

Centro de
Investigación de
Economía
Nacional

 @cien.centro

 @cien_centro

¿El fin del peso?

Un análisis de las últimas medidas del gobierno

Introducción

El objetivo de este informe es explicar y analizar las últimas medidas anunciadas por el gobierno: 1) la eliminación de los pases pasivos del BCRA (que serán reemplazados por una letra del Tesoro llamada LEFI) y 2) la esterilización de los pesos emitidos por el BCRA al acumular reservas, vía intervención en el CCL.

Las dos medidas tienen cierta complejidad técnica que explicaremos a continuación, pero comparten un objetivo común, al menos desde lo discursivo: eliminar toda fuente de emisión monetaria. El gobierno parte de la premisa de que la emisión es la única causa de la inflación y se propone ponerle fin.

La segunda medida tiene un efecto colateral importante: le permite al gobierno vender dólares en el mercado paralelo y, así, controlar la brecha cambiaria. Lo cierto es que, más que un efecto colateral, probablemente este sea el principal objetivo buscado con el anuncio. La medida en el largo plazo puede ser muy costosa: limita seriamente las posibilidades de acumular reservas en un país con escasez estructural de dólares.

Con estas medidas, el gobierno avanza de forma decidida en eliminar todas las fuentes de emisión de pesos. De esta manera, la oferta de pesos quedaría fija para siempre. Esto nos lleva advertir que podría tratarse de un primer paso para reducir el peso a su mínima expresión y, luego, dolarizar la economía.

Las LEFIs

En la conferencia de prensa del viernes 28/6, el ministro de economía y el presidente del BCRA anunciaron la eliminación de los “pases pasivos” del Banco Central, al que denominaron “el segundo grifo de emisión monetaria”. El primero, como refirieron en la propia conferencia, es el déficit fiscal, del que se encargaron los primeros meses del año (a costa de licuar jubilaciones, patear pagos de energía, reducir subsidios, frenar la obra pública, desfinanciar a las provincias, entre otros). Los “pasivos remunerados” del Banco Central, que son los pases y antes fueron las famosas “leliqs”, desde la óptica del gobierno son inflacionarios: el BCRA les paga a los bancos un interés y esos intereses se pagan con emisión.

Antes de meternos con la medida, veamos brevemente qué son y por qué existen estos pasivos remunerados. El negocio de los bancos es tener un spread (una diferencia) entre la tasa de interés que pagan y la tasa de interés que cobran. Entonces, cuando una persona o una empresa hace un depósito (caja de ahorro, cuenta corriente o plazo fijo) los bancos buscan colocar ese dinero en activos que les rindan más tasa que la que ellos pagan. La volatilidad macroeconómica de nuestro país provoca que el mercado de crédito sea muy pequeño: difícilmente haya demanda de crédito en un contexto de estancamiento económico y de altas tasas de interés, producto a su vez de las altas tasas de inflación. Entonces, ante la falta de una demanda solvente de crédito más robusta, los bancos terminan colocando el dinero que captan por los depósitos en el Banco Central. Este acepta tomarles el dinero y remunerar con una tasa de interés porque, si no fuera así, la tasa de interés de la economía sería cero: los bancos no pagarían nada por los plazos fijos y probablemente se produciría una corrida contra el dólar.

Esto no quiere decir que los pasivos remunerados del BCRA sean una anomalía en el mundo. Es factible que tengamos un volumen más elevado del normal (porque todo el dinero que captan los bancos en forma de depósitos termina ahí), pero en todos los países el banco central administra la liquidez del sistema bancario, tomando dinero de los bancos o prestándoles dinero, según el caso.

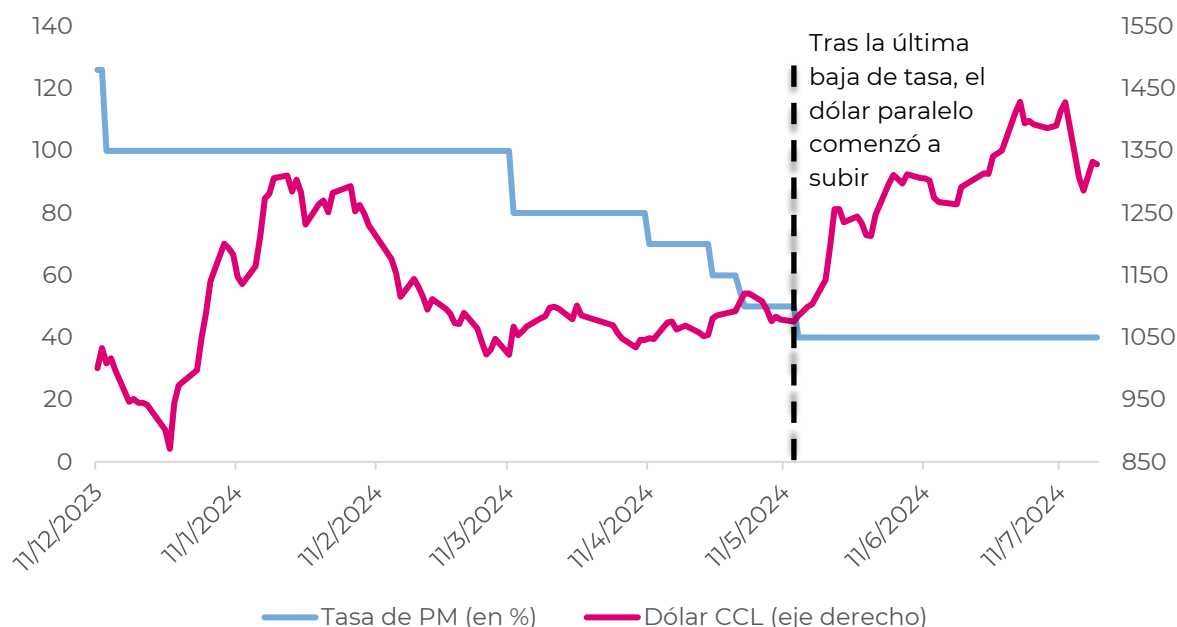
Para el gobierno, esta emisión producto del pago de intereses de los pasivos remunerados es mala porque genera inflación, pero, además, porque le resta autonomía a la política monetaria. Si el gobierno quisiera subir la tasa de interés, para que sea positiva en términos reales (superior a la inflación) y así incentivar el ahorro en instrumentos en pesos y desincentivar la compra de dólares, estaría limitado porque la misma medida implicaría un aumento de la emisión monetaria, que es lo que quieren evitar. Por eso, esta medida busca “desenganchar” la tasa de interés de política monetaria de la emisión.

En estos primeros 7 meses de mandato, el gobierno ya fue tomando medidas tendientes a reducir la emisión monetaria asociada al pago de intereses de los pasivos remunerados:

- 1) Primero, bajó la tasa de interés de manera sistemática, generando una gran licuación del stock de plazos fijos (ahorros de las personas y capital de trabajo de las empresas). Esto encontró su límite en la última reducción de la tasa: el 14/5 el BCRA anunció que la tasa de los pases pasivos sería del 40% TNA (3,33% mensual) y, a partir de esa medida, comenzó a subir la cotización de los dólares paralelos.

Asociamos el aumento del dólar paralelo a la última reducción de la tasa de interés, por dos motivos. Por un lado, el incentivo a liquidar los dólares de las exportaciones en gran medida se encuentra en la diferencia entre la tasa de interés pagada por los depósitos en pesos y la devaluación. Mientras la primera estaba alta y la segunda (devaluación) se mantiene en 2% mensual, para los exportadores era conveniente vender la soja. Pero, como esa diferencia se fue reduciendo, los exportadores pasaron a limitar sus ventas. Por otro lado, un incentivo similar tienen los ahorristas: ante la reducción de los rendimientos de los plazos fijos, podrían haber optado por comprar dólares.

Gráfico 1. Evolución la tasa de interés de política monetaria y del dólar CCL desde el cambio de gobierno.



Fuente: BCRA y Ámbito Financiero.

- 2) Luego, desde mayo, promovió que los bancos, en vez de colocar su plata en estos pasivos remunerados, migraran hacia instrumentos del Tesoro. En particular, se les ofreció a los bancos una letra del Tesoro llamada LECAP, lo que permitió que el stock de pases pasara de \$35 billones a mediados de mayo a \$11,5 billones el viernes 17/7.

El anuncio de la conferencia de prensa del viernes 28/6 implica profundizar en esta segunda línea de acción, haciendo que colocar su plata en instrumentos del Tesoro sea la única alternativa para los bancos. Para entender esta medida, hace falta

aclarar que BCRA y el Tesoro son dos actores distintos, por más de que muchas veces se los considere como una misma cosa (“el gobierno” o “el sector público”). El primero tiene el monopolio de la emisión, el segundo solo puede financiar sus gastos a través de impuestos o de endeudamiento (ya sea con el mercado o con el propio Banco Central).

En concreto, lo que anunciaron es que los pases van a dejar de existir y se van a reemplazar por un nuevo instrumento, las Letras Fiscales de Liquidez (LEFIs), cuyo emisor será el Tesoro. Es decir, para obtener rentabilidad, los bancos no colocarán su liquidez excedente en pasivos remunerados del Banco Central, sino que comprarán estas letras. La tasa de esas letras será fijada por el BCRA.

La diferencia sustancial con la situación actual (pases pasivos) es que el Tesoro no cuenta con la potestad de emitir y estos intereses sólo podrá pagarlos con superávit fiscal. Entonces, en concreto, esta medida implica más ajuste. La recaudación tributaria tiene que alcanzar no solamente para pagar el gasto público y los intereses de la deuda del gobierno, sino también los intereses de estas Letras Fiscales de Liquidez. El monto anual de intereses, tomado la actual tasa de política monetaria (40% TNA), representa aproximadamente un 1% del PBI, considerando solo el stock remanente de \$11,5 billones de pases (a eso hay que adicionar el costo fiscal de las LECAP).

Las LEFIs fueron emitidas por el Tesoro y entregadas al BCRA, a través de un canje por otros instrumentos. Es decir, el Banco Central tenía en su cartera otros títulos del Tesoro, que cambió por las LEFIs. Cuando, a partir de este lunes 22/7, el BCRA no renueve los pases, los bancos no tendrán alternativa que adquirir las LEFIs. En ese sentido, funcionará de manera muy similar a los pases: el dinero será absorbido por el Banco Central y, cuando un banco necesite liquidez, puede venderle la LEFI al Banco Central a valor técnico (es decir, al valor que la letra tiene de acuerdo con sus condiciones de emisión). En ese caso, el Banco Central emitirá para comprar la LEFI, pero desde la óptica del gobierno esto no es un problema: no se trata de nuevo dinero, sino de dinero que ya estaba en la economía, reciclado en una LEFI. El problema, siempre desde la visión oficial, es la emisión que generan los intereses (eso sí es “dinero nuevo”), que ya no ocurrirá: el Tesoro deberá depositar en el BCRA los intereses devengados periódicamente.

El fin de la acumulación de reservas

El sábado 13 de julio, el ministro de economía [anunció vía twitter](#) que “se cierra la última canilla de emisión monetaria (...) Es decir, si el BCRA comprara dólares en el MULC, la emisión de pesos equivalente será esterilizada con la venta de dólares equivalentes en el mercado de contado con liquidación”. Si bien en repetidas ocasiones (incluso en la mencionada conferencia de prensa del 28/6), el gobierno había afirmado que la emisión por este motivo no iba en contra de su programa, sino que era “emisión genuina” porque los nuevos pesos se encontraban respaldados por los dólares acumulados; ahora decide avanzar en eliminar también esta fuente de emisión.

Veamos cómo funciona lo anunciado. Para controlar el tipo de cambio oficial, el BCRA opera diariamente en el mercado de dólar oficial (llamado MULC). Cuando la oferta de dólares (por exportaciones de bienes y servicios, o eventualmente inversiones o nuevo endeudamiento) supera a la demanda de dólares (para importaciones de bienes y servicios, pago de intereses y amortizaciones de deuda, remisión de utilidades y dividendos, entre otros) el BCRA compra esos dólares, para evitar que se aprecie la moneda (es decir, que el tipo de cambio caiga producto del exceso de oferta). Esta es la vía por la cual el BCRA acumula reservas internacionales. Esos dólares el BCRA los compra ni más ni menos que con emisión monetaria: le da pesos a los exportadores (o al oferente de dólares del que se trate), a cambio de los dólares que quedan en las reservas.

El anuncio del ministro implica que el BCRA saldrá a absorber (se dice “esterilizar”) esos pesos, a través de la venta de dólares en el mercado de contado con liquidación (CCL). Entonces, si el BCRA compra 1 USD en el mercado oficial y emite \$927 (tipo de cambio oficial), deberá vender dólares para absorber esos pesos. Como el tipo de cambio CCL supera al oficial (\$1.330), alcanzará con que venda USD 0,7 (si con 1 USD compra \$1.330 al CCL, con USD 0,7 compra los \$927 que emitió). De esta manera, acumulará en sus reservas solo USD 0,3.

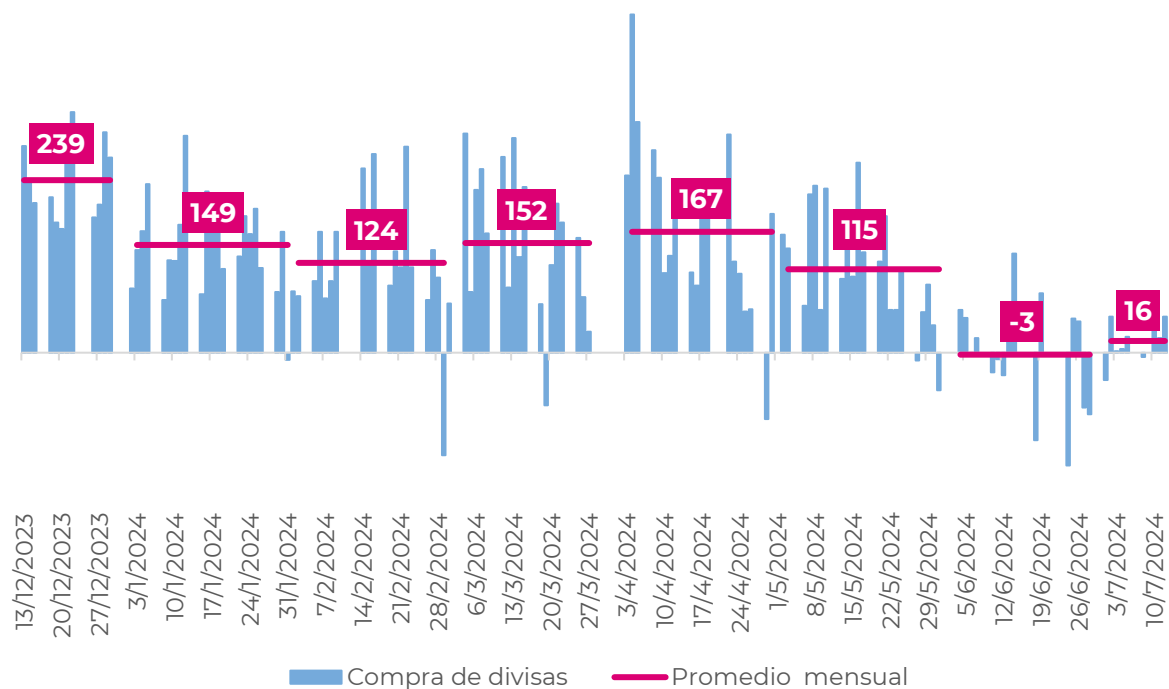
Es decir que, mientras haya una brecha cambiaria entre el dólar oficial y el dólar financiero (MEP o CCL), la cantidad de dólares vendidos sería menor a los comprados, y existiría una diferencia que se conservaría en las Reservas. Sin embargo, se trata de una acumulación de reservas marginal, a un ritmo mucho menor del que necesita la economía argentina. Recordemos que acumular reservas en los momentos de superávit externo es fundamental para: 1) mostrar solidez y poder controlar el tipo de cambio sin que se produzca una corrida cambiaria, 2) poder sostener la producción y el crecimiento económico en momentos de déficit externo, 3) poder afrontar los enormes compromisos de deuda que el país tiene por delante, 4) levantar el cepo sin un alto riesgo de sufrir una corrida cambiaria.

Estimamos que, de haber aplicado esta política desde el momento de asumir, el Banco Central hubiera comprado USD 3.230 millones en el mercado de cambios, en vez de los USD 17.350 millones que compró hasta el 12/7. Lo cierto es que se trata de un costo a pagar demasiado alto, en pos de un objetivo de cortísimo plazo: controlar la brecha cambiaria. La otra cara de la moneda de esta medida es que, al intervenir en el mercado MEP o CCL con oferta de dólares, el BCRA podrá contener el crecimiento del dólar paralelo y su impacto en la inflación. Paradójicamente, a mayor brecha, más tenue será la intervención: hacen falta menos dólares para absorber la misma cantidad de pesos.

Vale la pena intentar identificar cuánto volumen nuevo generaría esta intervención en la cotización de los dólares financieros. En el siguiente gráfico, se observa que en junio el promedio diario de dólares comprados en el MULC por el Banco Central fue levemente negativo, mientras que en lo que iba de julio hasta el anuncio de la medida ascendía a 16 millones. Este monto no es suficientes para reducir la brecha

y, para incrementarlo, se precisa un aumento en la liquidación de los exportadores, que en los últimos meses fue a cuenta gotas.

Gráfico 2. Compras diarias de divisas del BCRA en el MULC desde el cambio de gobierno. En millones de USD.

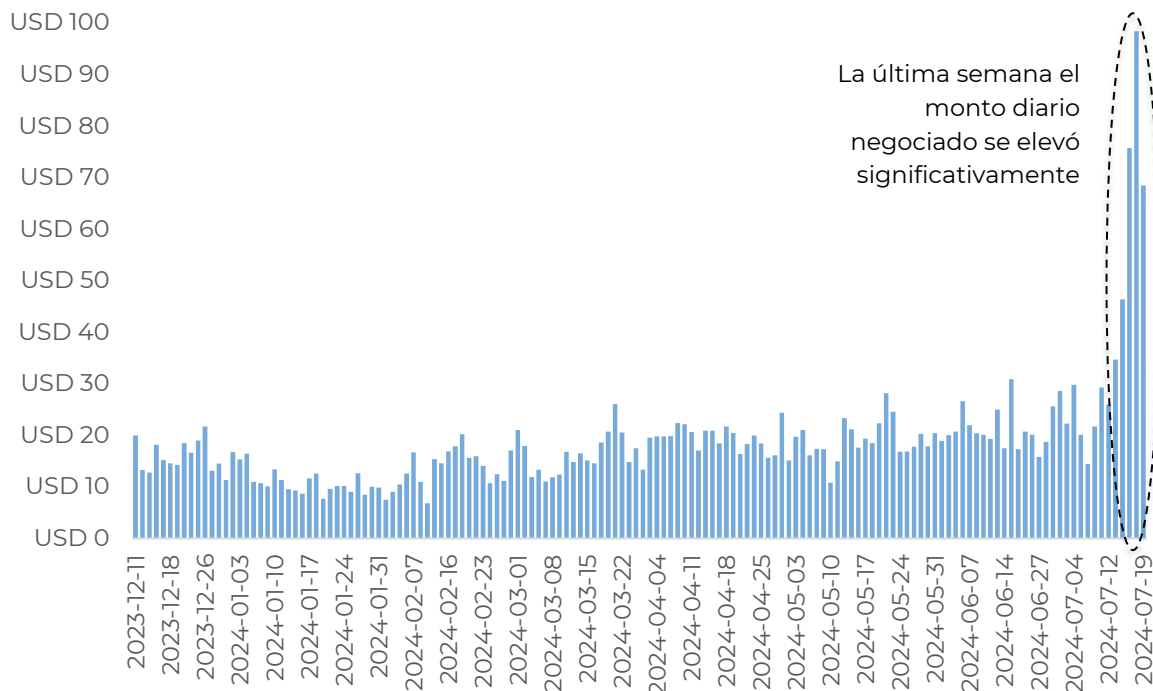


Fuente: BCRA.

Evidentemente, una intervención de esta magnitud tenía sabor a poco y, más tarde, el gobierno [salió a aclarar por twitter](#) que la medida es “retroactiva”: van a esterilizar todos los pesos emitidos por acumulación de reservas desde mayo. Se trata de \$2,5 billones de pesos, unos USD 2.000 millones. Lo harán de manera discrecional, no es que cada día tienen que ofrecer exactamente lo que compraron el día anterior.

A partir del anuncio, el dólar paralelo respondió con caídas significativas: el CCL retrocedió casi un 10% entre lunes y martes. Sin embargo, esa mejora no duró mucho. Subió un 3,3% entre el martes y el viernes, a pesar de la notoria intervención oficial. El gráfico a continuación muestra el monto negociado del bono AL30D desde el cambio de gobierno. Los montos de la última semana fueron especialmente elevados, lo que permite tener una referencia de la magnitud de la intervención oficial. Recordemos que la manera de intervenir en el dólar MEP o CCL es comprando con dólares y vendiendo en pesos un bono que cotiza en ambas monedas, típicamente el AL30.

Gráfico 3. Monto diario negociado de AL30D desde el cambio de gobierno. En millones de USD



En paralelo, cayó la cotización de los bonos en dólares y subió el riesgo país. Los bonos caen porque la señal de que no se van a acumular reservas es muy mala para los tenedores de bonos: es más difícil que el país pueda cumplir sus compromisos de deuda. Quizás para intentar contrarrestar este impacto, el gobierno anunció el domingo 14/7 que se comprometía a comprar al BCRA los dólares por el equivalente al superávit fiscal del primer semestre, para depositarlos en una cuenta fiduciaria en EEUU y garantizar el pago de intereses de la deuda en dólares que vence en enero de 2025. Esta medida deja a las reservas internacionales netas en terreno negativo, con lo cual era poco esperable que trajera tranquilidad de los inversores.

El vencimiento de enero no solo incluye intereses (cuyo pago está garantizado por la mencionada compra de dólares por parte del Tesoro), sino también capital. Milei afirmó que van a tomar nueva deuda para pagar ese capital (rollover) pero, en caso de no lograrlo, tomarán un Repurchase Agreement (REPO). Es decir, pedirán dólares prestados poniendo en garantía algún activo. En ese marco, trascendió que enviaron a Londres 6 toneladas de oro (por un valor de 500 millones de dólares), activo del BCRA que podría ser utilizado como garantía para esta operación. Si bien este tipo de operación no debería presentar riesgos, algunos analistas advirtieron sobre la posibilidad de que el oro sea embargado (en el marco de las causas que el país enfrenta en tribunales internacionales, como la de la expropiación de YPF). Además, en caso de pedir un préstamo en dólares (REPO) y no poder pagarlo, el prestamista se queda con el oro puesto como garantía.

Conclusiones

Entendemos que estas medidas tienen dos objetivos, uno de corto y otro de mediano plazo.

En el corto plazo, la medida de esterilizar los pesos emitidos por compra de divisas en el MULC se encuadra en un intento por reducir la brecha cambiaria. El gobierno espera evitar así una nueva aceleración de la inflación. Busca que esta siga bajando hasta converger al crawling peg (ritmo de aumento del tipo de cambio oficial, 2% mensual). Esto le daría cierto aire, a la espera de un ingreso de divisas ya sea desde Organismos Internacionales (¿nuevo acuerdo con el FMI?), o por el blanqueo de capitales y las inversiones que puedan llegar por el Régimen de Incentivos a las Grandes Inversiones (RIGI). Este eventual ingreso de divisas le permitiría al gobierno pensar en levantar el cepo, sin exponerse a una alta probabilidad de una corrida cambiaria. Necesita que la brecha cambiaria se mantenga a raya hasta ese momento, no solo para que continúe el proceso desinflacionario, sino también para que la eventual unificación cambiaria no implique un salto discreto del tipo de cambio demasiado grande que pueda disparar la inflación otra vez.

En el mediano plazo, el objetivo es que la cantidad de pesos en la economía quede fija y habilitar la tan anunciada “competencia de monedas”: el levantamiento de restricciones cambiarias y posibilidad de realizar transacciones en cualquier moneda. El gobierno avanza de forma decidida en eliminar todas las fuentes de emisión de pesos, como primer paso.

El ministro Caputo afirma que la escasez de pesos, conjugada con una demanda de pesos asegurada para el pago de impuestos, permitirá que el peso recupere valor y se vuelva la moneda fuerte. En twitter, llegó a decir que los argentinos tendrán que vender sus ahorros en dólares (un stock) para pagar los impuestos en pesos (un flujo).

Si bien comparte con el ministro la idea de que la re-monetización de la economía vendrá por los dólares que están “abajo del colchón”, Javier Milei podría tener otros planes en la cabeza respecto del futuro del peso. Basándose en el economista austríaco Friedrich Hayek, quien afirmó que la moneda buena (la más estable, el dólar en este caso) desplaza a la mala en un contexto de tipo de cambio flexible, el presidente podría considerar que se trata de un primer paso para reducir el peso a su mínima expresión, cerrar el Banco Central y, luego, dolarizar la economía.