
El giro en la Política del Banco Central duro 2 meses. ¿Solo fue suba de tasas de interes?

Fábrega pagará las consecuencias de la inacción de Kicillof

De Amilcar Collante (*)

La política monetaria del Gobierno tomó protagonismo desde la devaluación del Peso en Enero pasado. Fábrega aumentó de la tasa de interés llevándola al 30% anual para la Letras del BCRA, absorbió gran cantidad de pesos en Enero y Febrero (38.000 Millones de Pesos), obligó a los bancos a liquidar sus dólares y anclo el Dólar Oficial en 8\$ para calmar a los mercados. También debemos hablar del “trabajo sucio” que tuvo que hacer el presidente del BCRA. El Central “pisó” pagos de importaciones ya ingresadas al país por más de 4.500 Millones de Dólares que aún no fueron contabilizadas. Para evitar mostrar una perdida mayor en las reservas internacionales. Es decir, las Reservas Internacionales reales hoy estarían rondando los 23.300 Millones de dólares.

Como consecuencia de este set de medidas llegamos a la tregua cambiaria y al mes de liquidacion fuerte de la cosecha de soja.

Pero sabemos que las medidas implementadas por Fábrega no son sostenibles en el tiempo. El problema inflacionario de tiene su origen en la Política Fiscal. Por ello, el éxito de la Política Monetaria está subordinado a las medidas que se tomen en el Ministerio de Economía. Aunque Fábrega haga bien la tarea si Kicillof no acompaña por el flanco Fiscal. El presidente del BCRA terminara pagando también las facturas de Axel Kicillof.

Si Kicillof no hace los deberes, Fábrega fracasará

La suba de tasas de interés y la absorción de pesos no alcanzará para poder corregir los desequilibrios de la economía. Difícilmente el BCRA podrá seguir absorbiendo pesos como lo hizo en Enero y Febrero en el resto del año. A esto hay que sumarle que el gasto público viene creciendo a una tasa de 42% interanual y los ingresos están muy por debajo de ese número. Es más, vienen desacelerándose. La recaudación tributaria en marzo comparada con mismo periodo de 2013 creció un 31,1%, mientras que en Enero lo venía haciendo al 37,8%.



El Déficit fiscal acumulado en el primer bimestre del año fue de 4800 Millones de Pesos. Solo el déficit fiscal de Febrero es equivalente a la mitad del “ahorro” que obtendría el Gobierno tras quita en los subsidios al consumo de gas. En 2013 los subsidios a empresas de servicios públicos en 2013 llegaron a los 143.000 Millones de Pesos y los recortes anunciados a los subsidios al gas son solo 10.000 Millones (un 7% del total). Lo cual no es suficiente para solucionar los desequilibrios fiscales.

Hay que sumar el déficit cuasifiscal

La política del Gobierno obligó a trasladar el problema fiscal adentro del BCRA. Hoy el BCRA emite Letras para continuar asistiendo al Tesoro Nacional. El stock de Letras del BCRA (Lebacs y Nobacs) es de 150.000 Millones de Pesos y la tasa de interés que se comprometió a pagar es cercana al 30% anual con un el plazo de vencimiento promedio de 135 días. Lo cual quiere decir que el BCRA en el corto plazo tendrá que emitir más Letras en el futuro para pagar las actuales con sus respectivos intereses (aproximadamente 15.000 Millones de pesos en intereses). Es decir, endeudar más al BCRA y engrosar el déficit-cuasifiscal. O lo que es peor, directamente emitir los pesos para poder pagar esa tasa de interés. Lo cual exacerbaría el problema inflacionario. Fábrega sabe que de seguir esta política sin correcciones fiscales. El BCRA estará “comprando más inflación futura”. Por ello, la política monetaria ya va encontrando su propio límite.

Vuelta de la bicicleta financiera

Asimismo, la garantía de la “pax cambiaria” combinada con altas tasa de interés en pesos es peligrosa para la economía real. Hay grandes incentivos a que los inversores ingresen dólares vía contado con liquidación. Luego se posicionen en activos en pesos y por último, vuelvan a fugarlos a una cotización del contado con liquidación con rendimientos que pueden llegar al 8%/10% en USD en 3 meses. Indirectamente esta política de tasa de interés alta con el dólar anclado favorece a la especulación y a las grandes ganancias financieras de corto plazo. Y deja relegada a la economía real.



¿Giro en la Política Monetaria o sólo suba de tasas?

Veamos algunas cuestiones:

Hay exceso de Pesos ¿Cómo retira los pesos que “sobran” el BCRA?

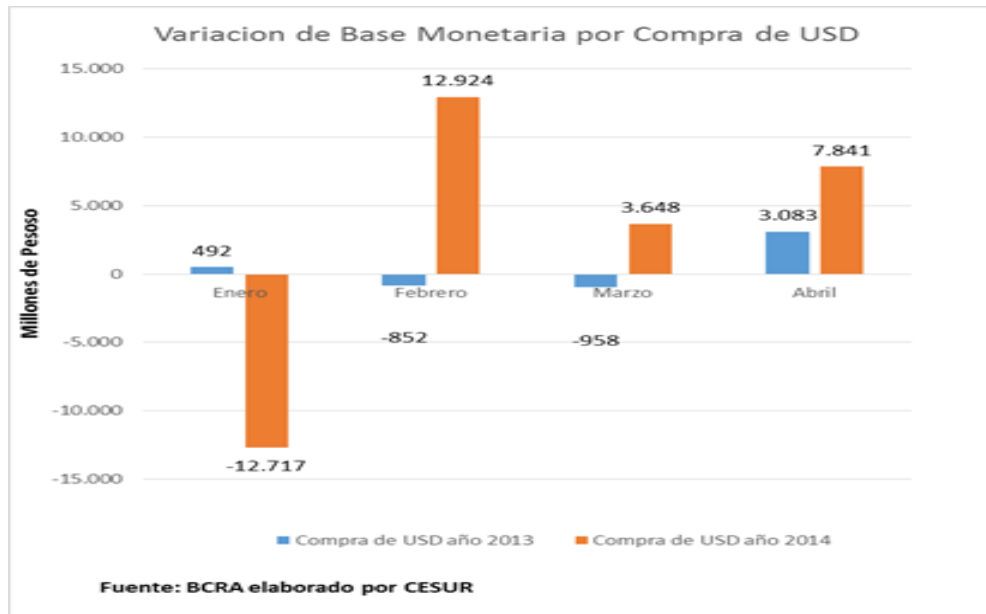
1) Coloca Letras del BCRA. EL BCRA cuando emite Letras (que pagan un interes) quita pesos del mercado. Es una política monetaria contractive.

	Absorción vía Letras del BCRA 2013	Absorción vía Letras del BCRA 2014
Enero	-10.328	-10.746
Febrero	-3.311	-27.319
Marzo	-613	8.996
Abril	-69	-9.292
	-14.321	-38.361

En los primeros 100 días de 2014 la absorción de Pesos vía Letras del BCRA fue de 38.361 Millones de Pesos. Es un dato bueno si lo comparamos con los 14.321 Millones de Pesos que retiró en los primeros 4 meses de 2013. La mayor tasas ofrecida por el BCRA y la absorción de pesos permitió quitarle presión al tipo de cambio paralelo en un contexto de mucha incertidumbre.

2) Vende de USD. Obviamente, la caída de reservas no es una buena noticia. Pero en 2013 la caída fenomenal de Reservas funcionó como un mecanismo de politica monetaria contractiva. Ya que cada vez que el BCRA vende un Dólar retira pesos del mercado. Durante lo que va de 2014 se revirtió esta tendencia. El BCRA está comprando Dólares lo cual incrementa a cantidad de pesos de la Base Monetaria. El aumento por compra de Dólares fue de 11.696 Millones de Pesos contra los 1.765 Millones de Pesos en el mismo periodo de 2013.





3) Asistencia del BCRA al Tesoro. Si el Tesoro Nacional no alcanza al cubrir los gastos con los ingresos corrientes el BCRA lo asiste. Para ello es necesario que el BCRA emita más. Por ello, si el Gobierno tendría las cuentas fiscales equilibradas. No necesitaría tanta emisión y ayuda del BCRA. En el grafico vemos que el incremento en la Base Monetaria por Asistencia del BCRA al Tesoro fue gigantesca llegando a 14.573 Millones de Pesos en los primeros 100 días del año.



Asistencia del BCRA al Tesoro Nacional

	<i>Asistencia al Tesoro 2013</i>	<i>Asistencia al Tesoro 2014</i>
Enero	129	8.515
Febrero	3.932	-3.741
Marzo	-1.380	10.888
Abril	-706	-1.089
	1.974	14.573

En resumen, la colocación de Letras es el único de los 3 ítems que sigue marcando una política contractiva en el BCRA. En parte, la mayor absorción se debe a la mayor tasa de interés que hizo atractivo a este instrumento con rendimiento en Pesos. Por el contrario, la compra de Dólares incremento en 10.000 millones de pesos más a la base monetaria. Mientras que la asistencia al Tesoro por parte del BCRA se ha multiplicado por 7(siete) comparando los primeros 4 meses de 2013 contra lo transcurrido del 2014. En 2013 la asistencia fue de 1.974 Millones de Pesos y en lo que va del año fue de 14.753 Millones de Pesos.



¿Se contrajo la Base Monetaria?

Históricamente, la dinámica de la base monetaria en Argentina es similar año a año por cuestiones de estacionalidad. En diciembre siempre hay un incremento grande de la cantidad de pesos circulado, principalmente por pago de aguinaldos. Sabemos que la mayor absorción de pesos del BCRA se produce en los meses de Enero, Febrero y Marzo. Para luego crecer poco entre abril y junio. Y por ultimo, volver a subir fuerte en el mes de julio, nuevamente por el pago de aguinaldos y continua la suba entre Agosto a Diciembre.

En el grafico vemos la evolución de la Base Monetaria en el periodo 2011-2014. Lo singular es que, si observamos el año 2014, no dista mucho de lo ocurrido en años anteriores. Muchos analistas destacaban la exitosa Política Monetaria contractiva de Fábrega y el giro en su política. Pero este éxito parece no reflejarse en los números y la dinámica de la base monetaria. La cual es bastante similar a los años anteriores. Salvo en un punto, la tasa de interés (de las Letras) que ha subido mas de 10 puntos.

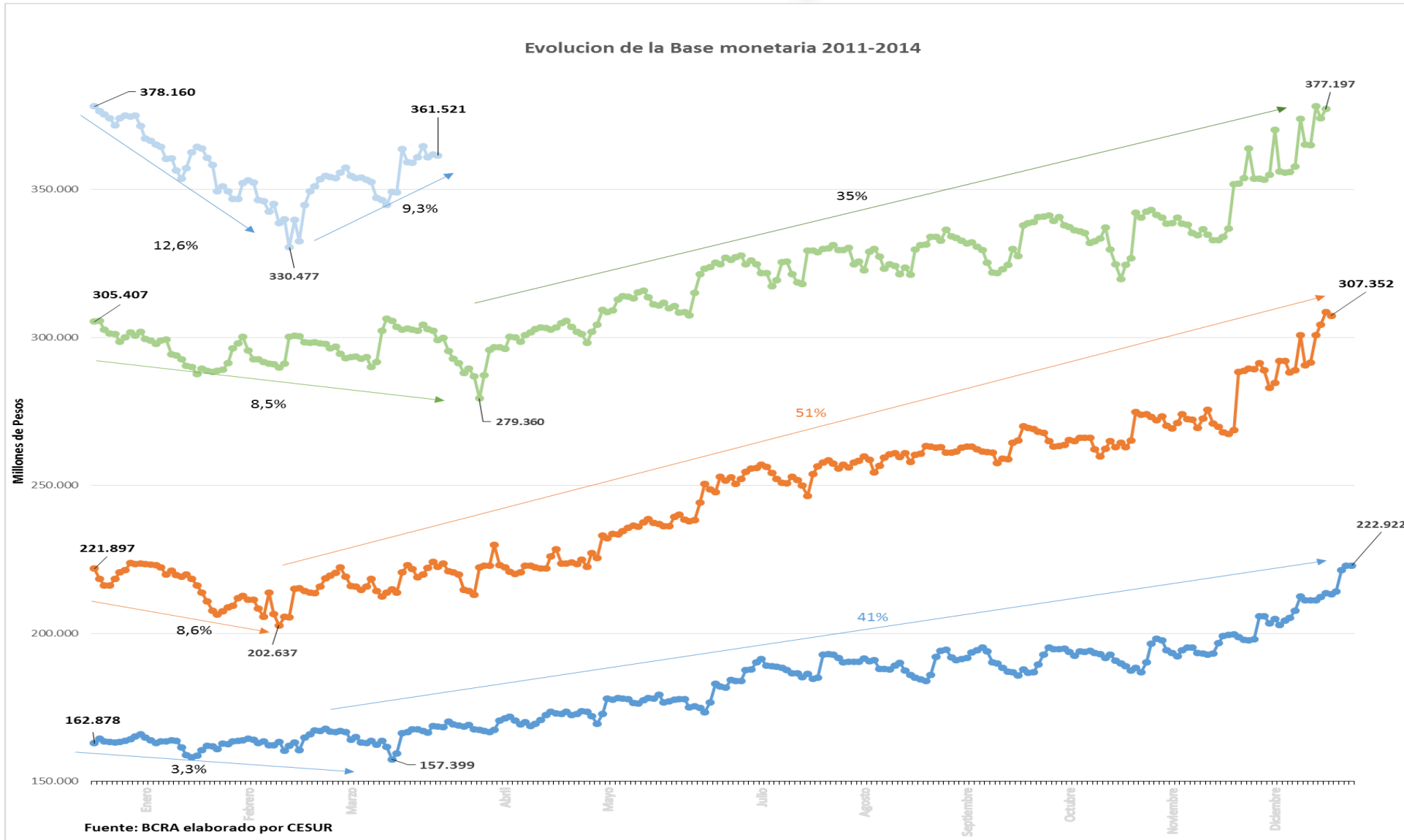
En 2013 la base monetaria inicio el año en 305.407 Millones de Pesos y tuvo su pico mínimo en Millones de Pesos 279.360, un caída del 8,5%. Para luego subir de mayo a diciembre finalizando el año con 377.197 Millones de Pesos (35%)

En el inicio de 2014 la Base Monetaria era de 378.160 Millones de Pesos luego cayó hasta su mínimo del año 330.477 Millones (12,6%). Y al 11 de Abril (último dato oficial) llegó a 361.512 Millones lo que representa una suba de 31.000 Millones, un 9,3% más que en su pico mínimo.

Si el BCRA continúa con este comportamiento que es muy similar al año pasado. La base monetaria podría llegar a 450.00 Millones a fin de año con reservas que apenas puedan mantenerse en este nivel de 27.000 Millones de Dólares. Lo cual da un ratio Base Monetaria/Reservas insostenible para la actual política cambiaria.



Evolucion de la Base monetaria 2011-2014



Conclusión

Fábrega va entrando en un callejón sin salida de la mano de Kicillof. Puede que en el mes de Mayo vaya disminuyendo marginalmente la tasa de interés. Pero después de ese mes no tendrá mucho margen para bajar la tasa de interés como pretenden desde el Ministerio de Economía. El stock de “pesos sobrantes” ya tocó su punto mínimo (a fin de febrero). Por lo cual, se avecinan meses donde indefectiblemente se incrementará la cantidad de pesos y consecuentemente aumentará la presión sobre el tipo de cambio. En un punto a Fábrega solo le quedará mantener la tasa, a costa de más recesión, o tendrá que cambiar el esquema de anclaje del Dólar para volver a las micro-devaluaciones y preservar las reservas internacionales.

(*) Economista (UNLP). Miembro de CESUR.