

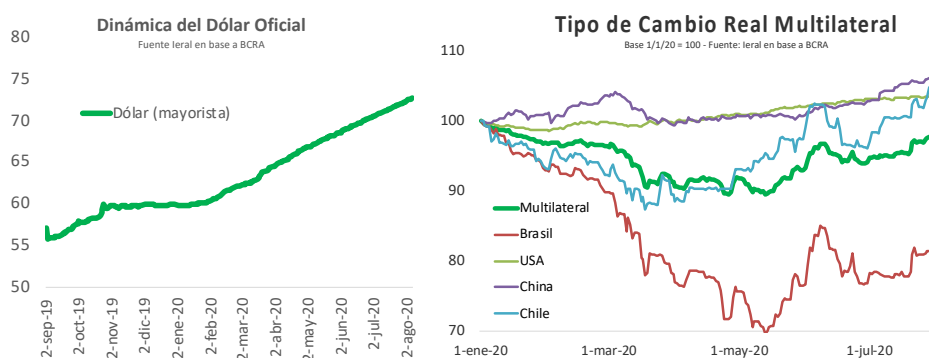
¿Una Deva más rápida o un salto cambiario?

Gustavo Reyes

Agosto 2020

Si bien el acuerdo con los principales tenedores de bonos bajo legislación extranjera representa una excelente noticia para la economía en general y para el mercado cambiario en particular, los desajustes macroeconómicos de nuestro país no permiten descartar un posible ajuste discreto en el tipo de cambio en los próximos meses.

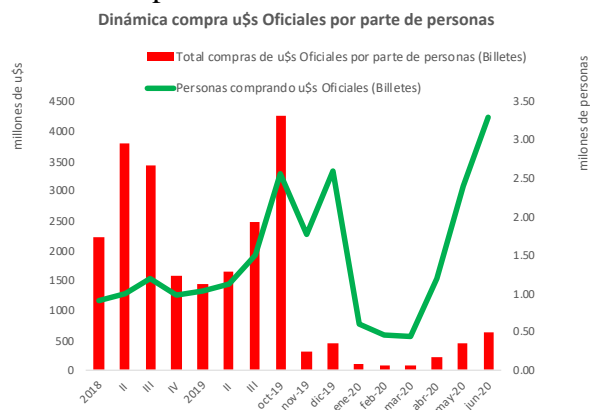
Desde mitad del mes de febrero aproximadamente, el Banco Central (BCRA) ha mantenido un ritmo devaluatorio prácticamente constante que permitió casi recuperar los niveles registrados por el Tipo de Cambio Real Multilateral a principios de año.



Sin embargo, la realidad presenta algunos indicadores muestran cierta inestabilidad en la actual política cambiaria:

- En uno de los períodos del año estacionalmente más importantes para las exportaciones, el BCRA no ha podido recomponer su stock de reservas internacionales a pesar del fuerte desplome en las importaciones, de las crecientes restricciones cambiarias, de haberse cerrado abruptamente el déficit de divisas por turismo debido a la pandemia y de no haber realizado ningún tipo de pago de bonos en los últimos meses debido al default.

- La magnitud de compras billetes del denominado dólar “turista” pasó de u\$s 92 millones en enero de este año con cerca de 600 mil personas realizando esta operación a casi u\$s 630 millones en junio pasado con operaciones realizadas por 3,3 millones de personas.



- La brecha cambiaria del dólar oficial respecto al denominado contado con liquidación pasó de un promedio del 28% en enero de este año a más del 60% en agosto.

Estos hechos sumados a la mayor inflación prevista para el segundo semestre del 2020 pueden llevar a que el Banco Central se encuentre en la disyuntiva entre acelerar el ritmo de devaluación o generar un nuevo salto cambiario.

¿Cuál es la diferencia entre un mayor ritmo devaluatorio y un salto cambiario?

La distinción entre una aceleración de la devaluación y un salto abrupto en el precio del dólar (oficial) ha sido largamente discutido en la literatura económica. Uno de los trabajos clásicos fue escrito por el economista argentino Guillermo Calvo a principios de los años 80's¹. En este trabajo, el citado autor explica que una aceleración de la tasa de devaluación puede dificultar la estabilización de precios ya que consolida y/o retroalimenta las expectativas inflacionarias y esto puede incluso terminar reduciendo las reservas del BCRA. En el caso del salto abrupto del tipo de cambio, si bien puede generar un aumento inicial en el nivel de precios, si se generan expectativas de que el shock es por única vez, puede terminar recomponiendo las reservas de la autoridad monetaria.

El salto cambiario al que se refiere Calvo en su artículo está relacionado a la propia decisión de la autoridad monetaria de cambiar el régimen cambiario y probablemente requeriría un plan de antinflacionario de shock consistente que logre anclar las expectativas. Ejemplos de este tipo de situaciones han sido implementadas en nuestro país durante el lanzamiento del plan de estabilización en junio de 1985 (Austral) y en abril de 1991 (Convertibilidad).

A lo largo de la experiencia de nuestro país podemos encontrar también numerosos ejemplos de saltos cambiarios que no han sido el resultado de la implementación de planes de shock sino, por el contrario, han ocurrido en forma intempestiva por las propias circunstancias del mercado cambiario. Entre este tipo de ejemplos se pueden citar los saltos cambiarios ocurridos en Argentina durante los últimos seis años y son los que analizan a continuación.

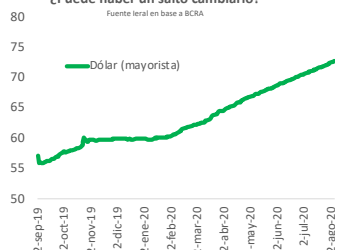
Los abruptos saltos cambiarios de los últimos años

Durante los últimos 6 años, nuestro país ha experimentado importantes saltos en el tipo de cambio en cuatro ocasiones:

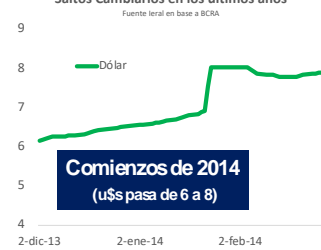
- a comienzos del 2014 (cuando el u\$s saltó de 6 a 8),
- a fines del 2015 (cuando se unificaron los tipos de cambio y el dólar oficial saltó de 9 a 13),
- en agosto de 2018 (cuando el u\$s aumentó de 28 a 40),
- en agosto de 2019 (cuando subió de 44 a 60).

¹ Calvo, G. (1981), "Devaluation: Levels versus rates", Journal of International Economics, Volume 11, Issue 2, pages 165-172.

¿Puede haber un salto cambiario?



Salto Cambiario en los últimos años



¿Puede haber un salto cambiario?

¿Cuáles fueron los “gatilladores” en los últimos saltos cambiarios?

Salto Cambiario en los últimos años



Salto Cambiario en los últimos años



Salto Cambiario en los últimos años



¿Tuvieron algún desencadenante en común los últimos saltos cambiarios?

Un clásico histórico que muchas veces ha gatillado saltos devaluatorios ha sido la presencia de un fuerte **atraso cambiario**. Si bien este desequilibrio resulta un importante componente para gatillar los saltos devaluatorios no resulta una condición “sine qua non” para los mismos. Prueba de ello es que de los últimos 4 episodios de saltos cambiarios en Argentina, en solamente en dos de ellos (enero 2014 y noviembre de 2015) existía un importante atraso en el valor del tipo de cambio real como puede apreciarse en el siguiente cuadro.

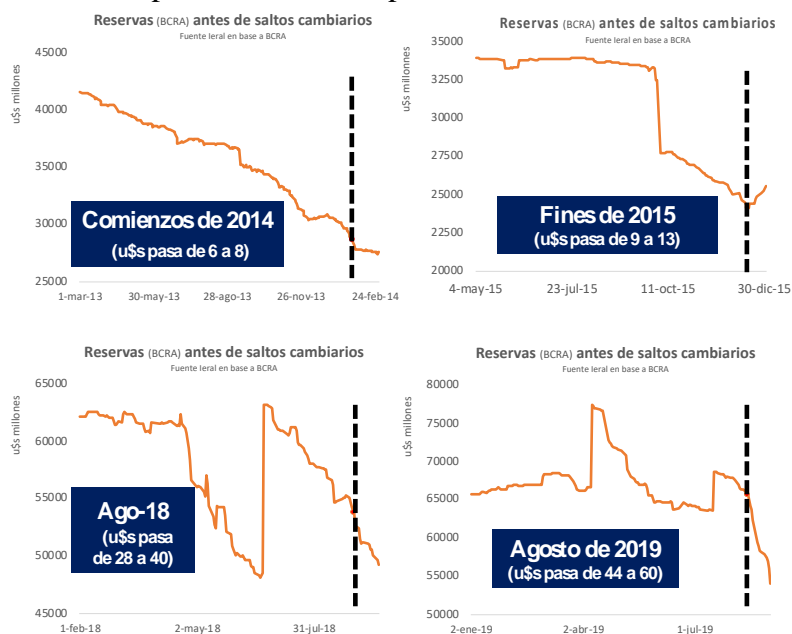
En poder adquisitivo de hoy

¿Cuánto valía el dólar en?:

	Oficial	Paralelo	Brecha
1976 (Feb)	95	346	263%
1981 (M. Hoz)	97	97	0%
1982 (Julio)	200	236	18%
1985 (Junio)	133	144	8%
1989 (Mayo)	332	450	36%
2001 (Diciembre)	41	42	1%
2002 (Junio)	122	125	2%
ene-14	50	83	67%
nov-15	44	69	57%
jul-18	64	64	0%
jul-19	65	65	0%
Prom. 1980-2020 (c/picos)	71	81	30%
Prom. 1980-2020 (s/picos)	63	72	30%

Otro de los posibles motivos que puede desencadenar abruptos saltos en el tipo de cambio es la **tendencia a que el Banco Central en algún momento se quede sin**

reservas. Como puede apreciarse en los siguientes cuadros, esta posibilidad estuvo claramente presente en los 4 episodios considerados.

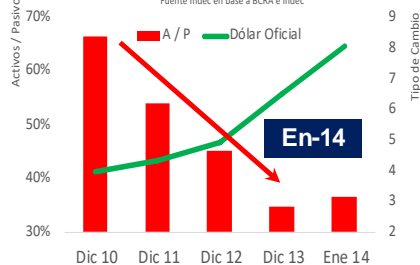


Otro de los factores clave es la **evolución del balance del Banco Central**. Las devaluaciones, si bien representan una pérdida de capital para los tenedores de pesos, la contrapartida de esto es que mejora las cuentas del balance de la autoridad monetaria ya que le permite licuar sus pasivos expresados en moneda nacional.

Como podemos observar en los siguientes cuadros, en tres de los cuatro casos considerados, durante los momentos previos al salto cambiario se observó que los balances del BCRA se venían deteriorando fuertemente. La excepción la constituye el salto devaluatorio de agosto del 2018 donde el problema estaba relacionado con los pasivos remunerados (PR - Lebac) del balance de la autoridad monetaria. La fuerte expansión de estos últimos como porcentaje del total de pasivos monetarios (PM)² generaron expectativas de que los mismos iban a terminar siendo monetizados y licuados por una devaluación (como finalmente sucedió). Esto impulsó una fuerte venta de dichos activos y una corrida cambiaria que obligó al BCRA a producir un importante salto devaluatorio que terminó convalidando las expectativas generadas.

² Sumado a otros importantes hechos como el aumento en la tasa de interés internacional, la gravación impositiva de estos instrumentos, una muy mala cosecha del agro, el debilitamiento político del presidente del BCRA, etc.

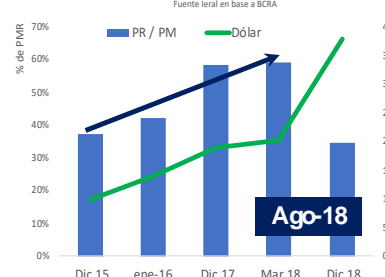
Principales Activos (*) / Pasivos (**) del BCRA
(* Reservas Internacionales (**) BM, Encajes en dólares, Pases, Lebac y Oblig. con OI
Fuente Indec en base a BCRA e Indec



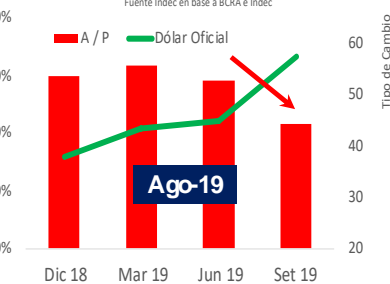
Principales Activos (*) / Pasivos (**) del BCRA
(* Reservas Internacionales (**) BM, Encajes en dólares, Pases, Lebac y Oblig. con OI
Fuente Indec en base a BCRA e Indec



BCRA: Pasivos Monetarios Remunerados / P.Monetarios
Fuente Ieral en base a BCRA



Principales Activos (*) / Pasivos (**) del BCRA
(* Reservas Internacionales (**) BM, Encajes en dólares, Pases, Lebac y Oblig. con OI
Fuente Indec en base a BCRA e Indec



En resumen, el análisis de los últimos 4 episodios de saltos cambiarios abruptos en nuestro país muestra que antes que se produjeran los mismos:

- en todos los casos se registraba una insostenible tendencia de pérdidas de reservas por parte de la autoridad monetaria,
- en dos de los cuatro episodios existía un importante atraso cambiario,
- en tres de los cuatro sucesos había una importante desmejora del balance del BCRA,
- en una de las cuatro ocasiones se registraba una muy fuerte expansión de los pasivos remunerados (PR) de la autoridad monetaria.

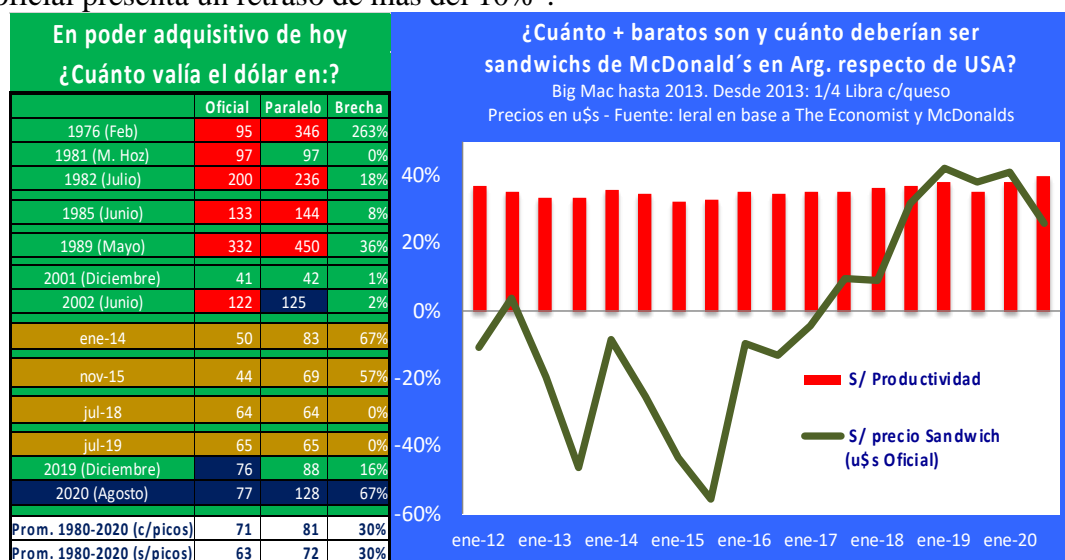
¿Tienen algún desencadenante en común los saltos cambiarios de los últimos años?

	Comienzos de 2014 (u\$s 6 a 8)	Fines de 2015 (u\$s 9 a 13)	Agosto de 2018 (u\$s 28 a 40)	Agosto de 2019 (u\$s 44 a 60)
Evidente Atraso Cambiario	SI	SI	NO	NO
Importante Pérdida Reservas (BCRA)	SI	SI	SI	SI
Fuerte caída ratio A/P	SI	SI	NO	SI
Importante aumento ratio PR/PM	NO	NO	SI	NO

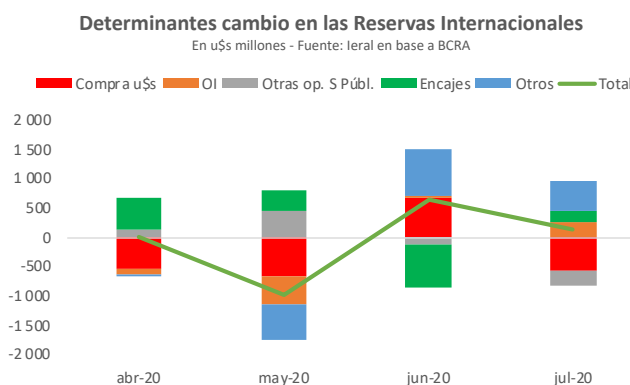
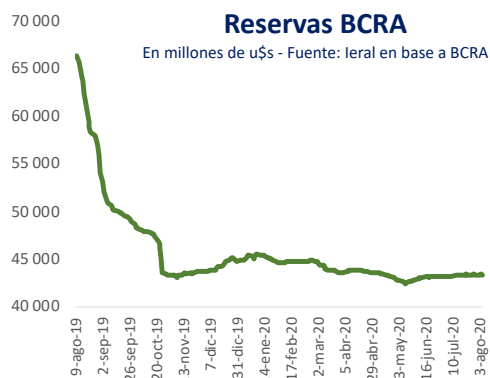
¿Cómo están hoy los desencadenantes de los últimos saltos cambiarios?

- **Atraso cambiario:** si bien el valor del tipo de cambio oficial en términos reales (ajustado por la inflación interna y externa) se encuentra en niveles por encima

del promedio histórico, cuando se realiza la comparación en términos de los valores de equilibrio de Paridad Poder de Compra ajustados por productividad, el tipo de cambio oficial presenta un retraso de más del 10%³.



- **Evolución de las reservas del BCRA:** en 3 de los últimos 4 meses, la autoridad monetaria ha estado vendiendo divisas por montos mensuales cercanos a los u\$s 600 millones. No obstante, como éstos últimos han sido compensado con aumentos en los otros ítems, el total de las reservas internacionales prácticamente no ha sufrido variación como puede apreciarse en los siguientes gráficos.

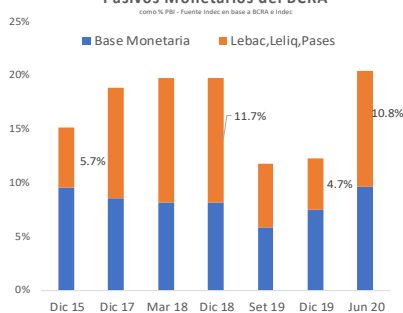


- **Balance del BCRA:** como consecuencia del financiamiento del fuerte aumento del déficit fiscal durante este año (pandemia de por medio), al igual que en varios de los episodios de saltos cambiarios, el BCRA ha sufrido un importante debilitamiento en su balance debido al fuerte aumento de sus pasivos remunerados durante los últimos meses.

³ Ver Gonzalez, G. (2020), "Medido por el "Big Mac", la Argentina cede competitividad cambiaria frente a la mayoría de los países de la región", En foco 2, Informe de Coyuntura del IERAL, año 29, Edición 1287, 23 de Julio de 2020, https://www.ieral.org/images/db/noticias_archivos/4213-Informe%20de%20Coyuntura.pdf

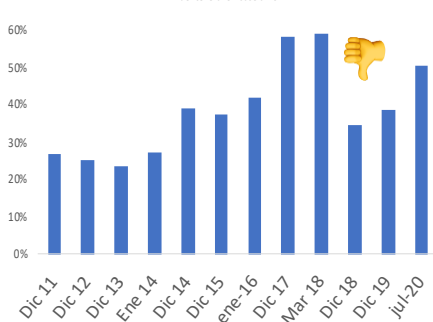


Pasivos Monetarios del BCRA

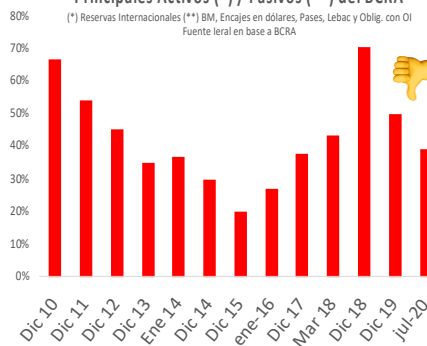


El financiamiento del mayor déficit fiscal ha debilitado el balance del BCRA

BCRA: Pasivos Monetarios Remunerados / P.Monetarios



Principales Activos (*) / Pasivos (**) del BCRA



Conclusiones:

El marco macroeconómico de nuestro país muestra que algunos de los determinantes de los saltos cambiarios de los últimos 4 años están nuevamente presentes en la actualidad. Teniendo en cuenta la probable aceleración de la inflación para el segundo semestre a medida que las actividades económicas comiencen a normalizarse, la autoridad monetaria podría enfrentarse a una nueva disyuntiva entre una aceleración del actual ritmo devaluatorio o un nuevo salto cambiario. Llegada esta disyuntiva, la literatura y la experiencia de nuestro propio país muestra que un salto cambiario tiene ventajas respecto a un mayor ritmo devaluatorio siempre y cuando el mismo sea acompañado de un plan antinflacionario que permita anclar las expectativas y resulte consistente en sus medidas para resolver los importantes desequilibrios que muestra la economía de nuestro país.