir de las crisis cambiarias (en algunos casos, aunque más no sea en forma transitoria), encontramos que ello se dio con la combinación de la implementación de programas macroeconómicos consistentes desarrollados por equipos técnicos de prestigio que concentraron las decisiones en ese campo, con un fuerte aval político.