



## *Dolarización: Dificultades de implementación y su impacto en la deuda*

La idea de dolarización de Milei-Ocampo en resumidas cuentas implica rescatar los Pasivos Monetarios Remunerados del BCRA a través de un vehículo que “empaquete” deuda del Tesoro que el BCRA tiene en su activo.

La deuda del Tesoro a empaquetar son en su mayoría Letras Intransferibles en dólares que se entregaron en diversos momentos a cambio de dólares de las reservas para cancelar deuda en moneda extranjera.

Antes de “empaquetarlas”, esas Letras deben ser transformada en deuda ley NY, y una vez hecho esto se entrega a un “fideicomiso” (FEM) que dispondría dólares para responder en caso de retiro de depósitos. En ese caso el fideicomiso vendería al mercado esa deuda a un cierto precio para, de ese modo, conseguir los dólares necesarios a devolver a los depositantes.

Al final del día, y aún antes de ser vendida al mercado, el mecanismo propuesto implicaría reemplazar deuda del BCRA en pesos y deuda del Tesoro en dólares bajo ley local sin capacidad de ser transferida (intransferible), por deuda en dólares del Tesoro bajo ley NY susceptible de ser transferida al mercado.

Es decir, lo que hoy es una deuda del BCRA en pesos, pasaría a ser deuda del Tesoro en dólares. De tal modo bajaría el pasivo del BCRA (Leliqs y otros), bajaría el activo del BCRA (Letras intransferibles) y el Tesoro reduciría su stock de Letras Intransferibles para aumentar el stock de deuda susceptible de ser vendida al mercado.

Además, hay un stock de Reservas Netas en valores negativos que es deuda del BCRA que se debería cubrir entregando más Letras Intransferibles para transformarla en deuda ley NY.

En números detrás de esta ingeniería tendríamos:

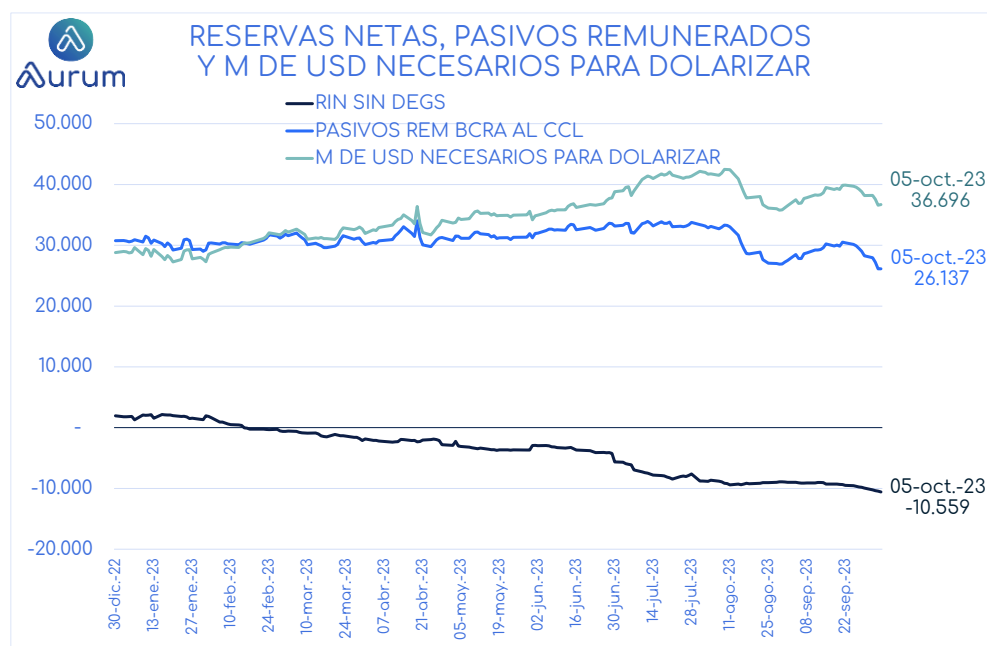
Pablo Repetto – Head of Research – [research@aurum.com.ar](mailto:research@aurum.com.ar)

BOUCHARD 547 P 25, C.A.B.A, Argentina – TEL: +54 11 5219 1812 – ARGENTINA



- a) Pasivos Monetarios Remunerados (valuados al CCL): USD 26.137 M
- b) Reservas Negativas: -USD 10.559 M
- c) Necesidad de divisas para cancelar deuda BCRA (a-b): USD 36.696 M

La evolución desde comienzos de año de los 3 conceptos se muestra debajo.



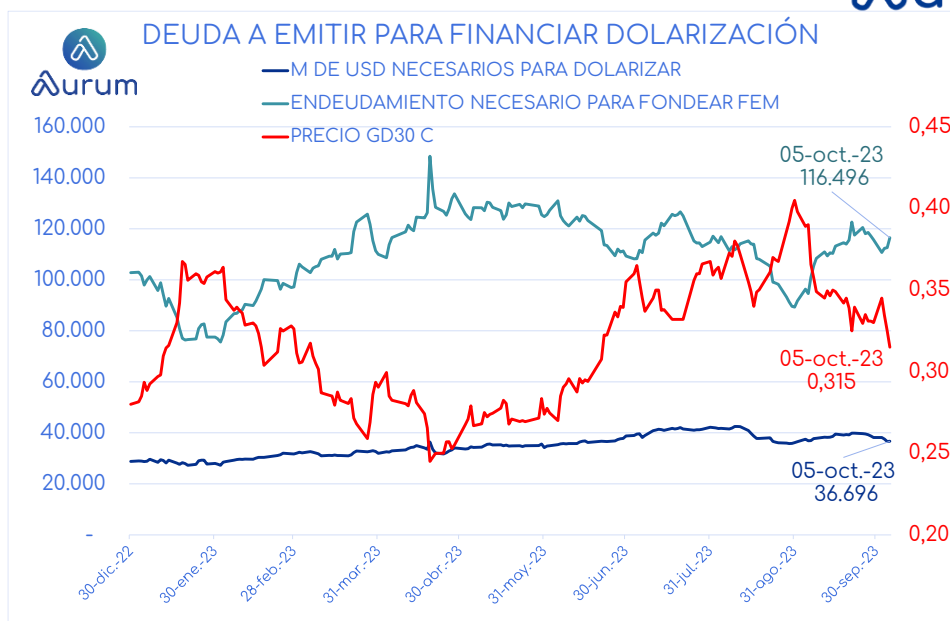
Como para dolarizar se debe entregar deuda ley NY para respaldar USD 36.696 millones de pasivos del BCRA el monto de deuda de mercado a emitir depende no solo del valor del dólar, sino también del valor de mercado de esa deuda. Es decir, no solo es “más fácil dolarizar” (o menos) según el tipo de cambio, sino que también importa el valor de la deuda a emitir.

Y sin entrar en consideraciones sobre el impacto que podría tener esa emisión de deuda sobre los precios actuales, si usamos el valor actual del bono más operado en el mercado podemos aproximarnos a la magnitud de deuda a emitir.

En el gráfico mostramos la evolución de los dólares necesarios para dolarizar, el valor del GD30C y la emisión nominal de deuda resultante de dividir la cantidad de divisas necesarias para constituir el FEM dividido el valor de mercado de la deuda actual.

Pablo Repetto – Head of Research – research@aurum.com.ar

BOUCHARD 547 P 25, C.A.B.A, Argentina – TEL: +54 11 5219 1812 – ARGENTINA



Como se observa el monto de deuda a emitir crece en función del valor de la deuda, pero se modera poco por el efecto del tipo de cambio libre.

Una tabla de sensibilidad estática, suponiendo que se pudiera fijar el stock de los pasivos monetarios en pesos, muestra como varía el nivel de deuda en función al efecto del tipo de cambio y del valor del GD30C.

	CCL	900	950	1.000	2.000	3.000
VALOR DEUDA EN USD LEY NY	0,20	183.888	174.210	165.499	82.750	55.166
	0,21	175.132	165.914	157.618	78.809	52.539
	0,22	167.171	158.373	150.454	75.227	50.151
	0,23	159.903	151.487	143.912	71.956	47.971
	0,24	153.240	145.175	137.916	68.958	45.972
	0,25	147.111	139.368	132.399	66.200	44.133
	0,26	141.452	134.008	127.307	63.654	42.436
	0,27	136.213	129.044	122.592	61.296	40.864
	0,28	131.349	124.436	118.214	59.107	39.405
	0,29	126.819	120.145	114.137	57.069	38.046
	0,30	122.592	116.140	110.333	55.166	36.778
	0,31	118.638	112.393	106.774	53.387	35.591
	0,32	114.930	108.881	103.437	51.719	34.479

Pablo Repetto – Head of Research – research@aurum.com.ar

BOUCHARD 547 P 25, C.A.B.A, Argentina – TEL: +54 11 5219 1812 – ARGENTINA



Como se observa se necesitaría una fuerte suba del tipo de cambio para emitir la menor cantidad de deuda posible de forma tal de dolarizar los pasivos monetarios en pesos actuales.

Considerando que el stock actual de deuda en poder del sector privado en moneda extranjera suma unos USD 89.500 M. el aumento para cada supuesto de la tabla anterior (en porcentaje de la deuda actual) sería la siguiente.

	CCL	900	950	1.000	2.000	3.000
VALOR DEUDA EN USD LEY NY	0,20	205%	195%	185%	92%	62%
	0,21	196%	185%	176%	88%	59%
	0,22	187%	177%	168%	84%	56%
	0,23	179%	169%	161%	80%	54%
	0,24	171%	162%	154%	77%	51%
	0,25	164%	156%	148%	74%	49%
	0,26	158%	150%	142%	71%	47%
	0,27	152%	144%	137%	68%	46%
	0,28	147%	139%	132%	66%	44%
	0,29	142%	134%	128%	64%	43%
	0,30	137%	130%	123%	62%	41%
	0,31	133%	126%	119%	60%	40%
0,32	128%	122%	116%	58%	39%	

Cualquier número que se tome de esta tabla parece estar muy lejos de algo posible por lo que al ponerlo en números el proyecto de dolarización luce tanto o más voluntarista que las medidas que ha venido tomando Massa esperando que baje la inflación o se modere el tipo de cambio.

El objetivo del presente es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de Aurum Valores S.A. para la compra o venta de los valores negociables y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El destinatario del informe deberá evaluar por sí mismo la conveniencia de la inversión en los valores negociables o instrumentos financieros mencionados y deberá basarse en la investigación personal que considere pertinente realizar. Aurum Valores S.A. no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Asimismo, bajo ningún concepto podrá entenderse que Aurum Valores S.A. asegura y/o garantiza resultado alguno en relación a posibles inversiones en valores negociables o instrumentos financieros mencionados, siendo el destinatario del mismo plenamente consciente de los riesgos inherentes a la actividad bursátil y/o financiera. Consecuencia de lo reseñado, el destinatario desiste de realizar reclamo alguno a Aurum Valores S.A., por eventuales daños y perjuicios que pudiera padecer, sustentando su reclamo en la información brindada en el presente.

Pablo Repetto – Head of Research – research@aurum.com.ar

BOUCHARD 547 P 25, C.A.B.A, Argentina – TEL: +54 11 5219 1812 – ARGENTINA