

13 de Marzo de 2015

## Los Costos de la Paz Cambiaria

Durante las últimas semanas estamos atravesando una especie de paz cambiaria. El dólar oficial sigue prácticamente planchado, lo que permitió bajar la tensión en el mercado y acomodar la inflación unos escalones más abajo. Con un dólar planchado, lo que importamos nos termina saliendo más barato y lo que dejamos de exportar también. En un mundo donde el dólar se fortalece a toda marcha, los beneficios de acentuar el atraso cambiario son redituables en el corto plazo. En cambio, los problemas asociados a la competitividad se pueden disimular por más tiempo, más si nos abrimos al fondeo internacional (swap chino: inusual pero financiamiento al fin). Dicho sea de paso, las cantidades exportadas se encuentran estancadas desde el 2007.

El resto de los dólares (paralelo, dólar MEP y contado con liquidación), también vienen mostrando una bienvenida calma, incluso cayendo considerablemente en las últimas semanas. Creo que hay varias cosas a tener en cuenta. En primer lugar, el riesgo país bajó considerablemente y los activos argentinos están mostrando una suba nada despreciable, el mejor clima financiero le quita presión al mercado cambiario. En segundo lugar, durante el 2014 el BCRA intervino indirectamente aliviando el mercado paralelo mediante la venta de dólar ahorro por casi U\$3.000 millones. Una parte de estos dólares se ofrecen posteriormente en el mercado paralelo, aumentando la oferta. La otra parte, quienes efectivamente compran para atesorar, es en definitiva una menor demanda en el mercado informal. En lo que va del 2015, las ventas mediante este mecanismo rondan los U\$1.200 millones, con lo cual de continuar a este ritmo superarían los U\$6.000 millones en el año. Esta considerable apertura del grifo le está sacando presión al dólar paralelo.

Por último, y en lo que me gustaría ampliarme un poco más, la política monetaria está suministrando una menor cantidad de pesos al

sector privado, lo que también contribuye a apaciguar la demanda de divisas. La política del BCRA durante el último tiempo nada tiene que ver nada con la implementada durante el periodo 2010/2013.

Creo que varias son las causas que explican la brecha cambiaria, principalmente el cepo, el atraso cambiario y las tasas de interés para los plazos fijos en terreno negativo. Sin embargo, en el último tiempo, la emisión no estaría alimentando la brecha, más bien viene actuando en sentido contrario. Antes que nada, vale remarcar que el cepo y las nuevas regulaciones del BCRA en alguna medida fragmentan la estrecha relación entre las tasas de interés y la emisión monetaria.

Durante el periodo comprendido entre el 2010 y mediados de 2013 aproximadamente, los agregados monetarios crecieron en promedio al 35%, varios puntos por encima de la inflación. A partir de entonces, con cambio de autoridades de por medio, el ritmo de monetización bajó aproximadamente 10 puntos, y finalizó el 2014 con un crecimiento del 22%. Más importante aún es el cambio en los factores explicativos de la emisión. Como se puede ver en el siguiente gráfico, a partir del 2013 y más marcadamente en 2014, la emisión tuvo como objetivo financiar al sector público. Es más, sin contar la monetización con destinos fiscales, la base monetaria se contrajo en términos nominales. Dicho en otras palabras, como suele ocurrir en estos casos denominados regímenes de dominancia fiscal, el sector público desplazó al sector privado.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

En el último tiempo, el BCRA se dedicó sistemáticamente a absorber la emisión destinada al Tesoro. Estas operaciones implican un costo dado por los intereses de los títulos colocados. El 2014 finalizó con un déficit fiscal cercano a los \$228.000 millones, de los cuales el BCRA financió el 70% y entre el ANSES y una pequeña emisión de bonos por parte del Tesoro se repartieron el resto. En consecuencia, el stock total de lebac y nobacs alcanzó los \$276.456 millones, lo que implica un costo de esterilización superior a los \$70.000 millones.

Efectuemos un ejercicio numérico extremadamente sencillo y simplificador, pero que puede ser de mucha utilidad para entender la sostenibilidad de la política actual. Supongamos tres escenarios para el 2015. Uno donde la política fiscal se comparta de forma neutral (gastos crecen al mismo ritmo que los ingresos), otro donde actúa de forma expansiva (gastos crecen por encima de los ingresos) y el último donde la política fiscal se comparta de forma contractiva en un año electoral (gastos crecen por debajo de los ingresos). En todos los escenarios, vamos a suponer que el Banco Central financia el 70% de dicho déficit a un costo promedio del 27%, replicando lo ocurrido el año pasado.

Empecemos por el escenario neutro. Si los gastos crecen al mismo ritmo que los ingresos (30% en nuestro ejercicio), el déficit fiscal aumenta en términos nominales dado que partimos de gastos mayores que los ingresos. Con lo cual, en el 2015 el déficit alcanzaría los U\$297.064 millones y la emisión de letras los \$207.945 millones. Si sumamos el stock a renovar emitido en 2014 (y sus intereses), el stock total alcanza los \$560.426 millones y el costo de esterilizarlos asciende a \$154.117 millones. En cambio, si en 2015 el Gobierno elige mantener el déficit fiscal en los mismos niveles del 2014, implicaría que los gastos trepan aproximadamente 6 puntos por debajo de los ingresos, lo que parece bastante difícil en un año electoral. En este escenario, el stock total de títulos llegaría a \$512.489 y el costo de esterilización rondaría los \$140.934 millones.

Ahora bien, si el Gobierno decide dar otra dosis de impulso fiscal (supongamos que los gastos crecen al 35% y los ingresos al 30%) la emisión con destino fiscal superaría los \$247.000 millones y el stock saltaría a los \$600.079 millones. Esto implicaría un costo de esterilización de \$165.022 millones de intereses en nuestro simple ejercicio.

	RESULTADO FISCAL *	% del PBI	EMISION FISCAL	Stock de títulos	Costo de Esterilización (27%)
2007	\$ 5.025	0,8%	\$ -5.305		
2008	\$ 6.370	0,8%	\$ -8.250		
2009	\$ -22.881	-2,0%	\$ 204		
2010	\$ -29.066	-1,5%	\$ 19.478		
2011	\$ -54.053	-2,2%	\$ 32.575		
2012	\$ -84.321	-3,0%	\$ 47.495		
2013	\$ -123.737	-3,6%	\$ 94.082		
2014	\$ -228.583	-5,0%	\$ 161.508	\$ 276.456	\$ 76.025
2015 moderado**	\$ -228.583		\$ 160.008	\$ 512.489	\$ 140.934
2015 neutro***	\$ -297.064		\$ 207.945	\$ 560.426	\$ 154.117
2015 expansivo****	\$ -353.711		\$ 247.598	\$ 600.079	\$ 165.022

\*Neto de resultados del ANSES y BCRA

\*\* (gasto +24% / ingresos +30%)

\*\*\* (gasto +30% / ingresos +30%)

\*\*\*\* (gasto +35% / ingresos +30%)

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y estimaciones propias.

Repito, es un simple ejercicio, no importan tanto los números sino más bien dimensionar la dinámica, que en los tres escenarios luce claramente insostenible. El déficit fiscal financiado por el BCRA está exigiendo grandes necesidades de emisión. Para contener las presiones inflacionarias y sobre todo para evitar que el exceso de pesos termine alimentando la brecha cambiaria, el BCRA se ve obligado a colocar una cantidad de títulos cada vez mayor. De continuar este esquema, en el futuro también deberá emitir en forma creciente para pagar sus propios intereses, generando un efecto bola de nieve (infeliz experiencia de principios de los 80).

Todo esto es totalmente evitable, pero requiere bajar el déficit o cambiar la forma de financiarlo. De lo contrario, será muy difícil y costoso mantener la paz cambiaria.