

INFOGRAFÍA

MERCADO CAMBIARIO

El tipo de cambio actual ya superó la estimación presupuestaria proyectada hasta el año 2021.



Autoridades
UNIVERSIDAD NACIONAL
DE AVELLANEDA

RECTOR

Ing. Jorge Calzoni

SECRETARIA GENERAL

A cargo de la Coordinación del
Observatorio de Políticas Públicas

Dra. Patricia Domench

COORDINADOR

Módulo Política Económica

Mg. Santiago Fraschina

RESUMEN EJECUTIVO

- La inestabilidad cambiaria de las últimas semanas tiene sus orígenes en una multiplicidad de causas, algunas internas y otras exógenas.
- Entre las más importantes, se cuentan la presión sobre el dólar de los fondos que desarmaron posiciones en Lebacks, el fortalecimiento del dólar por la suba de la tasa de interés en EEUU y la inestabilidad local posterior a la última ronda de aumentos tarifarios.
- El “error no forzado” del BCRA, que abandonó su esquema de libre fijación del tipo de cambio en pos de intervenciones sistemáticas, sin dudas contribuyó a potenciar las presiones devaluatorias.
- Con un mercado financiero interno ávido de rentabilidad de corto plazo, el preanuncia de una posición compradora no logra más que los fondos hagan uso de esa información para correr contra la moneda.
- Un manejo torpe de la política de tasas, con tribulaciones desde el anuncio de fines de año pasado en clara tensión Jefatura de Gabinete-BCRA, también llevó a los agentes a buscar resguardo en moneda dura.
- El resultado de la secuencia nos posiciona en el peor de los mundos: la tasa de interés de referencia toca su techo en los últimos quince años, el tipo de cambio se incrementa un 15% y el stock de reservas disminuye más de U\$S 6.000 millones en lo que va de año.
- En el presente material, evaluamos las causas y consecuencias de la inestabilidad económica de las últimas semanas, a partir de ponerle números a la política cambiaria de los últimos dos años.
- Algunos números que ilustran el desequilibrio cambiario marcan que, en los últimos tres años, disminuyó el ingreso de capitales genuinos producto de las exportaciones. Al primer trimestre de este año, ya se registra una caída de U\$S 2.500 millones respecto de 2015.
- En su lugar, se incrementó ampliamente el ingreso de dólares especulativos de corto plazo. Por caso, la compra y venta de títulos y acciones por parte de extranjeros pasó de explicar un 1% del ingreso de dólares en 2015 a un 25%, en el primer trimestre del corriente año.
- Pero los capitales golondrina no hunden sus inversiones en la economía a largo plazo. Después de aprovechar las altas tasas, fugan capitales. De hecho, el egreso de divisas en concepto de “entidades financieras y cambiarias” verifica un aumento del 376% en el primer trimestre de 2018 respecto de los flujos hacia el exterior de 3 años atrás.
- La caída de reservas es el fenómeno subyacente. Los más de U\$S 5.100 millones que se perdieron en abril dan cuenta de la cuarta caída en magnitud desde inicios de siglo.
- La olla a presión del sector externo rebalsó en las últimas semanas, a partir de la devaluación del 9% del último mes. El salto cambiario del cuatrimestre, ya acumula un 20% y es el tercero más grande de los últimos quince años.
- Con todo, el tipo de cambio actual ya superó la estimación presupuestaria proyectada hasta el año 2021.

INTRODUCCIÓN.

El equipo económico del BCRA, con Federico Sturzenegger a la cabeza, emprendió una política de metas de inflación desde diciembre de 2015 bajo la creencia de que se trababa de la mejor manera de atacar el problema de la inflación para Argentina. Básicamente, la hipótesis es que para controlar la inflación no es necesaria la intervención del Banco Central en el Mercado Único Libre de Cambios (MULC) donde se determinan los precios del dólar, sino que basta con anunciar objetivos de inflación para los próximos años y utilizar una tasa de interés real positiva en moneda local (Lebac) como forma de contener el exceso de pesos que pueda elevar el nivel general de precios.

Sin embargo, fue sistemática la imposibilidad del equipo económico de cumplir las propias metas de inflación que la autoridad monetaria había fijado, ni siquiera con los valores elevados que se establecieron para la tasa de interés como estrategia para “señalizar el sesgo de desinflación”. Así, la tasa llegó a superar 38% en 2016. Evidentemente, el fenómeno inflacionario en Argentina tiene raíces estructurales y no es estrictamente un problema de “impresión de dinero descontrolado”, explicación que el gobierno intentó imponer desde un principio. La eliminación de las retenciones a las exportaciones agrícolas, los tarifazos en los servicios públicos y el aumento del dólar, todas políticas explícitas y defendidas por el macrismo, contribuyeron a la escalada de los precios en 2016 y a la no reducción del ritmo inflacionario esperado hasta

el momento, en 2017 y en los primeros meses de 2018. Finalmente, en los últimos meses, y en especial en la última semana, el gobierno rompe con esta regla de oro autoimpuesta acerca de la no intervención del Banco Central en el Mercado de Cambios. ¿Qué determina este cambio de rumbo? El equipo económico finalmente reconoce la relevancia del dólar parámetro que incide en los procesos de dispersión de precios. A pesar de las voces oficiales en contrario al intentar usar el tipo de cambio como ancla inflacionaria, el Ministerio de Hacienda buscó minimizar lo que en la jerga se conoce como “pass through” (traslado del aumento de tipo de cambio a los precios).

La avalancha de compras de moneda extranjera, ocurrió tras los anuncios oficiales acerca del nuevo impuesto a la renta financiera, con mayor alícuota para los inversores extranjeros. La autoridad monetaria convalidó ventas en un día por USD 1.472 millones para calmar el apetito del billete verde y evitar así, una escalada mayor del dólar, en lo que convirtió en la mayor venta diaria desde el año 2002, luego de la salida del 1 a 1. Sin embargo, esto viene ocurriendo incluso desde el mes de febrero cuando se realizaron ventas netas por primera vez desde la gestión de Federico Sturzenegger al frente del Banco Central por USD 293 millones. En marzo, esta cifra escaló a más de USD 2.000 millones y en abril a casi USD 2.500 millones. En los últimos dos meses el Banco Central se desprendió de USD 4.500 millones para contener dentro de

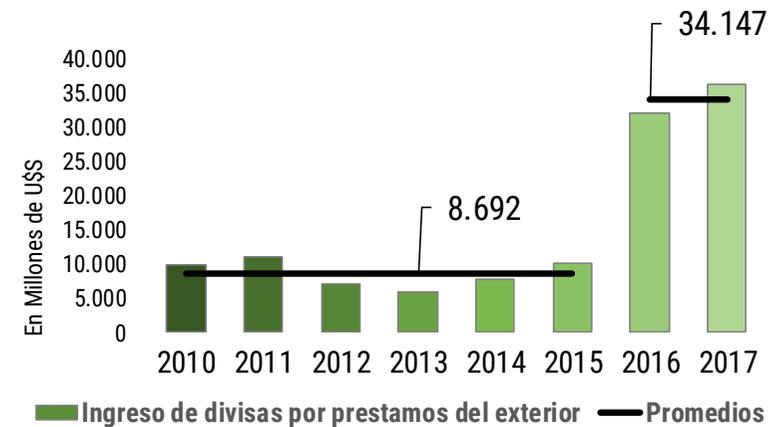
determinados límites el precio del dólar. La jugada del mercado demuestra hasta qué punto la política económica macrista se encuentra en una encrucijada ya que toda maniobra enfocada en afectar el *carry trade* (compras de Lebacs para realizar ganancias en dólares), trae aparejado una avalancha de inversores que convierten sus activos de pesos a dólares, presionando sobre el tipo de cambio, y poniendo en juego las aspiraciones desinflacionarias del marco institucional actual. La corrida de la última semana responde a esa lógica. Sólo a partir de la disposición de una tasa de interés a niveles exorbitantes -los pases interbancarios a un día de plazo cerraron el viernes en 57%- es que el Banco Central logró parar la sangría. Los costos económicos para el patrimonio de la entidad monetaria, además de los efectos perniciosos sobre la economía real, serán las secuelas en los próximos meses de esta política temeraria emprendida por el gabinete económico en pos de conservar el ya inverosímil objetivo inflacionario del 15%.

EL BALANCE CAMBIARIO ARGENTINO.

Actualmente las reservas del Banco Central superan los 56 mil millones de dólares. Sin embargo, en los últimos meses, la entidad estuvo inyectando en el mercado miles de millones para sostener el valor de la moneda nacional. Incluso aumentó la tasa en más de 5 puntos el último mes. A pesar de esto, la corrida no desiste. El problema es que uno de los puntos que

recalca el gobierno nacional es la capacidad que tiene el BCRA para afrontar esta devaluación. No obstante, algo escasamente analizado es que gran parte de los dólares que hoy están en el BCRA son producto de la deuda externa. Estamos hablando que el gobierno nacional emitió deuda entre 2010 y 2015 en promedio por 8 mil millones de dólares a nivel anual. Este año en tan solo el primer trimestre se alcanzó ese valor. Y en los dos años anteriores tuvo un promedio de 32 mil millones.

INGRESO DE DÓLARES POR PRÉSTAMOS (en millones de U\$S)



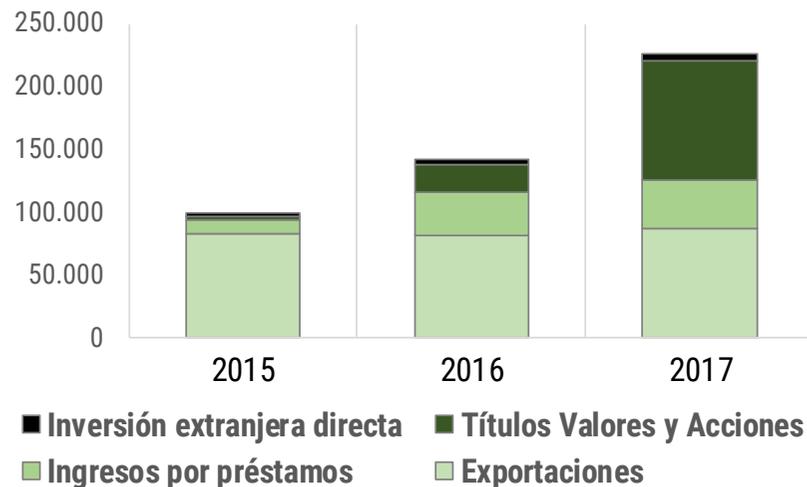
Fuente: elaboración propia, en base a Balance Cambiario BCRA.

Por otra parte, la inversión financiera se incrementó un 3700% en los últimos 2 años. Además, las exportaciones no tuvieron

un incremento significativo respecto a 2015. Lo que también aumentó de forma significativa son los préstamos desde el exterior, tal como lo mencionamos anteriormente. En consecuencia, se puede concluir que el aumento en las reservas del BCRA se debe a estos dos motivos. Esto genera al menos dos problemas: usar los dólares solicitados al exterior para cubrir una fuga de capitales es un gran problema económico. En adición, si la proporción de los dólares provenientes del sector financiero es muy grande, entonces la probabilidad de que estos se vuelvan a ir en cualquier momento es considerable.

Como se puede observar en el siguiente gráfico, lo mismo sucede para el primer trimestre de 2018, en donde la compra y venta de “títulos valores” significa la mayor participación en el ingreso de divisas. No solo esto, sino que además la situación parece agravarse. Este año la entrada de este tipo de dólares representa un 25% del total, mientras que años anteriores en el mismo periodo no superaba el 10% (en 2017) ni el 5% (en 2016).

INGRESOS DE DÓLARES, SEGÚN CONCEPTOS (en millones de U\$S)



Fuente: elaboración propia, en base a Balance Cambiario BCRA.

INGRESO DE DÓLARES, SEGÚN APLICACIÓN (en millones de U\$, al primer trimestre de 2018)

Concepto	Enero	Febrero	Marzo	Total 1° Trim.
Compra-venta de títulos valores	4.777	4.365	4.398	13.540
Cobros de exportaciones	2.734	2.161	2.370	7.265
Ingresos por billetes	1.936	1.711	1.529	5.176
Ingresos por otros préstamos del exterior y títulos de deuda	1.591	1.383	1.165	4.139
Ingresos por inversión de portafolio	1.409	919	1.221	3.549
Financiaciones locales de exportaciones	1.196	1.007	763	2.966
Operaciones de canje por transferencias con el exterior	1.427	757	777	2.961
Ingresos por líneas de crédito	834	154	1.348	2.336
Ingresos por divisas	600	798	817	2.214
Ingresos por financiaciones locales	664	486	654	1.804
Concepto no informado por el cliente	575	526	581	1.682
Cobros anticipados de exportaciones	552	387	569	1.508
Prefinanciaciones de exportaciones del exterior	516	259	176	951
Ingresos por empresariales profesionales y técnicos	329	235	242	807
Ingresos por viajes y otros gastos con tarjeta	220	169	187	577
Ingresos por inversión directa	106	132	183	420
Otros ingresos de servicios	120	111	116	346
Ingresos por préstamos de organismos internacionales y agencias oficiales de crédito	52	132	68	252
Ingresos por información e informática	69	62	77	208

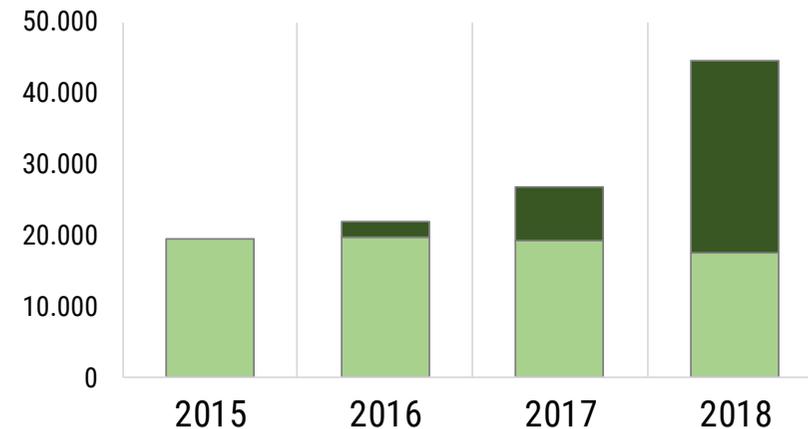
Fuente: elaboración propia, en base a Balance Cambiario BCRA.

En la misma línea, como se puede ver en el siguiente gráfico, las exportaciones en el primer trimestre de 2018 cayeron un 9% en 2018 respecto al año pasado, lo cual implica soga al cuello para la disponibilidad de dólares. Esto empuja a la devaluación, y más aún cuando el incremento fuerte en las

divisas viene dado por las inversiones financieras, que estas tienen la posibilidad de ser fugaces y presentan un esquema de inestabilidad para el mercado cambiario. La entrada de este tipo de divisas incrementó un 258% en 2018 respecto al mismo periodo en 2017.

INGRESO DE DÓLARES POR EXPORTACIONES Y CAPITAL FINANCIERO

(en millones de U\$, al primer trimestre de cada año)



■ Títulos Valores y Acciones ■ Cobros de Exportaciones

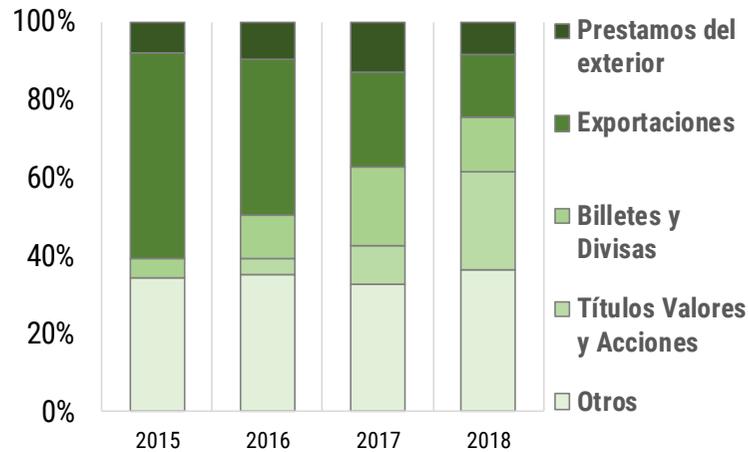
Fuente: elaboración propia, en base a Balance Cambiario BCRA.

Es por esto que surge el alarmante dato de que, mientras que en 2015 las exportaciones representaban un 50% del total del ingreso de divisas, en 2017 no alcanzó el 22%. En contraposición, la compra y ventas de títulos valores pasó de

un 1% en 2015 a un 16% en 2017. Es decir, que de 100 dólares que ingresan al país

COMPOSICIÓN DEL INGRESO DE DÓLARES, SEGÚN APLICACIÓN

(en millones de U\$S, al primer trimestre de cada año)



Fuente: elaboración propia, en base a Balance Cambiario BCRA.

En el caso del egreso de las divisas, son tres las categorías que tienen un cierto protagonismo. Por un lado, el pago de importaciones, que ocupaba el primer lugar en el podio hasta el mes de febrero. Sin embargo, en marzo hubo una mayor salida de divisas, en comparación, para compra de títulos en el exterior. Finalmente, el tercer ítem, que también se incrementó en marzo respecto al mes anterior, es el de el egreso por compra de billetes.

EGRESO DE DÓLARES, SEGÚN APLICACIÓN (en millones de U\$S, al primer trimestre de 2018)

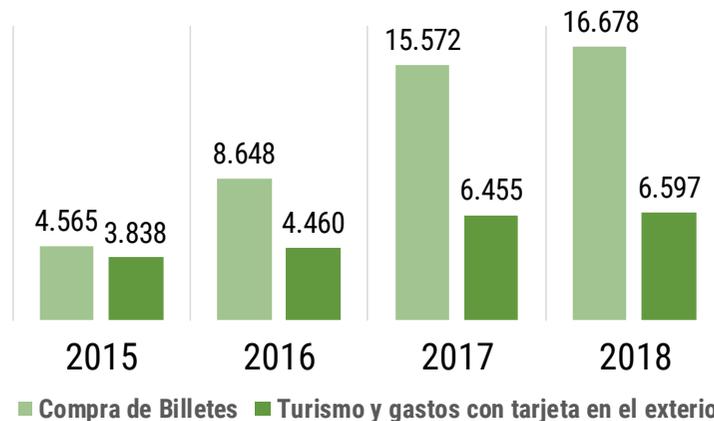
Concepto	Enero	Febrero	Marzo	Total 1° Trim.
Compra-venta de títulos valores	3.735	3.579	4.624	11.938
Pagos diferidos de importaciones y otros egresos por bienes	3.645	2.632	3.169	9.445
Egresos por billetes	2.909	2.251	3.184	8.344
Egresos por divisas	2.138	1.192	1.423	4.754
Egresos por viajes y otros gastos con tarjeta	1.405	1.025	869	3.299
Operaciones de canje por transferencias con el exterior	890	1.025	1.198	3.114
Egresos por financiaciones locales	942	1.020	1.142	3.105
Egresos por inversión de portafolio	877	666	957	2.500
Egresos por líneas de crédito	922	241	1.316	2.479
Egresos por otros préstamos del exterior y títulos de deuda	965	573	643	2.182
Pagos anticipados de importaciones	690	461	564	1.715

Fuente: elaboración propia, en base a Balance Cambiario BCRA.

En este sentido, decidimos hacer foco en dos categorías que están generando un agujero importante en la fuga de moneda extranjera, y es tanto la compra para ahorro como los viajes y los gastos de la tarjeta en el exterior. Si observamos su evolución, en ambos casos el incremento fue elevado. Por el lado de la compra de billetes, hay una variación en el primer trimestre de 2018 respecto al mismo periodo de 2015 de 265%,

tras haber pasado de U\$D 4.566 millones a U\$D 16.677 millones. En cuanto a la fuga de divisas por turismo y compras con tarjeta en el exterior, el incremento en estos 3 años fue de un 72%, tras pasar de U\$D 3.874 millones en el primer trimestre de 2015 a U\$D 6.579 millones en 2018. Esto teniendo en cuenta, además, que en 2015 las compras realizadas con tarjeta generaban un beneficio al comprador, al no tener que pagar el precio del dólar paralelo, sino uno menor.

EGRESO DE DÓLARES, POR APLICACIÓN (en millones de U\$S, al primer trimestre de cada año)

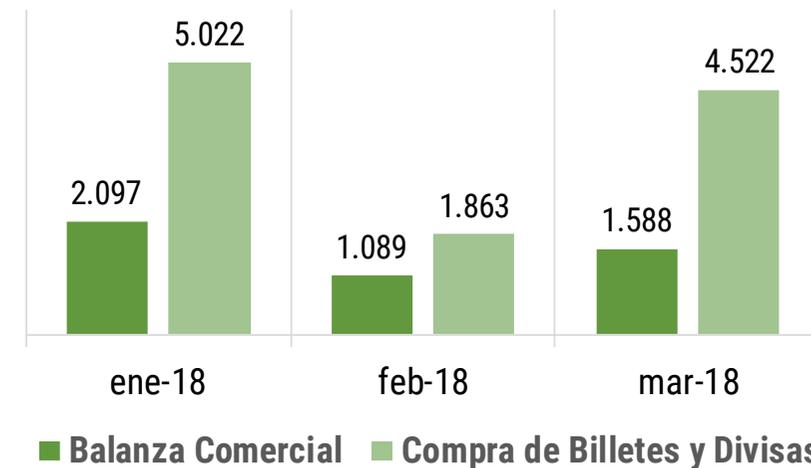


Fuente: elaboración propia, en base a Balance Cambiario BCRA.

Para hacer un análisis más profundo es conveniente observar los saldos netos del mercado de divisas. En este sentido, la balanza comercial deficitaria es uno de los factores más significativos en la salida de dólares. El acumulado del primer

trimestre de este año para la misma fue de U\$D 4800 millones. Lo mismo sucede con las categorías de billetes y divisas, las cuales acumulan 6300 y 5000 millones de dólares respectivamente.

EGRESOS DE DÓLARES, SEGÚN PRINCIPALES EROGACIONES (en millones de U\$S)

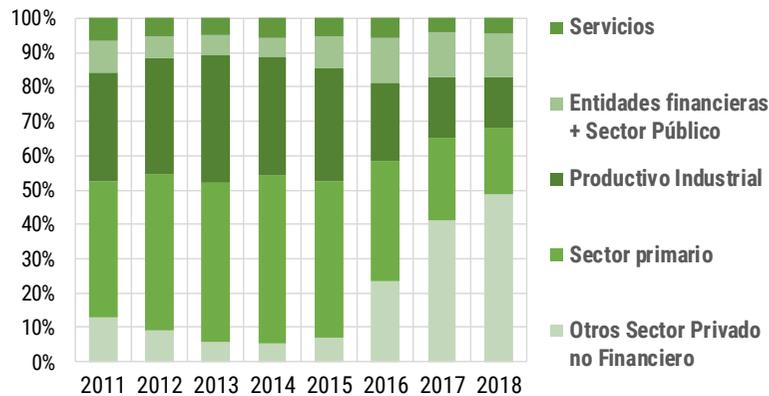


Fuente: elaboración propia, en base a Balance Cambiario BCRA.

Si hacemos un desglose del ingreso de dólares a nuestro país y lo dividimos en distintos sectores, podemos observar que la participación de cada uno de estos a lo largo de los últimos 8 años fue variando en forma significativa. De 2011 a 2015 los dos sectores más significativos eran el industrial y el primario. Sin

embargo, hoy el sector de mayor importancia es el de “otro sector privado no financiero”. Este sector por sí solo no dice nada, pero haremos foco en este sector más adelante. Por lo pronto cabe recalcar que el mismo ahora representa el 50% del ingreso de divisas, mientras que en 2011 apenas superaba el 10%. En cuanto al sector industrial en 2018 el porcentaje de participación dentro del ingreso de divisas es de 14% y el del primario es de 19%. Mientras tanto en 2015 eran de 32% y 46% respectivamente.

COMPOSICIÓN DEL INGRESO DE DÓLARES, SEGÚN SECTOR (en millones de U\$S)

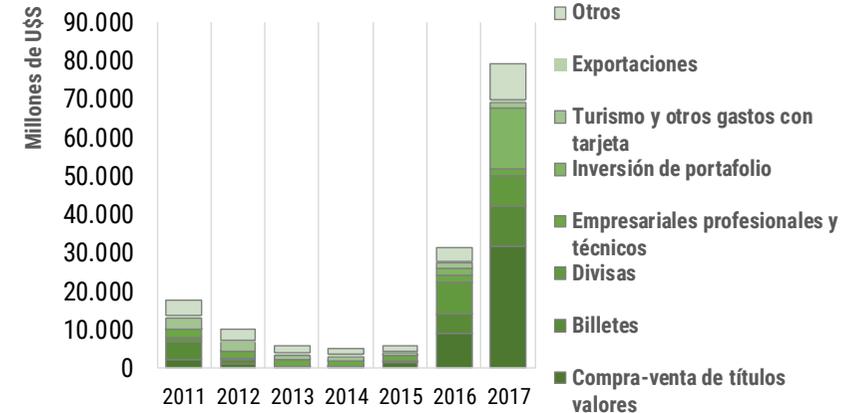


Fuente: elaboración propia, en base a Balance Cambiario BCRA.

Avanzando sobre lo mencionado anteriormente, analizamos los componentes que se comprenden dentro de la categoría

“otro sector privado no financiero”. Este sector que ganó importancia en la participación del ingreso de divisas también fue variando a lo largo de estos años en su propia estructura. Mientras que en 2015 esta categoría era prácticamente insignificante, hoy alcanza los U\$D 80.000 millones. Dentro de monto el 60% corresponde a la compra y venta de títulos valores y a inversiones de portafolio. Además, el otro 20% también representa a las categorías de ingresos por billetes y divisas.

INGRESO DE DÓLARES DEL SECTOR PRIVADO, SEGÚN APLICACIÓN (en millones de U\$S)



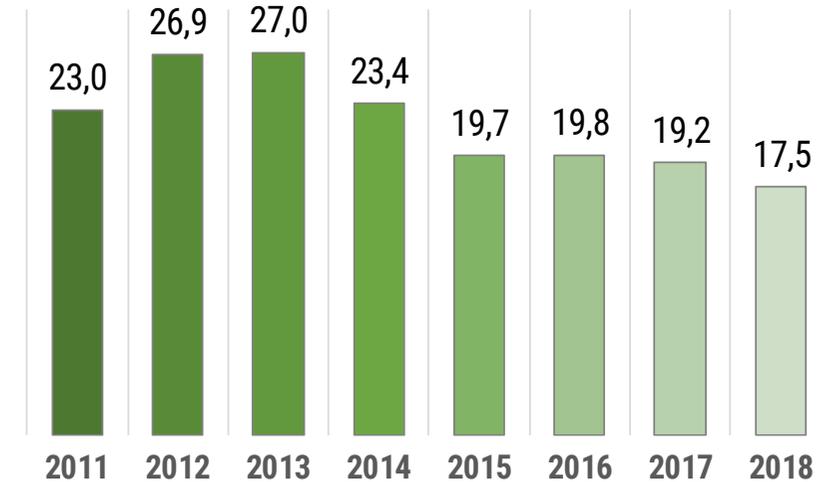
Fuente: elaboración propia, en base a Balance Cambiario BCRA.

En síntesis, lo que hay es una mayor participación del ingreso de dólares para inversiones en el sector financiero. Esto hace

que la mayoría de los dólares que ingresan al país no se de por un aumento de la producción nacional y posterior exportación al exterior. Los dólares que el BCRA está inyectando en la economía para contener el tipo de cambio provienen en su mayoría de deuda y de inversiones financieras. Es decir que, la sustentabilidad de la institución ante estos datos es diferente a la que se plantea desde el gobierno. Esta afirmación surge desde el hecho de que el ingreso de divisas por exportación genera mayor estabilidad por el hecho de que más allá de que se puedan extraer nuevamente, se considera que van a volver a ingresar en un futuro. En cambio, las inversiones financieras, una vez que los dólares son retirados es porque no les interesan más las inversiones financieras en nuestro país y se vuelven a fugar, sin volver a aparecer en el corto plazo nuevamente.

Visualizando tan solo el ingreso de divisas por exportaciones se puede observar como el primer trimestre de 2018 es el peor año desde 2011. Tras una caída interanual del 9%, se alcanzó este piso histórico. Esto puede ser consecuencia de dos factores. Por un lado, la sequía que está afectando a gran parte de nuestro país. Pero, por otro lado, el factor tal vez más importante sea el nivel de especulación que están llevando adelante los exportadores. Ante la actual expectativa de devaluación son varios los que deciden aguardar a una devaluación, llevando al déficit comercial de U\$D 4800 millones para el primer trimestre de este año.

INGRESO DE DÓLARES POR EXPORTACIONES (en millones de U\$S, al primer trimestre de cada año)



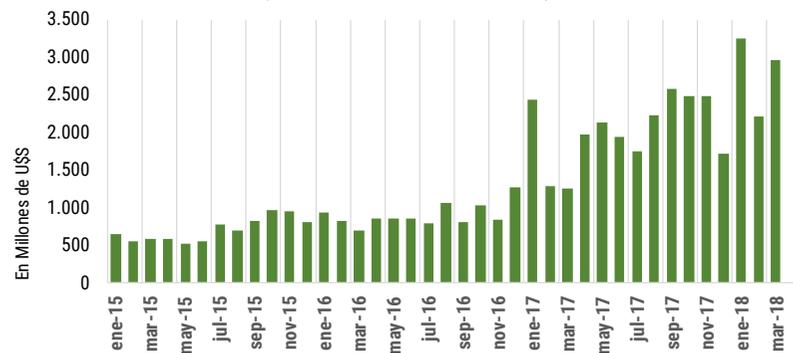
Fuente: elaboración propia, en base a Balance Cambiario BCRA.

Por otra parte, ciertos datos que llaman la atención al respecto son: el potencial aumento de la exportación de agua nacional, que ya pasó a ser representativa y la misma situación de incremento con los ingresos de divisas a través de entidades financieras. En el primer caso el ingreso de dólares por exportar agua aumento un 25.054% respecto al primer trimestre de 2017 y un 1.277.050% respecto al primer trimestre de 2015. Estamos hablando de que en tan solo tres meses ingresaron al país 433 millones de dólares por exportar agua que yace en territorio nacional, cuando en 2017 era de casi 2 millones y en 2015 no alcanzaba los 33 mil dólares. No hace

falta desarrollar acerca del peligro que implica empezar a exportar grandes cantidades de agua teniendo en cuenta lo esencial de ese recurso para el futuro.

Otra situación que reflejan estos datos es que el BCRA interviene a medida que se incrementan los egresos por entidades financieras. Es decir, que el BCRA lo que está haciendo es financiar la fuga de capitales. Estos egresos incrementaron exponencialmente entre 2015 y 2018. La variación entre los meses de marzo de dichos años fue de 411%. Además, es un 236% en comparación con marzo de 2017. En abril, si bien todavía no se conocen los datos de compra de dólares en entidades financieras, dado que las ventas de divisas realizadas por el BCRA alcanzaron los 4400 millones de U\$, se puede presumir que será un monto relevante.

EGRESO DE DÓLARES DE PARTE DE ENTIDADES FINANCIERAS (en millones de U\$S)



Fuente: elaboración propia, en base a Balance Cambiario BCRA.

EL COSTO DE LA JUGADA.

Más allá de los efectos especulativos que pueda tener el valor del dólar sobre los precios internos, lo cierto es que las compras en el exterior, ya sea de bienes de consumo, insumos o bienes de capital para las empresas, están indefectiblemente nominadas en dólares, y por lo tanto, su valor sujeto al tipo de cambio oficial, y si este sube, los precios en pesos de dichos bienes subirán, afectando el nivel de precios general de la economía, en este caso, la inflación núcleo, como la mide el gobierno. De la misma forma, puede afectar los precios internos de los bienes exportables. Ni que hablar si los sectores que no tienen atada su actividad al sector externo, y, por lo tanto, perciben ingresos y consumen en pesos, tienen suficiente poder, sea este legal (como mecanismos de indexación) o político (capacidad de negociación), como para ajustar dichos ingresos al crecimiento de los precios. En este caso, la inflación, vía aumento de costos, sufre mayores impactos del dólar en los precios.

Reiteradas veces los funcionarios del gabinete de gobierno han manifestado que nos encontramos en un régimen cambiario de flotación libre, y que esto no afecta a la inflación, ya que el dólar puede subir o bajar, pero, en última instancia, estos movimientos no influyen en el valor esperado del dólar ya que representan fluctuaciones puramente de corto plazo. Es decir, no afectan los precios, porque ante una suba del

dólar, en este caso, el valor futuro del dólar no se ve afectado, y, por lo tanto, por ejemplo, las empresas no planean pagar más caras las importaciones ya que el dólar volverá a bajar, y, por lo tanto, no se ven obligadas a elevar los precios de sus bienes. Esta es la hipótesis parece ser del nulo pass through al cual el gobierno aspira alcanzar que observa a su vez en los países de la región. Sin embargo, el error se encuentra en que el dólar sube y baja, se cierto, pero luego de retroceder un paso, avanza dos. Y como venimos observando, después del levantamiento de las restricciones a la compra y venta de divisas en diciembre de 2015, el dólar nunca volvió a un nivel anterior luego de una subida. Si en 2015 estaba en un valor de \$ 9, en 2016 rondó los \$ 14, en 2017 los \$ 17, y en 2018 ya alcanzó los \$ 22. Es decir, la tendencia en el mediano plazo no es a la estabilidad, sino más bien a la depreciación. Esta dinámica implica ya de por sí un problema en la presión sobre los precios internos también de mediano plazo que impacta en los objetivos del Central y del gobierno de reducir la tasa de inflación. La pregunta pasa a ser entonces ¿Por qué el dólar parece no estabilizarse y tener una tendencia alcista?

En este punto, el sistema financiero internacional conduce al Banco Central a mantener una política monetaria de tasas de interés en pesos altas como herramienta para evitar una avalancha de los tenedores de Lebacks hacia el dólar que pueda derivar en una mega-devaluación (quizás mayor aún a la de diciembre de 2015 y enero de 2016). Tal escenario, redundaría en una abrupta modificación de los precios relativos de la economía a favor de los bienes transables y en contra del salario real (similar a lo ocurrido en 2001). De esta forma, las metas de inflación parecieran más bien una restricción auto-

infringida (producto del brusco cambio de modelo económico con las medidas implementadas en el primer año de gobierno ya mencionadas anteriormente) que un mecanismo sofisticado de reducción de la dinámica alcista de los precios. Cuando se indaga en la sustentabilidad de este proceso, se debe recordar que, en economías con desequilibrios externos, un componente significativo de la inflación está dado por el tipo de cambio. Por tal motivo, el Banco Central debió intervenir activamente en las últimas ruedas. Por otro lado, a su vez, la autoridad debió, luego de evaluar una reducción de tasas para favorecer (o mejor dicho no desfavorecer aún más) el consumo y la actividad interna, debió incrementar nuevamente la tasa de la Lebacks, en esta ocasión hasta alcanzar el 33,25% para suprimir la presión que el anuncio sobre el impuesto a la renta financiera trajo sobre la demanda de dólares y su precio.

El gobierno parece entender que la tasa de interés no impacta sobre los precios internos sino sobre el valor del dólar y que, a partir de contenerlo, es posible ralentizar el proceso inflacionario. Dado el régimen de libre movilidad de capitales, el esquema implica, como venimos viendo, asegurar una alta rentabilidad en dólares a los capitales de corto plazo que apuestan en Argentina solamente en busca de renta puramente financiera vía Lebacks y fuga. Los cambios en el valor del dólar juegan en contra de esta estrategia y generan pérdidas en los esfuerzos que está realizando el Banco Central en términos de deuda en moneda local y en términos de reservas, o lo que es lo mismo, de deuda en dólares, ya que las reservas del Central existen gracias al endeudamiento en moneda extranjera del tesoro.

El principal problema es la enorme volatilidad en la que está entrando irremediamente la macroeconomía ya que la situación está controlada siempre y cuando el BCRA tenga suficientes reservas para evitar una corrida y sostenga una tasa de interés en pesos alta para permitir el carry trade. Pero con el crecimiento exponencial de la deuda en pesos (Lebacs) crecen los efectos de que una mayor volatilidad mundial y una imposibilidad de respuesta (por ser el shock demasiado grande) por parte del Banco Central pueda afectar sustancialmente al tipo de cambio, lo cual generaría un descalabro interno por mega-devaluación. Esta volatilidad sin duda se ve afectada por la situación macroeconómica argentina de deterioro en varios de sus indicadores como son el déficit comercial creciente y el endeudamiento acelerado en moneda extranjera, que ponen en jaque la sustentabilidad del modelo económico vigente, de cara al largo plazo.

Pero, en términos cuantitativos, importa el cálculo del monto gastado por el Banco Central para contener el tipo de cambio. Expresado en términos de otras erogaciones representativas a nivel presupuestario y económico, el esfuerzo del BCRA de U\$S 4.500 en la última semana representó:

GASTO EN RESERVAS (en relación %)

Concepto	Porcentaje que representa
Servicios de deuda 2018	23%
Déficit comercial del primer trimestre de 2018	180%
Déficit primario del primer trimestre de 2018	350%
Déficit financiero del primer trimestre de 2018	250%
Presupuesto en Educación 2018	58%
Presupuesto en Salud 2018	167%
Presupuesto en Ciencia y Técnica 2018	490%
Presupuesto de Pensiones No Contributivas 2018	78%
Pago de AUH 2017	157%

Fuente: elaboración propia, en base a Ministerio de Hacienda y BCRA.

EL TICKET DE LA DEVALUACIÓN.

La fuerte presión devaluatoria llevó en el último tiempo al Banco Central a romper con su propia regla de no intervenir en el mercado de cambios. Debíó vender más USD 6.700 millones en los últimos dos meses para contener la depreciación del dólar, que de todas formas se depreció 7,5% en el último mes, y ya lo había hecho en 15% entre febrero de 2018 y octubre de

2017. El principal riesgo desde ya de esta disparada del precio del dólar es el traslado a precios, o pass through. Es decir, en términos de pesos, esto encarece las importaciones y los pagos al exterior.

Para entender la magnitud del impacto hagamos una cuenta sencilla. Por ejemplo, en marzo el INDEC público que las importaciones de “combustibles y energía” fueron de 433 millones de dólares. El actual aumento del dólar implica un crecimiento en pesos de las importaciones de combustibles de unos \$ 656 millones. De hecho, ya se está hablando de un nuevo re-acomodamiento del precio de las naftas por parte de las petroleras.

Otro de los rubros que está fuertemente atado al valor del dólar es el complejo automotriz, de hecho, ya el presidente de ADEFA y titular de Renault Argentina, Luis Peláez Gamboa, expuso que la depreciación traerá consecuencia en los precios. Las importaciones en marzo fueron de USD 505 millones. El aumento del tipo de cambio implica un gasto adicional de \$ 765 millones por mes en vehículos automotores de pasajeros.

A su vez, si tenemos en cuenta todas las importaciones, que fueron de USD 5.958 millones de dólares en marzo de 2018, el salto del dólar representa un costo adicional mensual de \$ 9.022 millones de pesos.

De la misma forma el salto devaluatorio también impacta sobre el presupuesto público en materia de pago de servicios de la deuda que pasa a representar un incremento del gasto por parte del tesoro de unos \$ 2.535 millones por mes adicionales luego de la disparada del dólar.

Por otro lado, las exportaciones de alimentos representan un

importante componente de la canasta exportable argentina. Por estos productos que se envían al exterior pero que también se venden en el mercado interno (están en la mesa de todos los argentinos) cuando el precio que se recibe en el exterior es mayor que el que se recibe en el mercado doméstico, habrá presiones para que dicho precio aumente. Por ej., se exportaron en marzo cereales por USD 893 millones. Ahora, por el salto devaluatorio, ese ingreso en pesos aumentará en \$ 1.352 millones, aumentos que buscarán ser trasladados al mercado interno.

Lo mismo con carne, la cual se exportó en el mismo mes por USD 221 millones, lo que representa un aumento de los ingresos por ventas mensuales en el exterior de \$335 millones. A su vez, pescados y mariscos se vendieron en el exterior por USD 181 millones, es decir, un incremento por valor de \$ 274 millones adicionales por mes.

Todos estos mecanismos de traspaso del precio del dólar a precios internos, no dependen de la psicología o de la cultura por el dólar que impera en la mente de los argentinos, como parecen intentar hacernos creer los miembros del gabinete de gobierno. No se trata de “no ponerse nerviosos” o “no mirar tanto el precio del dólar”. La volatilidad cambiaria representa un riesgo para la macroeconomía de un país como la Argentina teniendo en cuenta que el dólar, si bien ocasionalmente puede bajar, siempre el movimiento tendencial es al alza, lo cual en un contexto internacional de incertidumbre y de aumentos de la tasa de interés norteamericana y de fragilidad en la sustentabilidad estructural de la economía doméstica, puede llevar a un desborde en el movimiento de estas variables que lleven a la

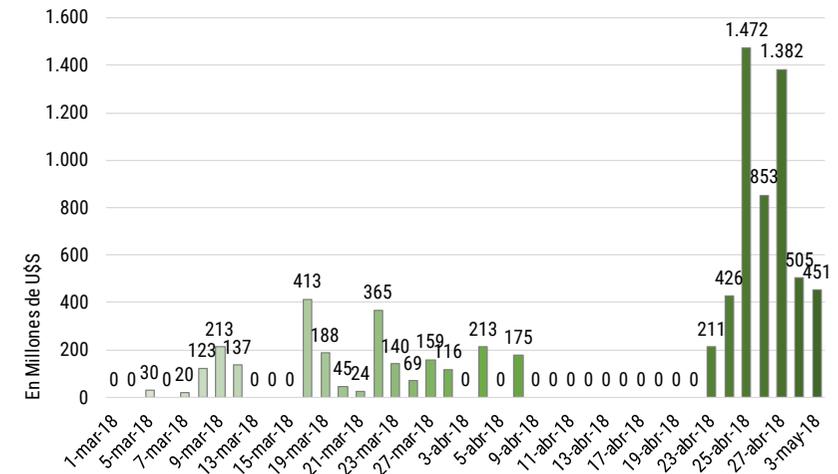
economía a procesos de mayor volatilidad nominal y por lo tanto, de crisis.

MESES DE CONVULSIÓN CAMBIARIA.

En los últimos días, se ha profundizado un aspecto intervencionista en el mercado cambiario por parte de la actual gestión del BCRA. Si bien se esgrime que es un régimen de flotación libre donde el tipo de cambio fluctúa acorde a las presiones de oferta o demanda, lo cierto es que se interviene cada vez que ven alejados sus objetivos de niveles de tipo de cambio (y las variables afectadas por éste). Así, ante cada corrida cambiaria han intervenido de manera tal de contener el precio del dólar cuando consideraron que una disparada sería aún más inflacionaria.

En el siguiente gráfico se observan todas las intervenciones de compra venta desde el 1ro de marzo a la fecha. En dicho periodo, el BCRA no realizó operaciones de compra de divisas y llegó a vender casi 1500 millones de dólares en un solo día.

INTERVENCIONES VENDEDORAS DEL BCRA (en millones de U\$S)



Fuente: elaboración propia, en base a Balance Cambiario BCRA.

En este periodo, las reservas internacionales disminuyeron en casi 5400 millones de dólares, principalmente por las intervenciones del BCRA en el mercado cambiario para contener el precio del dólar. Estas acumularon una erogación de casi U\$S 7726 millones de las reservas del Banco Central.

VARIACIÓN DE RESERVAS, SEGÚN FACTOR EXPLICATIVO

(en millones de U\$S, acumulado bimestre marzo-abril)

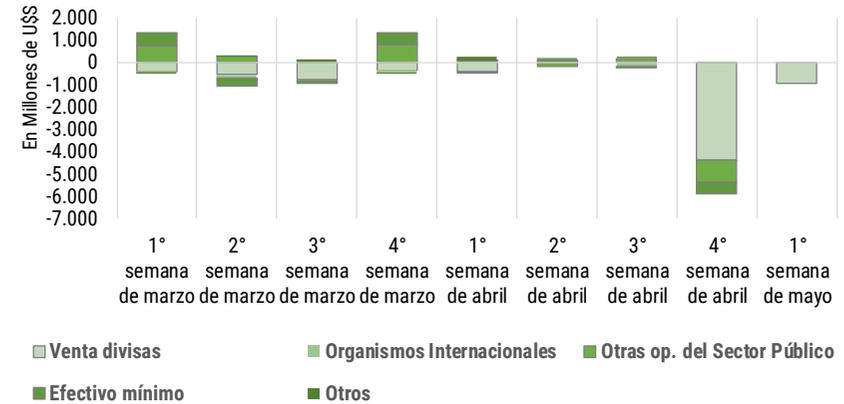


Fuente: elaboración propia, en base a Balance Cambiario BCRA.

Es posible observar la evolución de esta variación de reservas. Para ello, el siguiente gráfico muestra las variaciones de reservas semana a semana en el periodo en cuestión, diferenciando la incidencia de cada factor explicativo. En éste se puede ver cómo la venta de divisas es el principal factor que explica de la variación de reservas, especialmente en las últimas semanas. Esta pérdida por venta de divisas (U\$S 7726M) se ve levemente compensada por ingresos de reservas por otras operaciones del sector público, que deja un saldo en estos casi dos meses de U\$S 5390 millones menos de reservas.

VARIACIÓN DE RESERVAS, SEGÚN FACTOR EXPLICATIVO

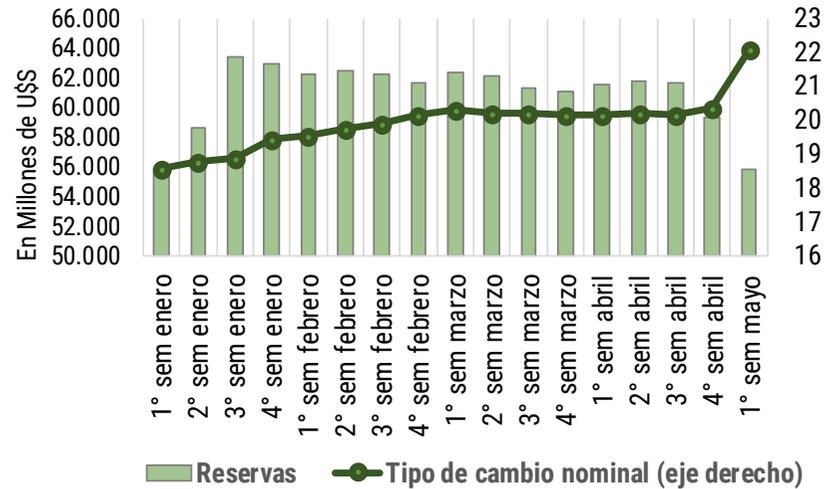
(en millones de U\$S, por semana)



Fuente: elaboración propia, en base a Balance Cambiario BCRA.

El siguiente gráfico muestra la evolución del tipo de cambio y el stock de reservas. En las primeras semanas del año, se observa un alza importante en el precio del dólar, en conjunto con una acumulación en las reservas. La disparada del dólar de los últimos días tiene una magnitud similar, pero se da de manera conjunta con una venta de dólares por parte del BCRA que llevaron a las reservas a niveles de principio de año, perdiendo en unos días todo lo que se había acumulado a lo largo del año. Es decir, la corrida es de tal magnitud que el dólar no pudo ser contenido a pesar del enorme esfuerzo del BCRA sacrificando reservas.

TIPO DE CAMBIO Y STOCK DE RESERVAS (en relación \$/U\$S y en millones de U\$S)



Fuente: elaboración propia, en base a Balance Cambiario BCRA.

CONVICCIONES ACOMODATICIAS.

Más allá de lo sofisticado que pueda ser un modelo matemático de representación de la realidad económica, lo cierto es que muchas veces esta termina imponiéndose sobre el primero y poniendo al descubierto los errores de las hipótesis que previamente se habían enunciado. En este caso, la enunciación por parte de los funcionarios una y otra vez acerca de las bondades de las metas de inflación, y cómo

estas vendrían a terminar definitivamente con el problema de la inflación en argentina, y además, como no sería necesaria la intervención sobre el dólar, de modo que la idea era converger a un sistema de flotación libre de la moneda según los movimientos del mercado, con las últimas intervenciones del BCRA, se derrumba el mito construido por el oficialismo sobre la no necesidad de controlar los efectos del mercado sobre el dólar. Se encuentra entonces un claro quiebre entre las declaraciones públicas del último tiempo con aquellas realizadas al inicio de este esquema monetario y también con anterioridad, cuando el gobierno era oposición.

Lo cierto es que hasta no hace mucho, el presidente del Banco Central, Federico Sturzenegger, señalaba, en una conferencia de prensa junto con otros funcionarios del gabinete, lo siguiente:

“Este Banco Central no usa el tipo de cambio como un ancla, como una herramienta de lucha contra la inflación, justamente hablaba yo de las virtudes de la flotación, que es la que le permite a la economía adaptarse y ajustarse de una manera que la actividad domestica no se ve afectada por los shocks externos, y a su vez mantener el balance. Se plantea esta pregunta, los cambios en el tipo de cambio ¿Qué efectos tienen? Cuanto más flexible es el tipo de cambio menos efecto tienen, porque ese tipo de cambio que se mueve, sube y baja permanentemente, por ejemplo, desde que se abrió el cepo cambiario, la mitad de los días subió y la mitad de los días bajó. Entonces ese movimiento hacia arriba y hacia abajo hace que los precios domésticos terminan teniendo una trayectoria que está mucho más relacionada con la dinámica de precios domésticas que con el tipo de cambio (sic). (...)”.

[Federico Sturzenegger, diciembre de 2017](#)

Es decir, dos meses antes de las intervenciones del Banco Central, su presidente afirmaba que el tipo de cambio se mueve libremente, en un régimen de tipo de cambio flotante, y que este mismo no tiene incidencia en los precios internos, sino que estos mismos se rigen únicamente por la política monetaria de metas de inflación. La política anti-inflacionaria viene incumpliendo por dos años consecutivos la meta, y finalmente, la autoridad monetaria se rinde ante la realidad y utiliza las reservas para intervenir en el valor del dólar. Es decir, asistimos a un doble fracaso, por un lado, en lo que tiene que ver a la meta, por el otro, en lo que tiene que ver con la no intervención en el tipo de cambio. A esta altura la pérdida de credibilidad de la política monetaria de la autoridad monetaria es mayúsculo.

Finalmente, luego de la intervención del Central, [Sturzenegger reconoció los problemas de la política monetaria](#) debido a que el mercado “interpretó de una manera diferente” las medidas monetarias como el “preludio de relajamiento excesivo de la política monetaria” con lo cual se vio obligado a “intervenir en el mercado de cambios para interrumpir esa dinámica”.

Cuando la realidad golpea los cimientos de la teoría convencional, el problema en realidad no es de la teoría sino de propia realidad que no se ajusta a esta, ya que la disparada del dólar surge “de una lectura errónea de la política monetaria esperada”, como intentó justificarse el presidente del Banco Central. Lo cierto es que el BCRA debió vender divisas y volver a subir las tasas. El mercado volvió a ganarle y el Central debió restituir el mecanismo de valorización financiera con menos reservas, una tasa más alta y más

necesidades de endeudamiento por parte del tesoro.

Otras intervenciones públicas de funcionarios del gabinete sobre la política monetaria del Banco Central:

De la misma forma, esto decía el Jefe de Gabinete, Marcos Peña, meses antes de la intervención del Banco Central en el mercado de cambios:

"Si miramos el tipo de cambio en términos reales, no estamos viviendo un proceso de devaluación. (...) Es una cuestión de una fluctuación de un tipo de cambio flotante que es uno de los pilares de este programa económico. Genera un amortiguador ante los shocks externos que no tenía la economía de la Argentina o que nunca los programas de estabilización lo tuvieron."

[Marcos Peña, diciembre de 2017](#)

Peña pone el foco sobre el tipo de cambio real. Sin embargo, aquí lo que importa, dado el esquema en el cual ingresó el gobierno a partir de diciembre de 2015, es la depreciación nominal, y en particular, la depreciación nominal esperada, dado que es la que determina la ganancia en dólares de los inversores en Lebac para hacer carry trade. Tasa de interés en pesos alta y dólar estable es lo que necesita el mercado para no presionar sobre el valor del dólar. Y los precios internos necesitan dólar estable para no dispararse. Por lo tanto, la clave está en la depreciación del dólar y en la tasa de interés más que en el tipo de cambio real para controlar los precios y los movimientos especulativos. Posteriormente, Peña termina reconociendo, aunque con recelo, la nueva situación:

"El Banco Central es el que tiene la potestad para ir viendo el día a día la situación de los mercados y las variables que tiene como recursos, que pueden ser las tasas o la intervención. (...)"

El gran desafío de hacer una estabilización de la inflación con tipo de cambio flotante es que obliga en una sociedad que tiene muchos componentes dolarizados y mucha costumbre en ese sentido de mirar el valor de dólar, algo que no pasa en Brasil donde se piensa la economía en reales, es trabajar para que la economía se mire en pesos. Lo importante es entender que cuando hay corrimientos también tienen que ver con situaciones internacionales”.

[Marcos Peña, mayo de 2018](#)

En línea con Sturzenegger, el Jefe de Gabinete pareciese creer que el problema en Argentina yace en que los argentinos “pensamos” en dólares, como si la inflación o la compra de dólares tuviesen un componente psicológico, y no en el funcionamiento estructural de la economía argentina que está fuertemente determinada por el precio del dólar, y que, por lo tanto, vemos los enormes problemas que tiene el régimen de metas de inflación para contener el nivel general de los precios.