

## LA ARITMÉTICA ELECTORALISTA DEL BANCO CENTRAL\*

*Federico Ferrelli Mazza\*\**

**Resumen:** Este trabajo tiene por objeto presentar una cronología del deterioro patrimonial del Banco Central de la República Argentina (BCRA) desde la salida de la convertibilidad, haciendo hincapié en el fenómeno de dominancia fiscal. Se aborda la taxonomía del plan de la autoridad monetaria, basado en premisas electorales, y sus consecuencias negativas en materia de dinámica cambiaria.

**Abstract:** This work presents a chronology of the asset deterioration of the Argentine Central Bank (BCRA) since the end of the monetary convertibility system, by emphasizing the phenomenon of fiscal dominance. It analyses the taxonomy of the plan of the monetary authority, based on electoral premises, and it addresses its negative consequences on the exchange rate dynamics.

De acuerdo a los datos del Banco Central de la República Argentina (BCRA), para septiembre de 2015 la entidad poseía “monedas por fuera de la canasta DEG” por un valor de USD 11.376 millones (Mn). Ese mismo ítem en septiembre de 2014 ascendía a USD 12 millones, es decir la diferencia (USD 11.364 Mn) corresponde al swap de monedas celebrado entre el BCRA y el Banco Popular de China. En el mismo lapso el BCRA financió al Tesoro por USD 20.500 millones; se desprendió, vía dólar ahorro, de USD 6.154 millones; el nivel contable de reservas creció en USD 5.000 millones, y el tipo de cambio nominal de depreció 10%. Queda

---

\* El autor desea agradecer los comentarios de Nicolás Kerst, Iván Carrino, Leandro Marcarian, Javier Milei, Gonzalo Basante Pereira y Leandro Potrino.

\*\* Licenciado en Economía (UADE). Candidato a Magister en Economía (UCEMA). Email: ferrelli.mazza@gmail.com

claro que la estrategia del BCRA, originada en premisas electorales, fue financiar al Tesoro, abastecer la demanda de dólar ahorro, devaluar lo menos posible, mantener el nivel de reservas y financiarlo con deuda a corto plazo en dólares. Por supuesto, los almuerzos nunca son gratis: esta “política” se financiaría con devaluaciones futuras crecientes conforme se extendía la implementación de la estrategia.

Lo anterior queda de manifiesto en la siguiente secuencia: 1) el BCRA financia al Tesoro con emisión, 2) los nuevos pesos se van a demanda de dólar ahorro y 3) suple la caída de reservas con el swap cambiario. De esta manera, al final del día el BCRA destruye cualitativamente su patrimonio a través de incorporar un activo en pesos (adelantos transitorios) contra un pasivo en dólares (swap cambiario), es decir, deteriora sistemáticamente su activo neto en dólares. Finalmente, este deterioro de la posición financiera externa neta del sector público consolidado exige un mayor tipo de cambio real que, dada la tasa de inflación, demanda un mayor tipo de cambio nominal.

Este trabajo tiene por objeto analizar dicha dinámica. Así, en la primera parte se realiza una cronología del deterioro patrimonial del BCRA desde la salida de la convertibilidad haciendo hincapié en el fenómeno de dominancia fiscal. En la segunda parte se aborda la taxonomía del “plan de aguante” de la autoridad monetaria basado en premisas electorales y sus consecuencias en materia de dinámica cambiaria.

## **I. Cronología del deterioro patrimonial del BCRA**

### ***La salida de la convertibilidad y la respuesta política***

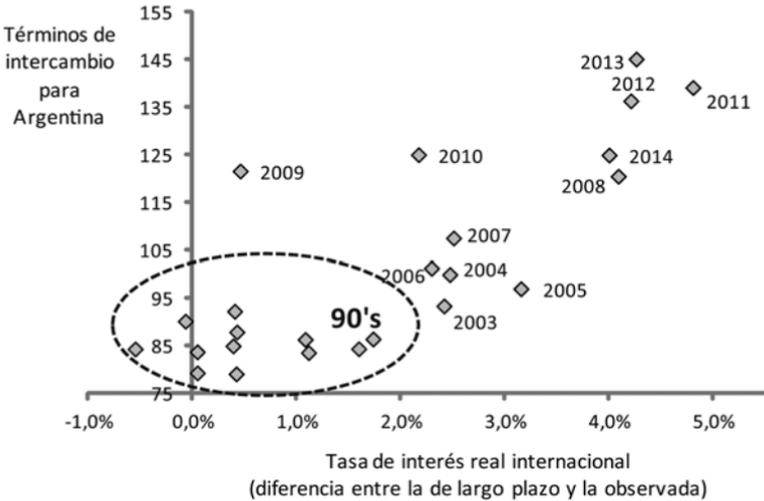
La salida de la convertibilidad representó (y todavía representa) un importante desafío para el funcionamiento institucional de la Argentina. Sin embargo, la entrada de China a la OMC, la debilidad del dólar, el impresionante aumento de los términos de intercambio, la llegada de Bernanke a la presidencia de la FED, las tasas de interés más bajas de los últimos setenta

años y los programas de relajamiento monetario de los bancos centrales más importantes del mundo dieron lugar a una continua mejora del escenario internacional que transformó lo que parecía ser un futuro sombrío en un escenario promisorio para las economías emergentes, sobre todo para la Argentina (ver gráfico 1).

Ante este nuevo estado de situación, los países emergentes debieron rediseñar sus políticas públicas para afrontar la cambiante coyuntura. Naturalmente, ese diseño dependió de la interpretación del nuevo fenómeno: mientras en la mayoría de los países la mejora en las condiciones internacionales se interpretó como transitoria (en virtud de lo cual se afianzaron los sistemas de *inflation targeting* y se controló la política fiscal), en la Argentina los datos hacen suponer que el fenómeno mundial se interpretó como permanente.

En el año 2003 el poder político que asumió el gobierno en la Argentina se encontró con superávit fiscal y de sector externo (denominados “superávits gemelos”), un tipo de cambio real por encima del de equilibrio

**Gráfico 1. Contexto internacional**



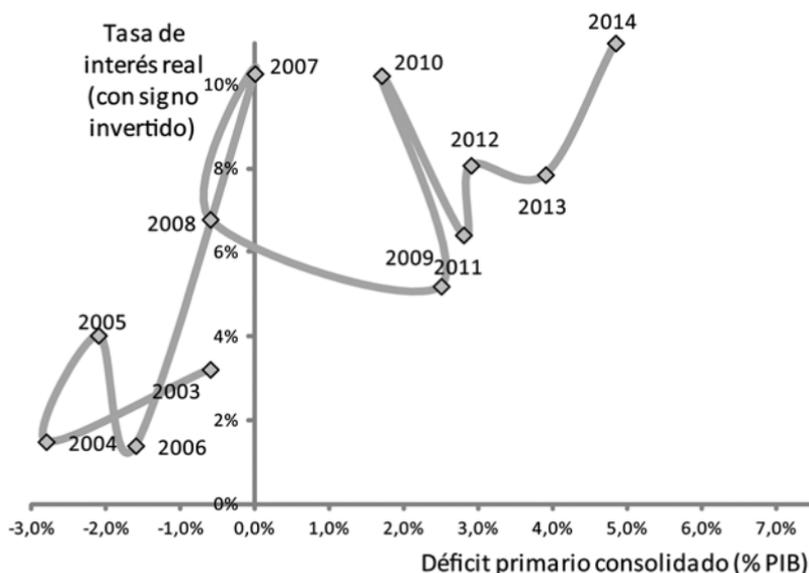
Fuente: Elaboración propia en base a la Reserva Federal (EE.UU.) y el Ministerio de Economía de la Nación Argentina (MECON).

y una inflación controlada. Así las cosas, el gobierno argentino podía optar por apreciar nominalmente el peso de forma que la tasa de inflación comenzara a ceder, bajaran las tasas de interés domésticas y se fortaleciera el mercado interno. De esta manera, con el peso cada vez más fuerte y las tasas de interés en baja, la solución al problema de la deuda pública se hubiese simplificado. Adicionalmente, tal situación hubiese recompuesto parcialmente el precio relativo de los servicios públicos eliminando en parte la necesidad de financiarlos vía subsidios y hubiese ayudado, también, a aumentar la inversión necesaria para asegurar el mantenimiento y posterior expansión de la capacidad productiva que la Argentina tenía hacia fines de 2001.

Por otra parte, la estrategia alternativa elegida por el gobierno consistió en implementar un sistema/modelo de metas para el tipo de cambio real. Sin embargo, un modelo que persigue una meta de tipo de cambio real, en línea con la regla Tinbergen necesitará contar con dos instrumentos independientes de política, ya que el objetivo implica trabajar tanto sobre el tipo de cambio nominal como sobre el nivel de precios. En función de lo anterior resulta claro que un modelo de metas para el tipo de cambio real requiere sumar a la política monetaria (que controla el tipo de cambio nominal) un instrumento que permita controlar a la demanda de bienes de modo tal que no existan presiones sobre el nivel de precios: la política fiscal debería jugar un rol clave actuando de manera contracíclica. Así, el exceso de oferta de dinero fruto de la intervención en el mercado de cambios debería tener como contrapartida un aumento del resultado fiscal para absorber el excedente de pesos y con ello evitar la suba de precios que llevaría al tipo de cambio real a su nivel de equilibrio original. En definitiva, un sistema de metas para el tipo de cambio real implica una decisión sobre el nivel de austeridad fiscal.

Como se sabe, la política fiscal no respetó su compromiso y en lugar de mostrar un sesgo contractivo para moderar el impacto en precios, se mostró fuertemente expansiva. Esto es, no sólo no aumentó el superávit en los niveles consistentes con las metas del tipo de cambio real sino que además redujo el resultado llevándolo hasta una situación de déficit. En

**Gráfico 2.** Sesgo expansivo de la política económica (2003-2013)



Fuente: Elaboración propia en base a MECON y BCRA.

este sentido, el eje de abscisas del gráfico 2 refleja el fuerte sesgo expansivo del gasto público.

Naturalmente, en este contexto fuertemente expansivo tanto de la política monetaria como de la política fiscal, en la medida en que se fue cerrando el *output gap*, los precios comenzaron a crecer y la moneda comenzó a mostrar una tendencia a su apreciación real, lo cual debilitó los números externos de la economía pese a contar con el mejor contexto internacional de la historia.

Al mismo tiempo, el profundo deterioro de las cuentas fiscales y la falta de acceso a diversas fuentes de financiamiento, llevó al gobierno a la decisión de monetizar el déficit fiscal, lo cual aceleró la tasa de inflación y generó un drenaje de reservas que derivó en la implementación del cepo cambiario.

## *Dominancia fiscal*

Como es sabido, entre el 2003 y el 2015 el gasto público consolidado creció fuertemente. De hecho, pese a que la presión tributaria consolidada se incrementó fuertemente, el resultado fiscal se deterioró sistemáticamente. El punto clave para entender la evolución del deterioro fiscal es la política de subsidios. En este marco, los subsidios aumentaron 38 veces, pasando de \$3.300 Mn (2005) a \$130.000 Mn (2013).

En su irrefrenable pulsión fiscal, el gobierno recurrió a las retenciones al agro y a la estatización de los fondos privados de pensión (AFJP) primero, y luego desembarcó en el BCRA. A principios de 2012, ante la complacencia de su Presidenta Mercedes Marcó del Pont, se reformó la Carta Orgánica de la entidad monetaria con el objeto de eliminar las últimas restricciones que ponían freno a la profundización de la dominancia fiscal. En resumen, la nueva carta orgánica amplió la posibilidad de financiar al sector público vía adelantos transitorios (12% de la base monetaria + 20% de los recursos fiscales de los últimos 12 meses), eliminó la regla de cálculo de las reservas consideradas de libre disponibilidad y dio al BCRA el mandato de cinco objetivos,<sup>1</sup> cuando la prescripción de política económica señala que a cada objetivo le debe corresponder un instrumento. Estas modificaciones dieron marco legal a la amplificación de dos fenómenos que ya se verificaban desde 2010: la recaudación del impuesto inflacionario para financiar al modelo (ver gráfico 3) y la implementación del programa de desendeudamiento.

Adicionalmente al “fondeo” en pesos que recibió el Tesoro por parte del BCRA también se puso en marcha el Fondo del Desendeudamiento Argentino mediante el cual el Tesoro cancelaría sus compromisos en dólares a través de la colocación de una letra intransferible al BCRA a cambio de divisas. Así, bajo esta “ingeniería” el activo de la autoridad monetaria contenía (al 30/09/2015) letras intransferibles por un valor de USD 64.5 miles de millones (MM), lo cual equivalía al 42% de su activo total o al 194% de su nivel de reservas.

**Gráfico 3. Dominancia fiscal (Estado nacional)**



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y MECON.

### ***La consecuencia lógica: el deterioro patrimonial del BCRA***

En definitiva, la dinámica fiscal “tironeó” el pasivo del BCRA para financiar el faltante en pesos mientras que deterioraba la calidad del activo para cancelar las necesidades en moneda extranjera.

El Cuadro 1 pone de manifiesto el impacto de la dominancia fiscal en términos del balance del Banco Central. Así, para fines de 2014 la autoridad informó un patrimonio neto del orden de los USD 12.7 MM. Sin embargo, bajo la óptica de análisis aplicada para cualquier institución financiera, el BCRA estaría quebrado: el patrimonio relevante fue negativo en USD 70,6 MM una vez que se corrige por letras intransferibles y adelantos transitorios.

Naturalmente, la contracara de ese fenómeno son los ratios de cobertura: en su medición más laxa, para fines de 2014, las reservas sólo cubrieron el 58% de la base monetaria y el tipo de cambio de cobertura se situó en \$14.72.

**Cuadro 1. Deterioro patrimonial del BCRA**

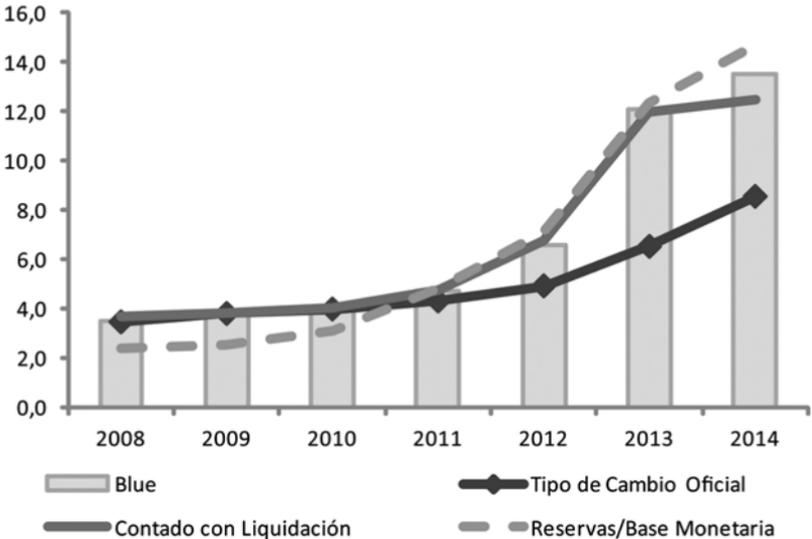
	Miles de Millones de USD							
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>I - Activo</b>	<b>71,9</b>	<b>77,3</b>	<b>79,3</b>	<b>94,1</b>	<b>100,6</b>	<b>116,0</b>	<b>110,9</b>	<b>129,9</b>
a- Reservas	46,2	46,4	48,0	52,2	46,4	43,3	30,6	31,4
b-Títulos Públicos	1,6	2,7	3,8	5,1	3,8	5,3	3,4	2,5
c-Letras Intransferibles	9,7	9,7	9,6	16,1	25,7	33,5	42,9	53,8
d-Adelantos Transitorios	6,8	7,7	9,6	11,6	15,6	26,0	28,0	29,4
Otros Activos	7,6	10,9	8,4	9,2	9,1	8,0	6,0	12,8
<b>II-Pasivo</b>	<b>62,4</b>	<b>68,5</b>	<b>66,3</b>	<b>84,4</b>	<b>92,0</b>	<b>103,6</b>	<b>94,4</b>	<b>117,2</b>
En USD	5,7	8,3	9,9	10,9	7,7	9,5	10,9	8,3
e-Depósitos del Sector Financiero	2,7	5,0	7,3	9,8	5,7	8,5	10,7	8,1
f-Préstamos del BIS y Otros	3,0	3,3	2,5	1,0	2,0	1,0	0,2	0,2
En Pesos	31,5	40,6	46,1	54,9	74,1	85,8	77,0	94,9
g-Base Monetaria	31,5	31,7	32,2	40,3	51,8	62,5	57,9	54,1
h-Letras y Notas	0	8,9	13,9	14,6	22,3	23,3	19,1	40,8
Otros Pasivos	25,2	19,7	10,3	18,6	10,1	8,3	6,6	14,0
<b>Patrimonio Neto Oficial (I-II)</b>	<b>9,5</b>	<b>8,8</b>	<b>13,1</b>	<b>9,7</b>	<b>8,7</b>	<b>12,5</b>	<b>16,5</b>	<b>12,7</b>
<b>Patrimonio Neto Relevante 1 (I-c-II)</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>3,5</b>	<b>-6,4</b>	<b>-17,0</b>	<b>-21,0</b>	<b>-26,4</b>	<b>-41,2</b>
<b>Patrimonio Neto Relevante 2 (I-c-d-II)</b>	<b>-7,0</b>	<b>-8,5</b>	<b>-6,1</b>	<b>-18,0</b>	<b>-32,6</b>	<b>-47,0</b>	<b>-54,5</b>	<b>-70,6</b>
<b>Ratio de Cobertura</b>								
Reservas/Base Monetaria	147%	146%	149%	129%	90%	69%	53%	58%
Tipo de Cambio Oficial	3,15	3,45	3,80	3,98	4,30	4,92	6,52	8,55
Reservas/Base Monetaria	2,15	2,36	2,55	3,07	4,81	7,10	12,33	14,72
<b>Tipo de Cambio Paralelo</b>								
Blue	3,16	3,48	3,83	4,07	4,68	6,55	12,05	13,50
Brecha	0%	1%	1%	2%	9%	33%	85%	58%
Contado con Liquidación	-	3,70	3,84	4,04	4,74	6,73	12,00	12,50
Brecha	-	7%	1%	2%	10%	37%	84%	46%
<b>Reservas/PIB</b>	<b>18%</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>	<b>14%</b>	<b>10%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>7%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

El otro aspecto de esta dinámica, la progresiva destrucción patrimonial del BCRA, sumado a la política inflacionaria para fondear las necesidades del modelo, afectó la demanda de dinero: durante el período 2004-2011 se dolarizaron portafolios por USD 84.631 Mn, sin embargo USD 71.181 Mn (es decir, el 84%) fueron demandados bajo la primera presidencia de Cristina Fernández de Kirchner. Así, en octubre de 2011 las nuevas autoridades económicas diseñaron e implementaron medidas de control de capitales que, entre otras cosas, eliminaron la posibilidad de adquirir divisas para atesorar.

La consecuencia lógica del cepo cambiario fue la aparición del mercado negro de divisas (dólar *blue*) y, dada la agudización del deterioro patrimonial de la autoridad monetaria, la brecha cambiaria se incrementó continuamente: los valores del dólar paralelo (en cualquiera de sus definiciones), evolucionaron estrechamente ligados al tipo de cambio de cobertura más laxo (Gráfico 4).

**Gráfico 4. Tipos de cambio y reservas**



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Por su parte, la aparición de la brecha cambiaria bajó el costo de oportunidad de realizar gastos en el exterior, de forma que el “ahorro” vía prohibición de atesoramiento fue más que compensado con pérdidas de divisas vía turismo, cancelación de deuda con el exterior y la caída de ingreso de divisas comerciales.

Consecuentemente, el drenaje de divisas del BCRA se agravó seriamente: para fines de 2014 la entidad contaba con USD 31.4 MM, lo cual representaba cerca del 60% del máximo nivel de la serie correspondiente a enero de 2011 (USD 52.6 MM).

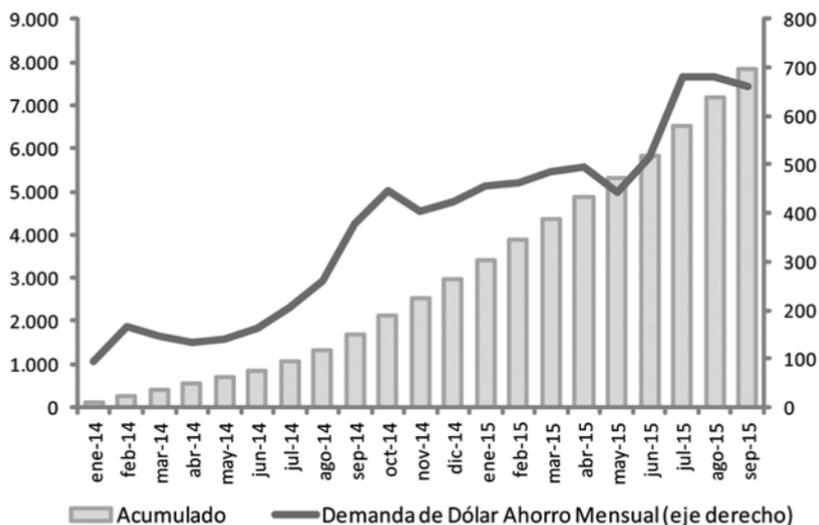
## II. El plan “aguante” y la lógica electoralista del BCRA

### *El dólar ahorro y el plan “aguante”*

La devaluación de principios del 2014 fue acompañada por una flexibilización sobre la demanda de dólar ahorro. En este sentido se “permitió” que los ahorristas adquieran una cuota mensual de divisas al tipo de cambio oficial más un adicional de 20% en concepto de adelanto de impuesto a las ganancias.<sup>2</sup> De esta manera, desde la implementación del programa hasta septiembre de 2015 se demandaron USD 7.8 MM cuya dinámica fue creciente mes a mes (ver Gráfico 5).

Así, parte de los pesos que el BCRA emitió para financiar al sector público entraron por otra ventanilla a cambio de dólares. Naturalmente esto fue posible gracias a que la autoridad monetaria no convalidó una mayor devaluación del tipo de cambio: como no se permitió que el desequilibrio ajuste por precios, entonces ajustó por cantidades y el BCRA cedió reservas para surtir la demanda de dólar ahorro. Cuando las reservas alcanzaron un nivel mínimo crítico (por ejemplo, este nivel puede ser de USD 30.000 Mn), nuevamente la autoridad monetaria optó por no ajustar el tipo de cambio y, en consecuencia, buscó fuentes alternativas de financiamiento: el BCRA hizo operativo USD 11.000 Mn de un swap financiero celebrado con el banco popular de China.<sup>3</sup> De esta manera

**Gráfico 5. Dólar Ahorro en Millones de USD**



Fuente: Elaboración propia en base a AFIP.

surgió una brecha entre las reservas “contables” y netas del swap cambiario (ver Gráfico 6).

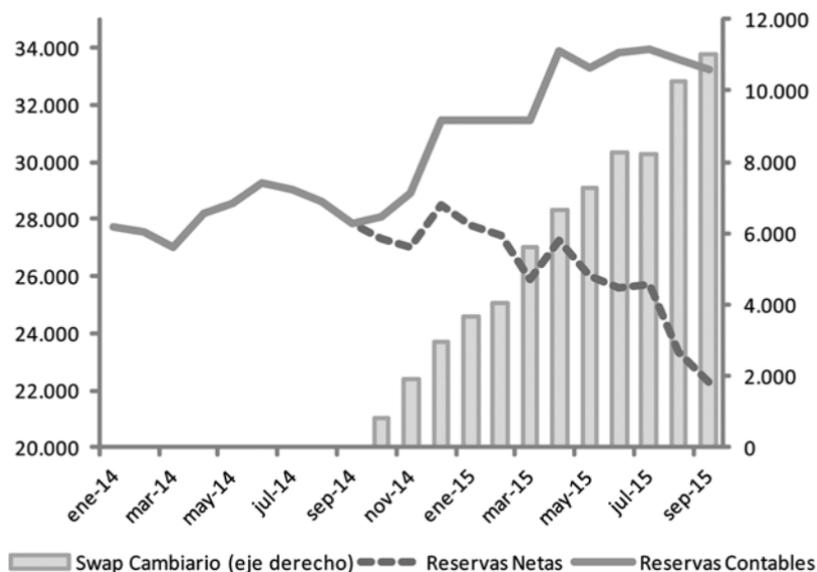
A continuación se presenta un cuadro resumen (Cuadro 2) sobre la evolución de las diferentes variables relevantes desde enero de 2014 hasta septiembre de 2015, es decir, durante la vida del programa “dólar ahorro”. A su vez este período se separa en dos: antes y después del swap con el Banco Popular de China.

Durante el primer período la devaluación nominal fue superior a la inflación (medidas en términos anuales al final del período en cuestión); se demandaron en promedio USD 188 Mn mensuales en concepto de dólar ahorro (USD 1.691 Mn en total), y las reservas del BCRA crecieron a razón de USD 13 Mn por mes.

Sin embargo, la dinámica del segundo período fue radicalmente opuesta. Descendieron tanto la devaluación como la inflación, pero la caída de

la segunda fue sensiblemente menor que la de la primera. Así, la demanda por dólar ahorro creció fuertemente hasta los USD 513 Mn promedio por mes, y las reservas (netas del swap) cayeron a razón de USD 420 Mn

**Gráfico 6.** Evolución de la Reservas y el Swap Cambiario



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

**Cuadro 2.** Dinámica en tiempos de “dólar ahorro”

Evolución de variables durante el programa de “dólar ahorro”	Periodo		
	enero 2014 a septiembre 2015	enero 2014 a septiembre 2014	octubre 2014 a septiembre 2015
Dólar Ahorro (Mn USD)	7.845	1.691	6.154
Promedio Mensual (Mn USD)	374	188	513
Nivel Promedio de Reservas (Mn USD)	30.407	28.203	32.060
Variación de Res. Netas de Swap (Mn USD)	-5.491	117	-5.037
Promedio Mensual (Mn USD)	-261	13	-420
Devaluación Nominal i.a. (fin del periodo)	12%	46%	12%
Inflación i.a. (FIEL, fin del periodo)	27%	42%	27%

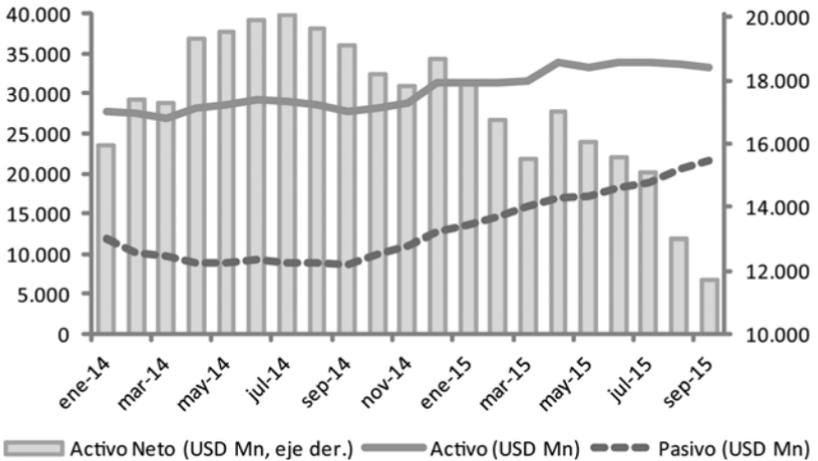
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA, AFIP y FIEL.

mensual. Nótese, sin embargo, que el nivel (contable) de reservas promedio de este período fue superior al del primer período, lo cual es consecuencia de la utilización del swap cambiario.

En el fondo, el BCRA estaba destruyendo cualitativamente su patrimonio: 1) financió al Tesoro con emisión<sup>4</sup> (aumento del activo y pasivo en pesos), 2) los nuevos pesos fueron a demanda de dólar ahorro (cayeron el pasivo en pesos y el activo en dólares), y 3) supliendo la caída de reservas con el swap cambiario (aumentó el activo y el pasivo en dólares). De esta manera, al final del día la autoridad monetaria incorporó un activo en pesos (adelantos transitorios) contra un pasivo en dólares (swap cambiario) de manera que deterioró sistemáticamente su activo neto en dólares (ver Gráfico 7).

Para resumir, queda claro que la estrategia del BCRA, originada en premisas electorales, fue financiar al Tesoro, abastecer la demanda de dólar ahorro, devaluar lo menos posible, mantener el nivel de reservas y cubrirlo con deuda a corto plazo en dólares. Por supuesto, tamaña inconsistencia

**Gráfico 7. Fuerte Deterioro Patrimonial del BCRA**



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

temporal refleja el hecho de que los almuerzos no son gratis: tal “política” se financió con devaluaciones futuras crecientes conforme se extendía la implementación de la estrategia.

### *La aritmética electoralista del BCRA*

Para esquematizar el argumento presentado en la sección anterior téngase en cuenta que los activos netos en moneda externa ( $AN$ ) del BCRA se componen de las reservas<sup>5</sup> ( $R$ ) menos los pasivos ( $D$ )

$$AN = R - D$$

Dado que el BCRA procuró mantener inalterado el nivel de reservas ( $\dot{R} = 0$ ) entonces los activos netos cambiarían en la misma magnitud que su stock de deuda (con signo inverso)

$$\dot{AN} = \dot{R} - \dot{D} = -\dot{D}$$

Asimismo, el BCRA estaba sujeto a la siguiente restricción de presupuesto:

$$TB(z) + i^*F + IED(z) - DA(z) + i^*AN = \dot{AN} \quad (1)$$

Siendo  $TB(z)$ : Balanza comercial de bienes y servicios,  $TB_z > 0$

$z$ : tipo de cambio real  $= \frac{EP_T}{P_{NT}}$

$E$ : tipo de cambio nominal,

$P_T$ : nivel de precios de bienes transables,

$P_{NT}$ : nivel de precios de bienes no transables

$i^*$ : tasa de interés internacional

$F$ : stock neto de activos en moneda externa (excepto BCRA)

$IED$ : inversión extranjera directa,  $IED'_z > 0$

$DA$ : demanda por dólar ahorro,  $DA'_z < 0$

La ecuación (1) puede expresarse de la siguiente manera:

$$DA(z) + i^*D - i^*R - CA(z) - IED(z) = \dot{D} \quad (2)$$

siendo  $CA(z) = TB(z) + i^*F$   
*cuenta corriente del sector privado y público no financiero*  
*(excluye al BCRA)*

Nótese que (2) es una ecuación diferencial de primer orden inestable, es decir

$$\frac{\partial \dot{D}}{\partial D} > 0$$

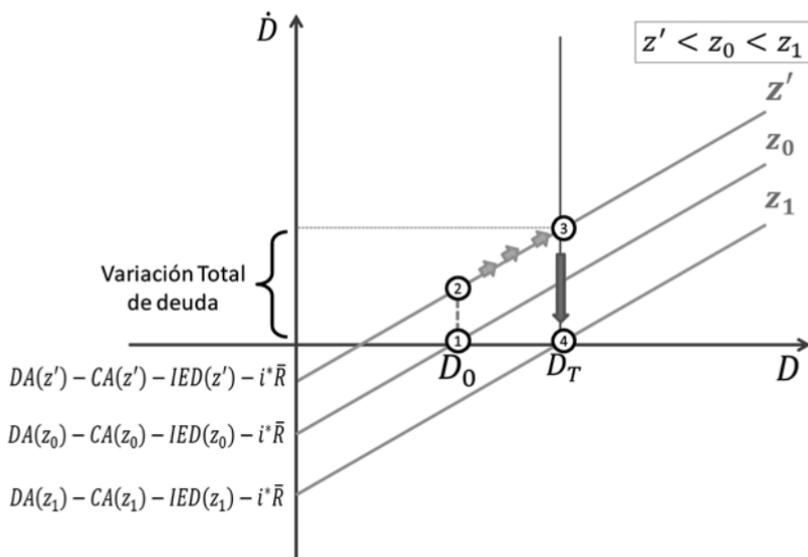
Lo cual implica que tal política no era sustentable, dado que las crecientes necesidades de financiamiento cubiertas con deuda se traducirían en una mayor exigencia para pagar los intereses que devengarán y, a su vez, exigirían un mayor endeudamiento. En otras palabras, la estrategia del BCRA fue explosiva y, tarde o temprano, exigiría una corrección.

El argumento anterior puede analizarse gráficamente (ver Gráfico 8). Volviendo a la ecuación (2), y partiendo desde un nivel de deuda  $D_0$  y un tipo de cambio real  $z_0$ , la situación patrimonial del BCRA está en equilibrio (punto 1). Ahora una apreciación real (por ejemplo desde  $z_0$  a  $z'$ ) genera que se deteriore la cuenta corriente y la entrada de IED al tiempo que aumente la demanda por dólar ahorro.

Así, el BCRA enfrentaba dos alternativas: (i) devaluar de manera que el tipo de cambio real volviera a su nivel inicial (se mantiene en el punto 1) o (ii) vender dólar ahorro, mantener estable el nivel de reservas, no devaluar y financiarlo con deuda (punto 2).

Nótese que la alternativa (i) implica un costo inmediato pero menor al comparado de dilatar la medida, es decir, tomar la medida (ii). El punto central es que la alternativa (ii) se logra a través de tomar niveles crecientes de deuda ( $\dot{D} > 0$ ) lo cual encontrará un tope de endeudamiento cuando  $D = D_T$

**Gráfico 8.** Estrategia del BCRA inestable



Fuente:

(punto 3). Una vez que el BCRA se ha quedado sin crédito, el equilibrio patrimonial de la autoridad monetaria exige que salte el tipo de cambio real tal que: (i) aumenta la cuenta corriente neta del sector público no financiero, (ii) aumente el ingreso de capitales vía inversión extranjera directa y (iii) se reduzca la demanda por dólar ahorro. Naturalmente, el salto en el tipo de cambio real será más grande cuanto mayor sea el stock de deuda incremental utilizado para financiar la fuga de capitales de los ahorristas. Ahora el equilibrio patrimonial del BCRA se alcanza en el punto 4 con  $z_1 > z_0 > z'$ .

Entonces, el BCRA pasa del equilibrio del punto 1 al equilibrio del punto 4 del gráfico 1 cambiando su estructura patrimonial a favor de un mayor stock de deuda, es decir, aumentando su apalancamiento. En el proceso el nivel de reservas se modifica.

Lo anterior implica que tanto en 1 como en 4 se verifica que  $\dot{D} = 0$ , esto es

$$i^*D_0 - i^*R - CA(z_0) + IED(z_0) - DA(z_0) \\ = i^*D_T - i^*R - CA(z_1) + IED(z_1) - DA(z_1)$$

Para obtener una especificación más general, nótese que partiendo de un nivel de deuda  $D_0$  el central financia su estrategia con dosis crecientes de deuda hasta alcanzar un stock  $D_T$ , tal que  $\Delta D = D_T - D_0$ . Ahora como debe verificarse que:

$$i^*D - i^*R = CA(z) + IED(z) - DA(z) \quad (3)$$

Entonces diferenciando totalmente (3) se obtiene:

$$i^*D + i^*\Delta D - i^*R - i^*\dot{R} = (CA'_z + IED'_z - DA'_z) \left[ \frac{(\dot{E}P_T + EP_T)P_{NT} - EP_T\dot{P}_{NT}}{P_{NT}^2} \right]$$

asumiendo  $i^* = \dot{P}_T = 0$

$$i^*\Delta D = (CA'_z + IED'_z - DA'_z) \left( \frac{\dot{E}P_T P_{NT} E}{P_{NT}^2} - \frac{EP_T \dot{P}_{NT}}{P_{NT}^2} \right) + i^*\dot{R}$$

$$i^*\Delta D = (CA'_z + IED'_z - DA'_z)(z_0 \gamma_E - z_0 \pi_{NT}) + i^*\dot{R}$$

$$\gamma_E = \frac{i^*\Delta D - i^*\dot{R}}{z_0(CA'_z + IED'_z - DA'_z)} + \pi_{NT}$$

Y como se asumió que el nivel de reservas se mantiene constante (es decir, están en un nivel mínimo crítico  $\bar{R}$ ), entonces

$$\gamma_E = \frac{i^*\Delta D}{z_0(CA'_z + IED'_z - DA'_z)} + \pi_{NT}$$

con  $\gamma_E$ : devaluación nominal y  $\pi_{NT}$ : inflación de los no transables

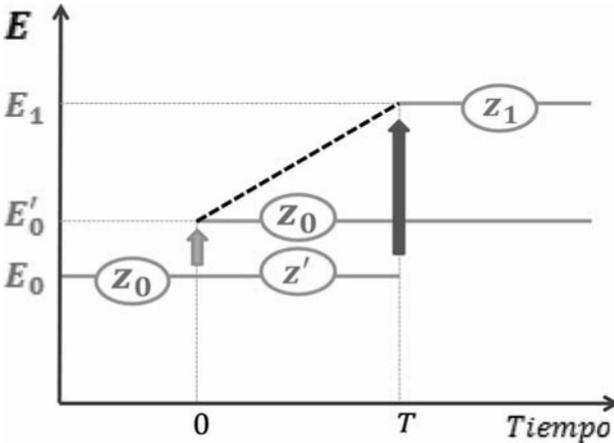
Así, la devaluación nominal necesaria para equilibrar la dinámica patrimonial del BCRA es tanto mayor mientras: (i) mayor sea el stock de deuda adicional que tomó para financiar su estrategia, (ii) menor sea el tipo de cambio real de inicio ( $z_0$ ), (iii) menor sea la respuesta de la cuenta corriente y la inversión extranjera directa ante variaciones en el tipo de cambio

real ( $CA'_2 + IED'_2$ ), (iv) menor sea la respuesta de la demanda de divisas por parte de los ahorristas ante variaciones en el tipo de cambio real ( $DA'_2$ ) y (v) cuanto mayor sea la tasa de inflación de los no transables.

Aquí nos importa la relación (i) dado que implica que el BCRA “evita” una devaluación presente a expensas de mayores devaluaciones futuras. El gráfico 9 permite trazar una imagen más clara de este fenómeno.

Cuando el gráfico 8 marca el equilibrio caracterizado por el punto 1, entonces la economía funciona con  $z_0$  y  $E_0$  y el stock de deuda del BCRA es  $D_0$ . Ahora, supóngase que aumenta el precio de los bienes no transables (como consecuencia, por ejemplo, de una política fiscal expansiva) de manera que cae el tipo de cambio real desde  $z_0$  hasta  $z'$ . Como se mencionó antes, el BCRA puede afrontar este desequilibrio de dos maneras: (i) si lleva el tipo de cambio nominal hasta  $E'_0$ , entonces el tipo de cambio real volvería a su nivel inicial  $z_0$  o (ii) si decide financiar la demanda de dólar ahorro vía endeudamiento entonces puede mantener el tipo de cambio nominal sin modificaciones a un valor  $E_0$ .

**Gráfico 9.** Evolución nominal derivada de la estrategia del BCRA



Fuente:

Sin embargo, eventualmente las líneas de financiamiento del BCRA se agotarán y, asumiendo que se pueda renovar los vencimiento de capital, la autoridad monetaria deberá afrontar los servicios de un pasivo mayor (y, dado que  $\dot{R} = 0$ , un menor activo neto) con los ingresos financieros que recibe en concepto de los servicios sobre su nivel de reservas y con el resultado de la cuenta corriente (neta del sector público financiero) más los flujos por IED. Nótese que aunque decida no seguir financiando la demanda de dólar ahorro, entonces esa demanda se desplazará hacia otra parte del mercado y, al final del día, será una fuente más de la demanda de divisas que tiene la economía.

En este punto, el tipo de cambio nominal que equilibra la dinámica patrimonial del BCRA es  $E_1$ , el cual arroja un tipo de cambio real  $z_1$  y permite que el stock de deuda de la autoridad monetaria sea  $D_T$ . Naturalmente, no es necesario llegar a la instancia de la falta total de crédito toda vez que el tipo de cambio nominal puede ajustarse sobre la trayectoria (es decir, mientras asciende el stock de deuda en su balance). Sin embargo, la línea negra punteada deja de manifiesto que conforme avance el tiempo se incrementa el gap devaluatorio necesario para alcanzar el equilibrio patrimonial.

Finalmente, la ecuación (4) permite hacer una evaluación adicional. En el marco de su estrategia, el BCRA inundó el mercado de futuros con el objeto de mantener la devaluación esperada por debajo del 30% anual. Así, al 28 de octubre de 2015 mantenía una posición abierta en futuros para 2016 cercana a los USD 20.000 Mn de los cuales el 55% expirarían durante el primer trimestre. De esta manera, el impacto sobre el precio de los no transables pondrá más presión sobre la devaluación nominal necesaria para alcanzar un tipo de cambio real “objetivo”, amplificando la inconsistencia inter-temporal de la política electoralista del BCRA.

## NOTAS

---

- 1 De acuerdo al artículo 3 de la nueva Carta Orgánica del BCRA, “el banco tiene por finalidad promover, en la medida de sus posibilidades y en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social”.

- 2 Además de esta variante se estipuló otra, mediante la cual el ahorrista no debía pagar el anticipo del Impuesto a las Ganancias si se comprometía a dejar colocados los dólares por el plazo de un año. Sin embargo, hacia el 8 de octubre de 2015, sólo el 8.6% de los dólares se adquirían a través de esta opción.
- 3 Adicionalmente, los funcionarios nacionales negociaron una ampliación de tal acuerdo con el objeto volver a llevar las reservas a un nivel “adecuado” luego del pago del BODEN 2015.
- 4 Durante el período relevante (enero 2014- septiembre 2015) el BCRA emitió vía sector público \$257 MM, de los cuales \$76 MM correspondían al primer período (\$8.4 MM promedio por mes) y \$181 MM al segundo período (\$15 MM promedio por mes). Esta dinámica estaba estrechamente relacionada con la observada en la venta de pesos por parte del público a cambio de dólar ahorro: en total esta cifra alcanzó \$83 MM siendo la parte correspondiente al primer período \$17 MM (\$1.9 MM promedio mes) y al segundo \$66 MM (\$5.5 MM promedio mensual).
- 5 Estrictamente el BCRA posee en su activo Letras Intransferibles del Tesoro originadas por el FONDEA. Sin embargo estos activos son de muy baja calidad y no poseen precio de mercado.