

OVERVIEW

Edición Nº 1172

6 de octubre de 2014

TEMARIO

- Cuatro Bancos Centrales, un modelo
- La economía de la brecha
- Apéndice: la última medida del BCRA



Propietarios y Directores
Carlos Melconian y Rodolfo Santangelo

Directores

Carlos Melconian
Rodolfo Santangelo

Consultores Jefes

Claudio Mauro
Pablo Goldín
Facundo Martínez Maino

Finanzas y Gestión

Patricio Rotman
Fernando Badessich

Economistas

Cecilia Bastarrica
Soledad de Marco
Emilia Gavilán
Martín Orgoroso
María Sahores

Asistentes

Clara Argañaraz
Teresa Balestrini

RESUMIENDO

Los tres Presidentes del BCRA que antecedieron a Alejandro Vanoli durante los dos mandatos de Cristina Fernández, fueron de perfil **diferente** y utilizaron **distintos instrumentos**. Pero los tres mostraron **un común denominador**: con mayor o menor grado de aceptación, **se plegaron** al modelo económico.

Entre 2008 y principios de 2010 (Redrado), el Banco Central fue un “acompañante” de la política oficial súper – expansiva. Toleró la suba de la tasa de inflación hasta el veinte por ciento anual. **Entre 2010 y 2013 (Marco del Pont), el Banco Central se transformó en el “prestamista” excluyente del gobierno.** En este período, se inauguró el mecanismo de financiar al Tesoro con emisión de moneda y se consolidó el pago de deuda con reservas del BCRA. Este fue el BCRA que aplicó el control de cambios para frenar la fuga de capitales y que (no) paradójicamente terminó en 2013 con la mayor caída anual de reservas. Por otra parte, priorizó expandir el crédito para reactivar el consumo a costa de seguir acelerando la tasa de inflación. **Desde fin de 2013 hasta septiembre de 2014 (Fábrega), el BCRA fue un bombero.** Prácticamente debutó **devaluando** para frenar el drenaje de las reservas y **absorbiendo pesos “a lo loco”** para frenar la aceleración de la inflación. Logró cierta calma cambiaria pero metió a la economía en una recesión. Por su parte, no logró moderar los requerimientos del Tesoro para financiarse. Al contrario.

El cuarto Banco Central de Cristina Fernández apunta a ser un “comisario político”. Enfrenta desde el minuto cero el desafío de administrar la presión cambiaria y el drenaje de las reservas en el momento más “caliente” del año de emisión de pesos para financiar al Tesoro y el más “frío” de oferta de divisas. **Subir las tasas, colocar letras o subir encajes son formas alternativas para que no se descontrole del todo la emisión de moneda por el financiamiento del agujero fiscal.**

Para formalizar el papel del BCRA como prestamista del Tesoro, el Congreso aprobó reformar la Carta Orgánica. **Hay dos “fórmulas” para emitir moneda para el fisco.** Una son los llamados adelantos transitorios por el equivalente al 12% de la base monetaria más el 20% de los ingresos fiscales de los últimos doce meses. La otra es la transferencia de las “utilidades” del BCRA, donde la utilidad principal se obtiene por las diferencias de cambio por la tenencia de reservas y letras intransferibles del Tesoro (los pagarés por usar reservas para pagar deuda). **Entonces, cuánto más moneda se emite y más se devalúa, más vía libre para el descontrol fiscal y la “maquineta” que trae más inflación y devaluación. Es un círculo vicioso.**

La otra evidencia del papel que le toca cumplir al BCRA en este modelo, es su balance patrimonial que hace agua: **i)** la tenencia de títulos públicos “que valen cero” es dos veces y media el nivel de las reservas internacionales “verdaderas”; **ii)** el concepto de reservas **excedentes** es cosa del pasado porque la base monetaria expresada en dólares es mucho más alta que el nivel de reservas; **iii)** las Lebac ya están casi en los mismos niveles de las reservas internacionales brutas y duplican las reservas netas.

El “nuevo” Banco Central debuta con el mismo nivel de reservas y la misma brecha cambiaria que antes de la devaluación de enero. El desafío de la presión cambiaria es mayor por varios motivos: el descontrol fiscal es el doble de grave que en enero, el BCRA está doblemente endeudado, las exportaciones están cayendo, los precios internacionales también, el país está en cesación de pagos parcial de la deuda, está cortado el ingreso de dólares de YPF, el nivel de actividad está en franca contracción y la tasa de inflación no afloja ni con la recesión.

Cuando la brecha cambiaria supera el umbral del 50 / 70%, una consecuencia casi automática es que el mercado cambiario oficial tiende a “vaciar”: los exportadores son más reacios a liquidar, los importadores son más proclives a anticipar pagos, el flujo neto de préstamos se torna negativo, resurge el atesoramiento vía el “cepito” de la AFIP, se agranda el negativo del turismo, etc. **Por lo tanto, la brecha cambiaria más alta realimenta el drenaje de las reservas porque el BCRA tiene que vender dólares en el mercado oficial.** El mercado cambiario del bimestre agosto – septiembre ya empezó a acusar el impacto de la mayor brecha. Aunque el superávit comercial fue elevado porque se desplomaron las importaciones, el BCRA vendió dólares. **La suma del mayor atesoramiento de la gente vía la AFIP que saltó a un récord y el recalentamiento de la demanda para viajar al exterior superó al superávit comercial.**

Se torna complicado que la economía funcione mucho tiempo seguido con brechas cambiarias elevadas. La historia argentina muestra que en algún momento la realidad obliga a hacer algo con la política cambiaria para reducir este tipo de brechas. Habitualmente, **primero se intenta bajar el paralelo y a la larga se termina subiendo el tipo de cambio oficial.** La situación actual difícilmente será una excepción a la regla histórica. Seguramente, primero se dará la batalla contra el paralelo (controlando, interviniendo, acudiendo a la Gendarmería, etc.). Finalmente, la realidad obligará a hacer algo con el dólar oficial (más racionamiento de dólares oficiales, devaluación, desdoblamiento de hecho, etc.).

Ni en la década del 70 ni en la del 80 la economía soportó brechas cambiarias elevadas por períodos muy prolongados. Cuando el dólar paralelo se disparaba, era cuestión de meses que la política cambiaria se viera obligada a profundizar el “crawling – peg”, directamente devaluar el tipo de cambio oficial y/o a desdoblar el mercado. **En los años setenta, la economía aguantaba en promedio más tiempo brechas altas que en los ochenta hasta que finalmente la realidad imponía hacer algo con el dólar oficial:** se detectaron lapsos de hasta seis meses o quizás un poquito más contra apenas tres o cuatro meses. **En los setenta, las devaluaciones / correcciones al alza del tipo de cambio quedaban a mitad de camino entre el valor del dólar oficial previo y el dólar paralelo. En los ochenta, tendían a converger al dólar paralelo.**

Volviendo al presente, desde que rige el control de cambios se registraron **tres episodios de suba brusca del dólar paralelo y engrosamiento de la brecha cambiaria.** El primero fue en el verano de 2013 que no pasó a mayores. El segundo fue en los meses previos a la elección legislativa de 2013 y terminó en la devaluación de enero. El tercero es el que se vive en la actualidad. El tipo de cambio oficial a 8,50 cada vez tiene menor relevancia concreta. La brecha parece mostrar un piso de orden del 50%. Está en el umbral histórico a partir del cual no es fácil el statu – quo cambiario. Posiblemente, el gobierno intente zafar sin levantar muchas olas. Sin embargo, en algún momento **la realidad le impondrá “hacer algo” con el tipo de cambio oficial.**

LO MÁS IMPORTANTE

Cuatro Bancos Centrales, un modelo

Alejandro Vanoli es el **cuarto Presidente del Banco Central a lo largo de los dos mandatos de Cristina Fernández**. En 2008, arrancó el primer mandato con Redrado, en enero de 2010 asumió Marco del Pont y desde fines de 2013 hasta la semana pasada la presidencia recayó en Fábrega.

Los tres Presidentes que antecedieron al actual, fueron de perfil y pensamientos **diferentes** y utilizaron **distintos instrumentos** de política monetaria y cambiaria. Sin embargo, los tres mostraron **un común denominador**: con mayor o menor grado de aceptación, **se plegaron y/o adaptaron** al modelo económico general y al marco de la política macroeconómica en particular.

Entre 2008 y principios de 2010 (Redrado), el Banco Central fue un “acompañante” de la política oficial súper – expansiva. Convalidó la cebada de bomba del consumo y el gasto público y **toleró la suba de la tasa de inflación** hasta el veinte por ciento anual. En medio de la crisis mundial de 2009, apuntaló la política fiscal expansiva desesterilizando pesos. Fue un período de tire y afloje entre política, política fiscal y política monetaria y cambiaria que desembocó en una aceleración de la inflación (sólo en 2009 se desaceleró “involuntariamente” por la recesión). Algo de reservas (unos US\$ 3.000 M por año) le daba al Tesoro para el pago de la deuda pero no emitía pesos para el Tesoro porque éste no tenía déficit.

Entre 2010 y 2013 (Marco del Pont), el Banco Central se transformó en el “prestamista” excluyente del gobierno. En este período, se inauguró el mecanismo de financiar al Tesoro con emisión de moneda y se consolidó el pago de deuda con reservas del BCRA. Se consumó la dominancia de la política fiscal. La “maquinita” arrancó con \$ 19 mil M en 2010 y llegó hasta \$ 95 mil M en 2013. En simultáneo, usar reservas para pagar la deuda pública en dólares se hizo un hábito, ya sea con el nivel de reservas en alza (porque el BCRA compraba dólares como en 2010) o en baja (porque desde 2011 tuvo que vender dólares casi todo el tiempo).

Este fue el BCRA que aplicó el control de cambios para frenar la fuga de capitales y que (no) paradójicamente terminó en 2013 con la mayor caída anual de reservas (US\$ 13.000 M). Por otra parte, priorizó expandir el crédito para reactivar el consumo a costa de seguir acelerando la tasa de inflación. Emitió

moneda para el Tesoro, no la absorbió con letras, impulsó el crédito al 40% anual y **terminó con la inflación en torno al 30% anual y el nivel de actividad estancado.**

Desde fin de 2013 hasta septiembre de 2014 (Fábrega), el BCRA fue un bombero. Prácticamente debutó **devaluando** (después de intentar un “crawling – peg” fallido en diciembre) para frenar el drenaje de las reservas y **subiendo la tasa de interés y absorbiendo pesos “a lo loco”** para frenar la aceleración de la inflación. Logró cierta calma cambiaria por unos meses pero metiendo a la economía en una brusca contracción crediticia y una fuerte recesión. Sin embargo, desde agosto / septiembre **el BCRA otra vez está vendiendo dólares, las reservas empezaron nuevamente a drenar y no hay crédito externo a la vista** (salvo que lleguen algunos “dólares chinos del hipotético swap” o ingresen eventualmente dólares de la telefonía celular 4 G).

Por su parte, no logró moderar los requerimientos de pesos y reservas del Tesoro para financiarse. Al contrario. **La “maquinita” llegará este año al límite legal de \$ 150.000 M.** El “mayor éxito” es que el Tesoro consiga otros \$ 50.000 M por su cuenta (colocando bonos, tomando préstamos del Banco Nación, recurriendo a la Anses) para cubrir el resto de necesidades financieras que será de \$ 200.000 M. **El descontrol fiscal se da con la tasa de inflación en torno al 40% anual y el PBI cayendo 3% anual.**

El cuarto Banco Central de Cristina Fernández apunta a ser un regulador y un “comisario político”. A priori, es un BCRA con más afinidad al modelo político y económico oficial, parecido al BCRA 2010 – 2013. **Enfrenta desde el minuto cero el desafío de administrar la presión cambiaria y el drenaje de las reservas en el momento más “caliente” del año de emisión de pesos para financiar al Tesoro y el más “frío” de oferta de divisas.** Todo, en un contexto de recesión y alta inflación. Probablemente recurra de movida a los “controles policíacos” para ganar un poco de tiempo, que no será mucho.

La primera medida fue **fijar un piso para la tasa de interés de los depósitos a plazo fijo** de personas físicas menores a \$ 350.000 (ver Apéndice). Otra medida que se estaría evaluando es subir los encajes bancarios. Sería una manera alternativa de restar liquidez sin costo para el BCRA (a diferencia de la colocación de Lebac) sino a expensas de la rentabilidad de los bancos. **Subir las tasas, colocar letras o subir encajes son formas alternativas para que no se descontrole del todo la emisión de moneda por el financiamiento del agujero fiscal.**

En síntesis

Entre 2008 y 2014 el BCRA tuvo con Cristina Fernández cuatro Presidentes. **Haciendo un balance, la tasa de inflación que nunca fue de un dígito se duplicó:** del 20% al 40% anual. **Las reservas del BCRA se redujeron prácticamente a la mitad:** de US\$ 50.000 M a menos de US\$ 28.000 M. **Las reservas netas** (activos menos pasivos en dólares del BCRA) retrocedieron **casi al nivel que registraban cuando asumió Néstor Kirchner:** rondarán a fin de año apenas US\$ 13.000 M. **La base monetaria y la deuda en letras del BCRA se multiplicaron por cuatro:** de \$ 100.000 M a \$ 400.000 M la primera y de \$ 50.000 M a casi \$ 200.000 M la segunda.

Todo este deterioro tiene como causa central el descontrol fiscal financiado con emisión de moneda y reservas. El BCRA se convirtió en una “Secretaría de Financiamiento del Ministerio de Economía”. En este contexto político y económico, el Presidente del BCRA mantiene mínimos grados de libertad para diseñar y aplicar la política monetaria. Hace lo que puede (lidiando con este modelo) o directamente se acopla al mismo (avalándolo).

Dos evidencias del papel que le tocó jugar al BCRA en este modelo son la mutación de su Carta Orgánica y los números del balance de la entidad monetaria. En el fondo, son dos caras de una misma moneda.

Para formalizar el papel del BCRA como prestamista del Tesoro, el Congreso aprobó reformar la Carta Orgánica. **Hay dos “fórmulas” para emitir moneda para el fisco y ambas tienen un límite móvil muy flexible, particular, “vicioso”.** Una son los llamados adelantos transitorios por el equivalente al 12% de la base monetaria más el 20% de los ingresos fiscales de los últimos doce meses. Entonces, **cuanto más emite el BCRA, más crece la base monetaria y más puede prestarle al Tesoro.** La otra es la transferencia de las “utilidades” del BCRA. La utilidad principal de la entidad se obtiene por las diferencias de cambio que obtiene por la tenencia de reservas y letras intransferibles del Tesoro (los pagarés por usar reservas para pagar deuda). Entonces, **cuanto más se devalúa el peso más puede emitir el BCRA para el Tesoro.**

Paradójicamente cuanto más moneda se emite y más se devalúa, más vía libre para el descontrol fiscal y la “maquineta” que trae más inflación y devaluación. Es un círculo vicioso. Este año la capacidad legal de emitir moneda para el fisco subió a \$ 150.000 M y el año que viene superará \$ 200.000 M y podría acercarse hasta \$ 300.000 M (ver cuadro 1).

Cuadro N° 1 LAS "LIMITACIONES FLEXIBLES" DE LA CARTA ORGÁNICA DEL BCRA

Millones de \$	2014	Simulación 2015 con Descontrol Inercial (como hasta ahora)
Necesidades financieras en pesos	200.000	320.000
Cómo se financia el Tesoro		
A) Maquinita "legalmente" posible (1 + 2 + 3)	150.000	210.000 / 290.000
▣ Saldo de adelantos transitorios no utilizados el año previo	3.600	0
2) Flujo de adelantos transitorios del año en curso*	68.000	90.000
12% del aumento del aumento de la base monetaria del año	11.000	20.000
20% del incremento de los ingresos fiscales del año	57.000	70.000
▣ Utilidades del Banco Central a transferir al Tesoro** (correspondientes al año previo)	78.400	120.000 / 180.000
		Con el tipo de cambio a fin de año (dic-14) a: ↓ ↓ 9 / 10
B) Otras fuentes de financiamiento	50.000	Más colocación de bonos a los bancos en el mercado local?
Colocación BONAR 17	10.000	
Colocación BONAR 16 + BNA	¿ 30.000 ?	
Otras fuentes (Anses, otros)	10.000	

Supone:
- un incremento de 35% de la base monetaria
- un aumento de 35% de los ingresos fiscales

(*): El stock total potencial de adelantos transitorios es equivalente al 12% de la base monetaria más el 20% de los ingresos fiscales de los últimos 12 meses. Los incrementos anuales en la base monetaria y en los ingresos fiscales originan endógenamente un flujo de posibles nuevos adelantos transitorios en los porcentajes respectivos.

(**): La devaluación del peso eleva las utilidades del BCRA por las diferencias de valuación de las reservas internacionales y de las letras intransferibles del Tesoro Nacional recibidas a cambio de las reservas cedidas para pagar deuda. A mayor devaluación mayor es la ganancia por este concepto.

Fuente: M&S Consultores

La otra evidencia del papel que le toca cumplir al BCRA en este modelo, es el deterioro de su balance patrimonial. Cada vez posee menos activos en dólares (reservas) y más pasivos en dólares (depósitos de los bancos en el BCRA, “swaps” de Bancos Centrales, DEG’s del FMI y más recientemente la deuda “pagada” pero trabada por Griesa). Por otro lado, cada vez posee más títulos públicos y adelantos transitorios que no valen nada dentro de sus activos en pesos. Y cada vez tiene más pasivos en pesos (base monetaria y letras).

Es un balance que hace agua por donde se lo mire: i) la tenencia de títulos públicos “que valen cero” del BCRA es dos veces y media el nivel de las reservas internacionales “verdaderas”; ii) el concepto de reservas **excedentes** es cosa del pasado porque la base monetaria expresada en dólares es mucho más alta que el nivel de reservas; iii) las Lebac ya están casi en los mismos niveles de las reservas internacionales brutas y duplican las reservas netas (ver cuadro 2).

OVERVIEW advirtió desde el minuto cero (2010) que desempolvar la “maquinita” del BCRA era como **abrir una Caja de Pandora**. En ese entonces comenzó siendo una preocupación cualitativa, casi preventiva. Hoy, genera una **encerrona fiscal y monetaria**. La historia es contundente: una vez activada, **no**

hay incentivo político para moderar el uso de la “maquinita”. Todo lo contrario, se tiende a abusar de ella con la fantasía miope de que es plata que cae del cielo, gratis, sin que se paguen costos. Pero es sólo fantasía. La realidad se termina imponiendo.

Cuadro N° 2

EL BALANCE DEL BCRA: HACE AGUA

Todas las cifras expresadas en US\$ M

ACTIVOS		PASIVOS	
Reservas brutas en moneda extranjera	28.000	Pasivos en moneda extranjera	11.633
Oro	2.400	DEG's ¹	2.457
Divisas	3.700	Swaps ²	1.126
Depósitos en el exterior	21.000	Deuda "paga" trabada ³	720
Títulos del exterior	900	Depósitos de los bancos en el BCRA (encajes)	7.330
Títulos públicos	71.265	Base monetaria ⁴ en pesos	48.659
Negociables (en dólares)	2.429	Lebac en pesos	24.301
Letras intranferibles (en dólares)	42.907		
Adelantos transitorios en pesos	25.930		
		Patrimonio neto "contable"	14.744
		Patrimonio neto relevante	-56.600

Reservas netas: 16.367

El concepto de reservas excedente es cosa del pasado

Las Lebac ya están casi en los niveles de las reservas brutas y duplican a las reservas netas

La tenencia de títulos públicos del BCRA es dos veces y media el nivel de reservas

(1): El DEG (Derecho Especial de Giro) es una asignación del FMI a los bancos centrales, que no constituye ni moneda ni activo frente al FMI. Más bien representa un activo potencial frente a las monedas de libre uso de los países miembros del FMI. Eventualmente los tenedores de DEG podrían obtener estas monedas a cambio de sus DEG a través de la concertación de acuerdos de canje voluntario entre países miembro.

(2): Operaciones de swap por las cuales el BCRA compra divisas para fortalecer las reservas con pacto de reventa en el plazo de un año.

(3): Pago de los importes correspondientes al vencimiento de intereses de los títulos emitidos en el marco de los Canjes 2005- 2010 (Bonos Reestructurados), depositados en el BONY y trabados por el fallo de Griesa. Siguen siendo contabilizados dentro de las reservas del BCRA

(4): Incluye operaciones de pase

Fuente: M&S Consultores en base a BCRA

La economía de la brecha

El “nuevo” Banco Central debuta con el mismo nivel de reservas internacionales y la misma brecha cambiaria que antes de la devaluación de enero. El desafío de la presión cambiaria es mayor por varios motivos: el descontrol fiscal y la “maquinita” son el doble de graves que en enero, el BCRA está doblemente endeudado con letras, las exportaciones están cayendo, los precios internacionales también, el país está en cesación de pagos parcial de la deuda y no hay crédito externo, está cortado el ingreso de dólares de YPF, el nivel de actividad está en franca contracción y la tasa de inflación no afloja ni con la recesión.

Cuando la brecha cambiaria supera el umbral del 50 / 70%, una consecuencia casi automática es que el mercado cambiario oficial tiende a “vaciar” porque proliferan los “negocios con la brecha”: los exportadores son más reacios a liquidar, los importadores son más proclives a anticipar pagos, aparecen operaciones de sobre y subfacturación de comercio exterior, las inversiones externas se frenan, el flujo neto de préstamos se torna negativo, resurge el atesoramiento vía el “cepito” de la AFIP, se agranda el negativo del turismo porque crece la demanda de divisas para viajar al exterior y los turistas extranjeros venden los dólares en el mercado informal, etc. **Por lo tanto, la brecha cambiaria más alta realimenta el drenaje de las reservas porque el BCRA tiene que vender dólares en el mercado oficial.**

El mercado cambiario del bimestre agosto – septiembre ya empezó a acusar el impacto de la mayor brecha. Aunque el superávit comercial fue elevado porque se desplomaron las importaciones, el BCRA vendió dólares. En otras palabras, no le ingresó ni un solo dólar del comercio exterior. ¿Quién se llevó los dólares entonces? **El mayor atesoramiento de la gente vía la AFIP que saltó a un récord y el recalentamiento de la demanda para viajar al exterior** (no volvió al récord del año pasado, pero...). En el último bimestre, la suma de ambas demandas superó al superávit comercial y al puchito de dólares que ingresó neto por fuera del comercio exterior (ver cuadro 3).

Cuadro N° 3
SE "VACIÓ" EL MERCADO CAMBIARIO

US\$ M - Promedios mensuales	ene-mar	abr-jul	ago-sep
Saldo comercial	40	1.092	856
Otros ingresos netos	224 ↓	717 ↓	127 ↓
Se los llevan	-850	-726	-1.270
→ Atesoramiento	-108	-35	-320
→ Utilidades y dividendos	-102	-183	-150
→ Turismo de argentinos en el exterior	-640 ↓	-508 ↓	-800 ↓
Compras (+) / Ventas (-) del BCRA*	-586	1.083	-287

Fuente: M&S Consultores en base a BCRA

Una brecha cambiaria elevada profundiza la insuficiencia de reservas. Las reservas del BCRA están cayendo de nuevo a pesar del cepo, las trabas a la importación, el impuesto al turismo, la devaluación, la recesión, los ingresos de la cosecha récord de soja, el "pago - no pago" de la deuda que trabó Griesa y la decisión de no pagar en diciembre el cupón PBI. **No queda mucho más por hacer.** A lo sumo, gestionar el hipotético "swap" del Banco de China y/o esperar que ingresen dólares de la licitación de la telefonía celular 4 G (ver cuadro 4).

Cuadro N° 4

EL DRENAJE DE RESERVAS*Reservas, en US\$ millones*

ene-11	52.619	Récord
oct-11	47.524	Vino el cepo
dic-12	43.291	Hasta acá (durante 14 meses) "funcionó" el cepo: pagando US\$ 11.000 M de deuda (con dos pagos de cupón PBI, las reservas cayeron solo US\$ 4.200 M. Fracasó el cepo y empezaron las filtraciones. Las reservas caen US\$ 6.200 M, más que los pagos de deuda (US\$ 2.600 M aún con swaps).
jul-13	37.049	Descalabro: reservas caen US\$ 10.000 M con pagos de apenas US\$ 4.000 M (sin que toque Cupón PBI) y ya con cargos al turismo y swaps. El Gobierno se anticipa y decide no pagar cupón PBI en 2014.
ene-14	27.749	Con devaluación, más cargo al turismo, ingreso de YPF y cosecha récord, las reservas recuperan algo aun pagando deuda por US\$ 2.500 M.
jul-14	29.003	Reservas vuelven a caer: con cepo, traba importación, impuesto al turismo, devaluación, soja, ingreso de YPF, no pago de la deuda Griesa, y no pago del cupón PBI.
sep-14	28.000	

Fuente: M&S Consultores

Además, **las brechas cambiarias elevadas alimentan presiones inflacionarias** en la medida en que los precios empiezan a tomar como referencia el tipo de cambio informal más alto. También sube el **riesgo de que afloje la demanda de dinero de la gente, o sea la velocidad de circulación del peso**. Una cosa es que se compren dólares (oficiales o paralelos) para atesoramiento con el ahorro permanente. Otra muy distinta sería que la gente empezara sistemáticamente a comprar y vender dólares y desprenderse de pesos para las transacciones entre semana (como en la década del 80). Si se llegara a ese punto, la huida del peso se haría más evidente y la aceleración de la nominalización estaría a la vuelta de la esquina.

Por todas estas razones, **se torna complicado que la economía funcione mucho tiempo seguido con brechas cambiarias elevadas**. La historia argentina muestra que en algún momento la realidad obliga a hacer algo con la política cambiaria para reducir este tipo de brechas. Habitualmente, **primero se**

intenta bajar el paralelo y a la larga se termina subiendo el tipo de cambio oficial.

La situación actual difícilmente será una excepción a la regla histórica. Seguramente, primero se dará la batalla contra el paralelo (controlando, interviniendo, acudiendo a la Gendarmería, etc.). Finalmente, la realidad obligará a hacer algo con el dólar oficial (más racionamiento de dólares oficiales, devaluación, desdoblamiento de hecho, etc.).

La brecha cambiaria en los años 70 y 80

Ni en la década del 70 ni en la del 80 la economía soportó brechas cambiarias elevadas por períodos muy prolongados. Cuando el dólar paralelo se disparaba, era cuestión de meses que la política cambiaria se viera obligada a profundizar el “crawling – peg”, directamente devaluar el tipo de cambio oficial y/o a desdoblar el mercado. El “crawling” y el desdoblamiento eran herramientas muy en uso por aquellos tiempos.

1971 - 1975

De la década del 70, OVERVIEW rescata tres episodios entre 1971 y 1975 en los que la brecha cambiaria sube a valores elevados y el gobierno termina devaluando al cabo de algunos meses. A lo largo de los años bajo análisis, rigió un mercado cambiario desdoblado: un tipo de cambio comercial que se mantuvo fijo y un tipo de cambio financiero más alto y administrado donde en poco tiempo el gobierno reorientó todas las importaciones y muchas exportaciones. O sea, el tipo de cambio comercial era simbólico, de baja relevancia práctica. La brecha cambiaria relevante de la época era entre el dólar de importación y el dólar paralelo.

El **primer episodio** de salto de la brecha fue a los pocos meses de inaugurado el doble mercado cambiario. En octubre / noviembre de 1971, el dólar paralelo se escapó y **la brecha con el dólar de importación rebasó 70%** (el valor de paralelo rozó 10 pesos contra 5,7 el dólar de importación). A partir de ese momento, el dólar de importación fue deslizándose más rápido y en marzo de 1972 pegó un salto de una sola vez: llegó a 8 pesos, quedando por debajo del paralelo. Se acumuló una devaluación de más del 40%. Con la suba del dólar de importación, la brecha se redujo al 30%. **Entre que se disparó la brecha y se “reacomodó” al alza el tipo de cambio oficial pasaron cinco meses.**

El **segundo episodio** arrancó en julio de 1971 y fue una especie de réplica del primer episodio. El dólar paralelo volvió a escaparse y la brecha con el dólar de importación tocó **50%**. En esta ocasión, **dos meses después el gobierno ajustó el tipo de cambio oficial 15%**. De nuevo, fue un ajuste que quedó por debajo del valor del paralelo.

El **tercer episodio** de salto de la brecha fue hacia septiembre / octubre de 1974. El dólar paralelo se disparó fuerte, la brecha superó **100%**. **En este episodio, se mantuvo alta durante seis meses hasta que en marzo de 1975, el gobierno devaluó 50% el dólar de importación.** Fue el prolegómeno del Rodrigazo (ver cuadro 5).

Cuadro N° 5

BRECHA ALTA: TRES EPISODIOS DE LOS AÑOS '70

		TC Oficial	TC Paralelo	Brecha
	1° Episodio nov-71	5,6	9,8	75%
CONSECUENCIA →	mar-72: devaluación acumulada en 4 meses 43%	8,0	10,5	31%
	2° Episodio ago-72	8,7	13,0	49%
CONSECUENCIA →	sep-72: devaluación 15%	10,0	13,5	35%
	3° episodio: feb-75	10	23	130%
CONSECUENCIA →	mar-75: devaluación 50%	15	28	87%

Fuente: M&S Consultores

Los años 80

De la década del 80, OVERVIEW rescata cuatro episodios en los que la brecha cambiaria sube a valores elevados y el gobierno termina devaluando después de algunos meses.

El **primer episodio** fueron los turbulentos meses después de las devaluaciones post - Tablita. Hacia fines de 1981, la brecha cambiaria entre el dólar oficial y el paralelo subió a casi **60%**. **En 3 meses, el gobierno devaluó 40%.** Con esta devaluación, el dólar oficial convergió al valor del paralelo y la brecha fue a cero.

El **segundo episodio** fue post - Guerra de Malvinas. Hacia agosto / septiembre de 1982, la brecha saltó a **100%**. **Se mantuvo alta hasta diciembre**

(tres meses) y ahí el gobierno devaluó 100% el tipo de cambio oficial, llevándolo nuevamente al nivel del paralelo.

El tercer episodio se produjo previo a las elecciones presidenciales de 1983. La brecha cambiaria trepó a 85%. Cuando asume Alfonsín en diciembre, se produce una devaluación del 50%, llevando el dólar oficial casi al valor del paralelo y bajando la brecha al 20%.

El cuarto y último episodio es el período que va entre marzo y octubre de 1984. Hacia marzo, la brecha sube a 77%. En agosto, se produce una devaluación pero la brecha no baja porque el paralelo se vuelve a escapar. Finalmente, en octubre el gobierno vuelve a devaluar 50% y la brecha baja a 30% (ver cuadro 6).

Cuadro N° 6

BRECHA ALTA: CUATRO EPISODIOS DE LOS AÑOS '80

	TC Oficial	TC Paralelo	Brecha
1° Episodio: turbulencias post-salida de la tablita nov-dic 81	7.000	11.000	57%
CONSECUENCIA → ene-82: UNIFICACIÓN CON DEVALUACIÓN de 40% al paralelo	10 / 11.000	10 / 11.000	0%
2° Episodio: luego de la unificación y Guerra de Malvinas vuelve a surgir el paralelo y la brecha se va al 100% II sem 82	20 / 25.000	45 / 50.000	100%
CONSECUENCIA → dic-82: DEVALUACIÓN del oficial de 100% al nivel del paralelo	50.000	65.000	30%
3° episodio: elecciones 1983 y devaluación de Alfonsín sep-oct 83	13	24	85%
CONSECUENCIA → nov-dic 83: DEVALUACIÓN de 50%, casi al paralelo	20	24	20%
4° episodio: decalabro de Grinspun mar-84 ago-84	30 68	53 110	77% 62%
CONSECUENCIA → oct-83: DEVALUACIÓN del oficial de 50% al nivel del paralelo	105	140	33%

Hasta may-83 pesos ley por dólar, a partir de jun-83 pesos argentinos por dólar

Fuente: M&S Consultores

Conclusiones

En términos generales, la economía argentina no soporta por demasiado tiempo brechas cambiarias elevadas. **Más a la corta que a la larga, se generan presiones cambiarias que obligan a los gobierno a hacer algo con el tipo de cambio oficial.**

En los años setenta, la economía aguantaba en promedio más tiempo brechas altas que en los ochenta hasta que finalmente la realidad imponía hacer algo con el dólar oficial: se detectaron lapsos de hasta seis meses o quizás un poquito más contra apenas tres o cuatro meses.

En los setenta, las devaluaciones / correcciones al alza del tipo de cambio quedaban a mitad de camino entre el valor del dólar oficial previo y el dólar paralelo. En los ochenta, tendían a converger al dólar paralelo.

Volviendo al presente, desde que rige el control de cambios se registraron **tres episodios de suba brusca del dólar paralelo y engrosamiento de la brecha cambiaria.** El primero fue en el verano de 2013, el segundo en los meses previos a la elección legislativa de 2013 y el tercero es el que se vive en la actualidad.

Después del primer episodio, el gobierno logró calmar el mercado y la tensión no pasó a mayores. Aun así, la brecha no bajó de 50%. **El segundo episodio sí pasó a mayores:** desembocó en la devaluación de enero. **En agosto empezó el tercer episodio, que se extendió a septiembre.** El tipo de cambio oficial a 8,50 cada vez tiene menor relevancia concreta. Da la impresión que más allá de circunstancias transitorias, la brecha muestra un piso de orden del 50%. Está en el umbral histórico a partir del cual no es fácil el statu – quo cambiario. Posiblemente, el gobierno intente zafar sin levantar muchas olas. Sin embargo, en algún momento **la realidad le impondrá “hacer algo” con el tipo de cambio oficial.**

Anexo: la última medida del BCRA

Con el fin de contener la escalada del dólar paralelo, el Banco Central estableció un mínimo para la tasa de interés pagadas a los depósitos a plazo fijo que realicen personas físicas por montos inferiores a \$ 350 mil pesos. Hasta el momento esta tasa era fijada libremente; por la Comunicación A 5640 del 6 de octubre el BCRA resolvió que la misma no podrá ser inferior al 87% de la tasa que paguen las Lebac a 90 días en el caso de depósitos realizados a un plazo entre 30 a 44 días. Este porcentaje se eleva a 89% para plazos entre 45 y 59 días y a 93% para aquellos depósitos a plazos superiores a los 60 días.

EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS

TNA (%)	Plazo Fijo 30 días	BADLAR Bcos. Privados	LEBAC 90 días	Spread Plazo fijo 30 días / Lebac (pb)	Spread Badlar / Lebac (pb)
Promedio 2013	14,89	16,92	14,55	0,3	2,4
Ene-14	18,86	21,69	20,00	-1,1	1,7
Post-devaluación y suba de tasas					
Feb-14	21,00	25,58	28,70	-7,7	-3,1
Mar-14	21,42	26,17	28,80	-7,4	-2,6
Abr-14	21,67	26,28	28,20	-6,5	-1,9
May-14	21,29	24,66	26,80	-5,5	-2,1
Jun-14	20,92	23,02	26,80	-5,9	-3,8
Jul-14	20,17	21,98	26,80	-6,6	-4,8
Ago-14	19,64	21,18	26,40	-6,8	-5,2
sep-14	19,30	20,30	26,90	-7,6	-6,6
Tasa que regirá a partir de ahora:	22,9	↑	26,31	-3,4	↓

Fuente: M&S Consultores en base a BCRA

A partir de este miércoles, con la tasa de Lebac a 90 días en 26,8%, la tasa de depósitos minoristas subirá del actual 19,3% a 22,9%. Esto implica una suba de 3,6 puntos porcentuales respecto al nivel promedio de septiembre. Lo más

probable es que la Badlar pagada por los bancos privados (tasa de interés por plazos fijos superiores al millón de pesos) vaya en la misma dirección. En caso de no cumplir con el nivel de tasa mínima las entidades financieras tendrán como penalidad un incremento de la exigencia de efectivo mínimo en pesos por el monto del depósito en cuestión.

A lo largo de 2013 la retribución de los depósitos a plazo fijo, tanto minoristas como mayoristas, fue superior a la tasa de interés pagada por las Lebac. En enero de este año el BCRA, junto con la devaluación del peso, elevó las tasas de interés de las LEBAC pero **esto no se reflejó en un aumento de igual magnitud en las tasas de plazos fijos debido a la elevada liquidez mantenida por las entidades financieras**. La actual medida, pensada para incentivar el ahorro en pesos y contener al dólar paralelo, puede tener algún resultado cortoplacista, pero éste no se sostendrá: el rendimiento nominal mensual de los nuevos depósitos se ubicará en 1,7% mensual, bastante por debajo de la tasa de inflación que ronda el 3% mensual y del rendimiento del dólar paralelo que promedió 5,3% mensual en lo que va de 2014.

La pregunta es qué harán las entidades financieras a partir de ahora: ¿seguirán yendo a las licitaciones de Lebac del Central? ¿O canalizarán su liquidez a otorgar préstamos al sector privado a tasas más elevadas de las que paga el BCRA y compensar así el mayor costo que tengan que pagar por los depósitos? En este caso el BCRA deberá encontrar un mecanismo para poder retirar de circulación parte de los pesos que deberá emitir para financiar al Tesoro de aquí a fin de año.

Registro de la Propiedad Intelectual N° 60.789 - Todos los derechos reservados 2000, by M&S Consultores
25 de Mayo 555, piso 10 (C1002ABK) - Buenos Aires, Argentina

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente



25 de mayo 555, piso 10 (C1002ABK) Buenos Aires, Argentina
e-mail: estudio@mysconsultores.com / www.mysconsultores.com