

# Econométrica S.A

*economic research and forecasts*

[www.econometrica.com.ar](http://www.econometrica.com.ar)

Conozca nuestro blog:



# 36

1970 - 2006

*años dedicados al Análisis  
Macroeconómico*

*Argentina  
Macroeconomic  
Outlook*

**Enero 2007**

**“Política Monetaria 2007:  
¿Agotados los Redescuentos,  
Hay que esperar un Mayor  
Nivel de Encaje?”**

**Por Ramiro Castiñeira**

---

# **Econométrica S.A**

*economic research and forecasts*

Lavalle 465, piso 2° - (C1047AAI) Buenos Aires, Argentina

Tel.: (54-011) 4325 – 9443 o 4322 – 4668

Fax: (54-011) 4322 - 6927

E-mail: [info@econometrica.com.ar](mailto:info@econometrica.com.ar)

Sitio Web: [www.econometrica.com.ar](http://www.econometrica.com.ar)

(Clave de acceso I Trim 2007: 0303 )

---

Copyright © 2003

# “POLÍTICA MONETARIA 2007: ¿AGOTADOS LOS REDESCUENTOS, HAY QUE ESPERAR UN MAYOR NIVEL DE ENCAJE?”

Por Ramiro Castiñeira<sup>1</sup>

Desde la salida de la convertibilidad la economía se encuentra en una fase expansiva apuntalada desde un principio en la decisión política de sostener un tipo de cambio relativamente alto. De hecho, el mismo incide en gran medida en los tres frentes que se destacan del actual modelo: en el nivel de actividad económica y su acelerado crecimiento, en la balanza comercial y su superávit externo, y en los números fiscales y su resultado positivo.

En efecto, sobre el nivel de actividad económica, los precios relativos post devaluación todavía continúan generando un proceso de sustitución de importaciones aunque ahora “*camuflado*” en la baja elasticidad impo/PBI. Efectivamente, los nuevos ingresos generados propios del crecimiento económico, continúan volcándose en mayor proporción a productos y servicios de producción local en desmedro de los importados, lo que posibilita “*estirar*” el efecto multiplicador ingresos-producción-ingresos, y así sostener elevadas tasas de nivel de actividad por absorción interna.

Por su parte, el tipo de cambio competitivo también explica parte del superávit comercial que refleja la economía. En línea con lo anterior, si al menor incremento relativo de las importaciones que generan las nuevas

señales de precios, se suma al sorprendente incremento de las exportaciones, tanto por precio como por cantidad, ambos efectos permiten sostener un amplio superávit comercial pese al fuerte crecimiento de la economía.

Por último, el tipo de cambio competitivo también permite explicar gran parte de la situación superavitaria de las cuentas del Gobierno Nacional. Efectivamente, las retenciones a las exportaciones que hoy representan el 64% del superávit fiscal, si bien aplicarlas es una decisión política, la misma se tornaría casi imposible de aplicar en un contexto donde se apreciara el tipo de cambio o disminuyen sensiblemente los precios externos.

En suma, el Gobierno sabe que el dólar competitivo es la piedra angular del modelo y por ello no escatima ni en esfuerzos ni medidas por sostenerlo en términos reales, aún cuando algunas de ellas terminan siendo contraproducentes a la economía y al propio modelo en el mediano y largo plazo.

Ahora, si bien el Gobierno ya dio prueba suficiente de que tiene la decisión tomada de sostener el tipo de cambio relativamente alto en términos reales, es válido advertir que la misma no es una tarea fácil no sólo por abultado superávit externo de la economía, sino también

---

<sup>1</sup> [rcastineira@econometrica.com.ar](mailto:rcastineira@econometrica.com.ar)

porque el Tesoro Nacional, lejos de aumentar su participación en el mercado cambiario para sostener el dólar, la fue reduciendo, y porque un canal de absorción que facilitó la esterilización en 2005/6 como fueron los redescuentos, se encuentra prácticamente agotado.

De hecho, el año pasado el BCRA empezó a buscar nuevos canales de absorción como la suba de encajes, de menor costo cuasifiscal que las Lebac.

En suma, la actual situación dispara un sinnúmero de interrogantes dado que el “*fine tuning*” de la política monetaria-cambiaria se hace más relevante a medida que el BCRA pierde grados de libertad en lo que respecta a herramientas de esterilización monetaria:

Ante el agotamiento de los redescuentos, ¿el BCRA absorberá pesos con más emisión de Lebac o es factible esperar una nueva suba de encajes?, de ser así ¿cómo afectaría a los bancos y las tasas de interés de la economía?, y por último ¿cuál es el límite de endeudamiento del BCRA para sostener el dólar?. Estas son las principales preguntas que guiarán el análisis del presente informe.

## 1) EL SUPERA VIT EXTERNO 2007

El **cuadro N1** es el punto de partida del informe dado que permite observar la evolución del excedente de divisas del sector privado de los últimos cuatro años y lo que proyectamos para el 2007.

Del mismo se destaca que el superávit externo del sector privado fue en aumento durante todo el periodo aunque estabilizándose en 2005 y 2006. En

efecto, mientras que 2003 y 2004 el excedente de dólares del sector privado fue de u\$s6.000 y u\$s9.200 millones respectivamente, en el 2005 y 2006 el excedente de divisas en el mercado cambiario fue en torno a los u\$s14.000 millones en ambos años.

A grandes rasgos, este “salto” en el excedente de dólares del sector privado se explica casi en su totalidad por la evolución de la cuenta capital, dado que el resultado por cuenta corriente se mantuvo relativamente estable en el periodo. En efecto, el extraordinario salto exportador de bienes y servicios que muestra la economía, permitió sostener e inclusive incrementar levemente, el resultado de cuenta corriente en torno a los u\$s12.000 millones en 2006, pese al aumento de las importaciones, en el pago de intereses y en el giro de utilidades de empresas extranjeras radicadas en el país.

Por su parte, en la cuenta capital se observa que la finalización en la renegociación de la deuda pública permitió revertir la salida de capitales de u\$s4.200 y u\$s1.800 millones en 2003 y 2004, respectivamente, a una entrada neta de capitales en torno a los u\$s2.500 millones en 2005 y 2006 impulsados por un incremento en la compra de activos financieros locales (bonos y acciones), además que las grandes empresas que operan en el país comienzan a obtener nuevamente financiamiento desde el exterior.

Respecto al 2007, los excelentes niveles de cosecha que se espera este año sumado al incremento de precios observados en los principales commodities permiten proyectar que se sostenga el abultado superávit en cuenta corriente en torno a

los u\$s12.000 millones. Por el lado de la cuenta capital, las perspectivas de que las tasas de interés de los mercados internacionales estén alcanzando un máximo (e inclusive algunos ya proyectan bajas para este año), junto a las robustas condiciones macroeconómicas locales y la expectativa de apreciación real del tipo de cambio, es una combinación que favorece a que prosiga la entrada de capitales para tomar posiciones en activos locales.

Todos estos factores nos permiten proyectar para el 2007 un excedente de dólares del sector privado nuevamente en torno a los u\$s14.000 millones, magnitud a la que otra vez se va a tener que enfrentar el objetivo oficial de mantener el tipo de competitivo.

## 2) LA POLITICA DE ESTERILIZACIÓN DE 2007

Cuando el Banco Central decide sostener el tipo de cambio en un contexto de superávit externo como el actual, necesariamente tiene que comprar todos los dólares excedentes del sector privado para quitar la presión a la baja en la cotización del dólar.

Pero para que la política cambiara no genere inflación, el dinero que volcó al mercado y que no retuvo el sector privado por mayor demanda de dinero o no neutralizó el Tesoro nacional vía superávit fiscal, necesariamente lo tiene que terminar absorbiendo el BCRA para evitar que un exceso de pesos empuje a la baja las tasas de interés de la economía y consecuentemente sea un factor que incremente el consumo interno (vía menor nivel de ahorro y/o mayor

expansión del crédito) generando innecesarias presiones sobre los precios.

Veamos los principales puntos a tener en cuenta para descifrar como será la política de esterilización de este año:

- **Redescuentos:** El primer desafío que enfrenta el BCRA es que un canal de esterilización monetaria como fue la devolución anticipada de redescuentos se encuentra prácticamente agotada. De hecho, a fin de 2006 el stock de redescuentos incluyendo el CER, alcanzaba los \$6.600 millones de pesos, lo que implica un canal de absorción máximo de u\$s2.100 millones. Como nada permite aseverar que los dos bancos que todavía le adeudan al BCRA (Provincia y Galicia) cancelen el total de redescuentos este año, supondremos que por este canal el BCRA absorberá la mitad, u\$s1.000 millones.

- **Compras del Tesoro:** Quizás advirtiendo del agotamiento de los redescuentos como canal de esterilización es que el Gobierno Nacional se encargó de anunciar a principios de año una mayor participación en el mercado cambiario para sostener el dólar. En rigor, anunció que el Tesoro compraría no menos de u\$s50 millones semanales en el mercado cambiario, lo que implica cerca de u\$s2.400 millones en todo el año, magnitud que supera ampliamente a los u\$s480 que compró el año pasado.

Si bien el anuncio es sólo a tono de compromiso (quizás del mismo calibre que el anuncio de la creación del “*fondo anticíclico*”), entendemos que el mismo intenta dar una señal al mercado



del rumbo de la política económica para intentar “*moderar*” expectativas.

Al margen de ello, tomamos el anuncio oficial como cierto a modo de ejercicio (de hecho, se ve una participación más activa del Banco Nación en lo que va del año), y a su vez, suponemos que esta magnitud no es a expensas de lo que el Tesoro compra directamente al BCRA.

Es decir, el Gobierno este año compraría un total de u\$s4.100 millones, de los cuales u\$s2.400 los compraría en el mercado según el anuncio y otros u\$s1.700 millones directamente al BCRA, igual magnitud a la que le compró el año pasado por esta vía.

En este sentido vale recordar que el superávit primario de Gobierno Nacional que esperamos para este año alcanza el 3,3% del PBI, equivalente a u\$s8.400 millones. Tras los pagos que genera la deuda pública en pesos, en torno a los u\$s4.200 millones entre capital e intereses, suponemos que vuelca los recursos restantes (la mitad) a la compra de dólares

Estas divisas permitirían pagar parte de los servicios de la deuda en moneda extranjera que suman u\$s8.000 millones entre capital e intereses. Los recursos faltantes lo financia con nueva deuda en dólares, tal como lo viene haciendo desde la salida del default.

- **Programa Monetario:** Otro anuncio oficial a analizar para advertir como será la posible política de esterilización monetaria de este año corresponde al programa monetario 2007. El mismo se resume en otra señal al mercado: una meta explícita de M2 que crezca muy

levemente por debajo del PBI nominal, con una variación interanual del 18,7%.

Con este compromiso BCRA otorga una señal al mercado de que no busca realizar una política monetaria expansiva, sino más bien acompañar el crecimiento económico, dejando cierto margen para convalidar una inflación en torno al 10%, propia de una economía con altas tasas crecimiento y que además tiene precios todavía rezagados.

Al margen de la señal, en el actual contexto de alta liquidez en el sistema financiero, de los cuales una parte importante proviene de fondos públicos, entendemos que la tasa de interés real de la economía es un mejor indicador para juzgar si la política monetaria es expansiva o contractiva<sup>2</sup>.

En efecto, es que de ser necesario el BCRA puede coordinar con el Tesoro y/o Anses para transferir fondos públicos que actualmente están en cuentas a la vista, para pasarlas temporalmente a cuentas a plazo fijo, y así “*atenuar*” el incremento (contable) de M2, sin necesidad de aumentar las tasas de interés para depósitos a plazo como debería hacerlo de no contar con esta posibilidad.

En 2005 y 2006 ante el avance de la inflación local, el BCRA procuró que la tasa de interés real de la economía no se haga más negativa y para ello comenzó a elevar las tasas de interés hasta llevarla actualmente a niveles neutros según las Lebacs, o levemente negativas según los depósitos a plazo fijo.

<sup>2</sup> Ver Informe, “2006-2007: *Estamos Bien: ¿Vamos Bien?*”, por Mario Brodersohn. Econométrica Julio 2006

Posiblemente el BCRA se estabilizará en estos niveles de tasas de interés en torno a la inflación, más aún sabiendo que para aumentar las tasas de interés, necesita aumentar el rendimiento de Lebac, y que ante las expectativas de que las tasas externas se mantengan estables, ello implicaría no sólo un costo cuasifiscal sino también favorecer aún más la entrada de capitales externos.

Es decir, el contexto externo y la política de tipo de cambio cuasifijo le pone un techo al alza en las tasas de interés locales, otorgándole a la política monetaria cierto “sesgo expansivo”, aunque atenuado los últimos años, que se pone en evidencia cuando uno observa que los créditos al sector privado están creciendo a una tasa casi del 40% interanual (y de ellos, liderados por los créditos al consumo).

En suma, como el programa monetario se centra sólo cuanto crecerá M2 nos permite saber cómo será la política de esterilización. No obstante, como el BCRA estima que M2 aumente en torno a los \$20.000 millones este año, de ello se puede deducir cuanto espera aumente la base monetaria.

En efecto, la base monetaria tiene dos componentes: el circulante (billetes y monedas en poder del público) y los encajes, que son los depósitos de los bancos en el BCRA.

En 2005 y 2006 la demanda de circulante (billetes y monedas) fue en torno a los \$10.000 millones, si suponemos que este año aumenta a igual ritmo, para llegar a \$20.000 millones que el BCRA espera aumente M2

implica que los depósitos a la vista aumentarían otros 10.000 millones.

A los actuales niveles de encaje para los depósitos a la vista (19%), implica un aumento de demanda de Base monetaria vía encaje de \$1.900 millones por depósitos a la vista y que sumamos otros \$1.000 millones por encaje de depósitos a plazo.

Es decir, la demanda de Base monetaria aumentaría este año en no menos de \$12.900 millones, o desde otro ángulo, vía señoreaje este año se podría absorber u\$s4.200 millones.

En suma, el **cuadro N2** recopila toda esta información y permite estimar como puede llegar a ser la política de esterilización de este año.

De los u\$s14.000 millones de superávit externo que esperamos en 2007, el Gobierno Nacional con su superávit fiscal compraría u\$s4.100 millones (equivalente al 29%), de los cuales la mayor parte lo compra directamente al mercado y el resto se los compra al BCRA.

Los restantes u\$s9.900 millones los compraría el BCRA. Para ello, la emisión de base monetaria por mayor demanda de dinero en la economía permitiría comprar u\$s4.200 millones vía señoreaje, mientras que por la devolución de redescuentos suponemos permitiría absorber otros u\$s1.000 millones.

Estos dos factores de absorción suman u\$s5.200 millones, dejando un remanente a absorber de u\$s4.700 millones para mantener el tipo de cambio.

Para ello el BCRA dispone de dos herramientas: Aumento de pasivos no

Monetarios (Lebacs, Nobacs y Pases) y/o aumento en las tasas de encajes. Entendemos este es el principal “*dilema*” que enfrenta el BCRA en el 2007<sup>3</sup>.

## 2.1) El Dilema 2007 del BCRA: ¿Lebacs o encajes?

La raíz del dilema que enfrenta el BCRA es porque la diferencia en el impacto sobre las tasas de interés de la economía como sobre el resultado cuasifiscal por esterilizar u\$s4.700 millones vía pasivos no monetarios o aumento de encaje, no es menor. Empecemos el análisis sobre este último punto para ver primero si el cuidado del resultado cuasifiscal del BCRA podría “*sesgar*” la decisión del Banco Central.

Con los dólares que compra el BCRA en su intervención cambiaria realiza inversiones financieras que otorgan un rendimiento, mientras que por la posterior esterilización de pesos, paga una tasa de interés. La diferencia entre ambos es el resultado final de la política de esterilización monetaria para sostener el dólar en valores competitivos.

Si al actual rendimiento de las reservas internacionales, en torno al 4,5% anual, se le suma una devaluación de la moneda local del 2% en el año, el rendimiento total en pesos de las reservas internacionales estaría en torno al 6,5% anual.

Es decir, todo pasivo que el BCRA emita con fin de esterilización y pague más de 6,5% genera un deterioro del resultado cuasifiscal (tal como la absorción vía Lebacs y Nobacs, que actualmente rinden un 11% promedio), mientras que todo pasivo de absorción que devengue una tasa por debajo del 6,5% de interés, (como los encajes, que paga un 2,55% de interés) implica un canal de absorción que otorga una mejora en resultado financiero del BCRA.

Ahora, el **cuadro N3** muestra que aún si el BCRA emite u\$s4.700 millones de pasivos no monetarios para absorber los pesos que no absorbió ni el tesoro, ni el señoreaje, ni los redescuentos, igualmente ello no erosionaría el resultado cuasifiscal del BCRA, porque los ingresos financieros que generan la compra de dólares, serían de similar magnitud que el costo financiero total de la posterior esterilización de pesos.

Esto implica que la intervención cambiaria podría autofinanciarse sin deteriorar el resultado cuasifiscal del BCRA, tal como lo viene haciendo desde los últimos 4 años, aún si el mencionado dilema se resuelve sin aumentar los niveles de encaje.

No obstante, dado que puede ponerse en duda que el sector público compre este año u\$s4.100 millones, no se descarta que el BCRA decida nuevamente un aumento en los encajes que permita compensar parte de este efecto a fin de no mostrar un deterioro en el resultado balance de la entidad monetaria.

A modo de ejemplo, si se replicara nuevamente la suba de los encajes de 2006 de un 2% sobre las cuentas a la

<sup>3</sup> En rigor, le queda una tercera opción que sería realizar operaciones de mercado abierto como política de esterilización (venta de títulos del tesoro en manos del BCRA), por ahora descartamos esa posibilidad.



vista, y si avanzara con la idea de considerar como parte del encaje solo el 33% del efectivo en bancos, implicaría un canal de absorción de otros u\$s1.500 millones, con un bajo costo para el BCRA de \$120 millones anuales<sup>4</sup>.

Por supuesto, así como absorber pesos aumentado los encajes y no por aumentos de pasivos no monetarios hace que la esterilización monetaria sea un factor que genera ingresos financieros en vez de pérdidas financieras al BCRA, desde el otro lado del mostrador implica menores ingresos para los bancos al tener que destinar una mayor porción de su creciente liquidez a encajes y no a activos de mayor rendimientos como Lebacs o préstamos al sector privado.

Al margen de que es factible esperar un total rechazo de los bancos si la política de esterilización apunta a tal sentido, BCRA sabe que de aumentar los niveles de encaje afectaría sólo marginalmente al incremento de los créditos (quizás por leve incremento en el spread financiero<sup>5</sup>) dado que los bancos muestran un nivel de liquidez tal que no afectaría la capacidad prestable del sistema.

De hecho, el **Cuadro N4** refleja la evolución de la liquidez del sistema financiero en los últimos años (entendido como la suma de efectivo en bancos, Encaje, posición neta de pasivos más Lebacs y Nobacs), pasó de representar el 33,6% de los depósitos totales del sistema

en 2003, a representar el 44% en la actualidad.

En suma, casi agotado el margen de acción que otorgan los redescuentos, una nueva suba de encajes puede estar supeditada a dos puntos:

- **Contable:** Si el Tesoro compra una menor magnitud de dólares a la que se comprometió para ayudar al BCRA en la tarea de sostener el tipo de cambio. De ser así no descartamos que el BCRA decida subir los encajes para evitar un tenue deterioro en su resultado.
- **Económico:** Si el BCRA decide atenuar el sesgo expansivo que muestra la política monetaria de fuerte expansión del crédito a consumo, con un “*interesante*” incremento en los encajes de manera que sí se traduzca en un incremento en las tasas activas y no así en las pasivas (estas últimas las “*maneja*” con el rendimiento de los pasivos no monetarios).

En suma, dado que el BCRA puede esterilizar sólo con pasivos no monetarios sin deteriorar por ello el resultado cuasifiscal, el agotamiento del canal de esterilización monetaria como los redescuentos no sesgaría la decisión del BCRA en cómo absorber los u\$s4.700 millones. Más bien, un incremento en los encajes puede estar más relacionado a una decisión de política monetaria (y no a lo contable), que busca incrementar el spread financiero y así atenuar el crecimiento del crédito al consumo.

<sup>4</sup> Ver Informe, “*Los desafíos fiscales a la Política Económica*”, por Juan Sommer. Econométrica Agosto 2006

<sup>5</sup> Diferencial de tasas de interés activas (préstamos) y pasivas (depósitos).

### 3) EL SECRETO DEL DÓLAR ALTO: AHORRO PÚBLICO

El presente análisis deja entrever que si se alcanza una coordinación macroeconómica entre la política monetaria, cambiaria y fiscal, entonces la intervención cambiaria no necesariamente deteriora la posición financiera del BCRA.

En efecto, ello dependerá no sólo del target cambiario que se proponga el gobierno y del consecuente tamaño del superávit externo a absorber, sino también del diferencial de tasas de interés locales y externas, de la magnitud de la demanda de dinero, y principalmente, si el Gobierno Nacional ahorra, no sólo para comprar parte del excedente externo sino también, y quizás más importante aún, para quitar presión a la tasa de interés de la economía.

En efecto, la poca necesidad del Gobierno de salir al mercado (en rigor, sólo coloca deuda para refinanciar parte de los vencimientos), implica que en términos netos el Gobierno no necesite dinero del mercado<sup>6</sup>.

Esta posición financiera del Gobierno Nacional (que vale recordar no se dio en décadas en la historia argentina, y menos después de 4 años consecutivos de crecimiento en torno al 9%) otorga al BCRA un amplio margen de maniobra para establecer la tasa de interés de la economía, aspecto fundamental para administrar el costo de esterilizar la emisión resultante que conlleva sostener el tipo de cambio en niveles competitivos

<sup>6</sup> Ver "*¿Continúa la política de desendeudamiento?*", por Ramiro Castiñeira. Blog de Econométrica

(en un contexto de amplio superávit externo), sin deteriorar por ello la posición financiera del BCRA.

Pero si bien intervención cambiaria puede autofinanciarse bajo esas condiciones, vale advertir que ello no implica que el BCRA no se esté actualmente asumiendo riesgos.

Es que si el Gobierno dejara de ahorrar y sale al mercado nuevamente a tomar deuda para cubrir sus déficit fiscales, es factible que el BCRA deje de sostener el dólar no sólo por falta de ayuda del Tesoro, sino más probable aún, porque empezaría a perder el control de la tasa de interés de la economía que comenzaría a alejarse de la tasa de interés internacional (por aumento del riesgo país), encareciéndose el costo de absorber dólares con pasivos no monetarios.

En ese contexto, como todo el stock de deuda del BCRA es de muy corto plazo, potencialmente se puede encontrar con la necesidad de renovar buena parte de sus pasivos no monetarios sólo para no inyectar pesos al mercado, pero a tasas que pueden hacer reaparecer de la nada el déficit cuasifiscal. Y esa misma deuda que en un principio se autofinanciaba ahora podría convertirse en un "problema" para el BCRA que dependiendo de su magnitud puede limitar seriamente la política monetaria.

Por ello, aún cuando el BCRA parece que puede comprar gran parte del excedente externo sin que ello deteriore su posición financiera, entendemos que ello es asumir un riesgo a futuro no menor, porque es "apostar" a que el Gobierno ahorrará también en el futuro y consecuentemente que puede dominar las tasas de interés.

Actualmente, los pasivos monetarios que hasta ahora acumuló el BCRA están lejos de tener una magnitud que pongan en riesgo su balance los próximos años. Más aún, todavía encuentra margen para ayudar a sostener el valor del dólar al nivel deseado por el Gobierno tal como lo viene haciendo. No obstante ello, esta posibilidad tiene un límite, por lo que en el mediano plazo la decisión política de sostener el dólar ya no debería apoyarse en forma significativa en la capacidad de absorción vía endeudamiento del Banco Central.

Para ello, la teoría nos indica que si uno quiere mantener el tipo de cambio subvaluado sin la necesidad de que el BCRA emita pasivos no monetarios, entonces la suma del superávit fiscal del Gobierno Nacional más el incremento de la demanda de dinero, debería ser de igual magnitud que el superávit de dólares del sector privado.

En números, cómo vimos el superávit de dólares del Sector privado se estabilizó en torno a los u\$s14.000 millones los dos últimos años y se espera una magnitud similar para este año. En porcentaje del PBI esa misma magnitud pasó de 7,6% del PBI 2005 a 5,5% del PBI que alcanzaría este año.

Es decir, se observa que en los últimos años la distancia entre el superávit externo y la capacidad de compra de dólares del Gobierno (vía superávit fiscal y señoreaje) se van acercando, y por lo tanto se va reduciendo la necesidad de recurrir a los pasivos no monetarios del BCRA para sostener el dólar. Es decir, la dinámica converge al equilibrio sólo con mantener el superávit fiscal en los niveles actuales en porcentaje del PBI.

#### 4) CONSIDERACIONES FINALES

En el presente informe observamos que mientras exista ahorro público la intervención cambiaria no necesariamente deteriora el balance del BCRA.

El agotamiento del canal de esterilización monetaria como los redescuentos no sesgaría la decisión del BCRA en cómo esterilizar los pesos que vuelca en el mercado con su intervención cambiaria.

Más bien, un incremento en los encajes puede estar más relacionado a una decisión de política monetaria (y no a una contable), que busca incrementar el spread financiero y así atenuar el crecimiento del crédito al consumo (que actualmente crece a un 40% interanual) sin afectar por ello la tasa pasiva, y por lo tanto, no incentivaría una mayor entrada de capitales externos.

Ello no implica no reconocer que sostener el tipo de cambio por un periodo prolongado no resulta nada fácil o que no conlleve riesgos.

De hecho, las economías asiáticas corroboran la tesis de que para evitarlos, la política de sostener el tipo de cambio tiene que depender de la capacidad de ahorro del Gobierno y del señoreaje y no de la capacidad de endeudamiento del banco central.

En la actualidad, debido a que el target cambiario del Gobierno genera un superávit externo en la economía de mayor magnitud al ahorro público y señoreaje, una parte de la decisión política de sostener el dólar recae sobre el BCRA aprovechando su capacidad de absorción vía endeudamiento.



Pero como vimos, si bien el endeudamiento del BCRA puede autofinanciarse a las actuales tasas de mercado, no por ello implica que no conlleva riesgos a futuro. Y si bien todavía existe margen para utilizar este canal de absorción sin poner en riesgo el balance del BCRA, esa posibilidad se agota en sí misma.

Por ello, a fin de mantener los equilibrios macroeconómicos, en el mediano plazo la responsabilidad de sostener el dólar debería recaer sólo en la capacidad de ahorro del Gobierno Nacional utilizando para ello el superávit fiscal más el margen que otorga la demanda de dinero. De la magnitud entre la suma del superávit fiscal y el señoreaje respecto al excedente de dólares del sector privado, dependerá cuan devaluada podrá sostener el peso sin la ayuda del BCRA.

Por último, en todo el informe sólo se enfatizó en los costos, riesgos y dificultades que conlleva mantener “*competitivo*” el peso. No obstante, aun reconociendo los escollos que ello conlleva vale advertir que gran parte de la rápida recuperación económica y continuar creciendo a tasas chinas a punto tal de superar varios récord, derivan de la política cambiaria post convertibilidad.

# Cuadro N 1

## Balance Cambiario del Sec. Privado

en millones de dólares

	2003	2004	2005	2006	2007*
<b>1) Cuenta Corriente Sec. Priv.</b>	<b>10.255</b>	<b>11.065</b>	<b>11.105</b>	<b>12.099</b>	<b>12.124</b>
<b>a. Mercancía</b>	<b>12.595</b>	<b>12.778</b>	<b>12.689</b>	<b>13.303</b>	<b>13.453</b>
Expo	24.879	31.208	36.921	42.332	46.234
Impo	12.284	18.430	24.232	29.029	32.780
<b>b. Servicios</b>	<b>-337</b>	<b>-234</b>	<b>465</b>	<b>776</b>	<b>930</b>
Ingresos	2.943	3.870	5.373	6.288	6.770
Egresos	3.280	4.104	4.908	5.512	5.840
<b>c. Rentas</b>	<b>-2.228</b>	<b>-1.836</b>	<b>-2.519</b>	<b>-2.561</b>	<b>-2.860</b>
Intereses	-1.359	-994	-1.228	-1.421	-1.500
Utilidades	-869	-842	-1.292	-1.140	-1.360
<b>d. Otras Operaciones Corrientes</b>	<b>225</b>	<b>356</b>	<b>471</b>	<b>580</b>	<b>600</b>
<b>2) Cta. Capital y Finan. Sec. Priv.</b>	<b>-4.218</b>	<b>-1.835</b>	<b>2.690</b>	<b>2.388</b>	<b>1.900</b>
<b>a. Formación Activos Externos</b>	<b>-3.808</b>	<b>-2.837</b>	<b>1.206</b>	<b>-2.939</b>	
<b>b. Préstamos financieros Netos</b>	<b>-999</b>	<b>-740</b>	<b>-1.242</b>	<b>2.297</b>	
<b>c. Inver. de no residentes en arg.</b>	<b>1.318</b>	<b>1.554</b>	<b>2.576</b>	<b>1.675</b>	
<b>d. Otros Neto (Incluye PGC)</b>	<b>-728</b>	<b>189</b>	<b>150</b>	<b>1.354</b>	
<b>3) Superávit Cambiario Sec. Priv. (1-2)</b>	<b>6.036</b>	<b>9.230</b>	<b>13.795</b>	<b>14.487</b>	<b>14.024</b>
En % del PBI	4,7%	6,1%	7,6%	6,8%	5,5%

Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA



# Cuadro N 2

## Política de Monetaria y Cambiaria 2007

en miles de millones

	u\$s
<b>Superavit Externo sec. Priv.</b>	<b>14,0</b>
<b>1. Compras del Tesoro</b>	<b>4,1</b>
en % del Total	29%
Al Mercado	2,4
Al BCRA	1,7
<b>2. BCRA</b>	<b>9,9</b>
en % del Total	71%
1. Demanda de Dinero	4,2
Circulante	3,2
Encaje*	0,9
2. Redescuentos	1,0
3. Dilema 2007	4,7
Lebacs, Nobacs y pases	?
Nuevo Aumento Encaje	?

\* sin modificaciones en la tasa de Encaje

Fuente: Econométrica S.A

# Cuadro N 3

## Resultado Cuasifical de la Intervención Cambiaria del BCRA 2007

en miles de millones

	Intervención		Tasa de interés			Egreso / Ingreso Financiero (en pesos)
	en u\$s	en \$	Tasa	devaluación	Total (en pesos)	
<b>1. Ingresos</b>	<b>9,9</b>	<b>30,4</b>			<b>5,84%</b>	<b>1,78</b>
Incremento reservas	8,9	27,3	4,50%	2,00%	6,50%	1,78
Adelanto Tras. (en \$)	1,0	3,1	0,00%	-	0,00%	-
<b>2. Costos</b>	<b>9,9</b>	<b>30,4</b>			<b>5,86%</b>	<b>1,78</b>
a. Base Monetaria	4,2	12,8	0,57%			0,07
Circulante	3,2	9,9	0,00%			0,00
Encaje	0,9	2,9	2,55%			0,07
b. Dismin. Redescuento*	1,0	3,1	3,50%			0,11
c. Pasivos No Monetarios* (Lebacs, Nobacs y Pases)	4,7	14,5	11,0%			1,60
<b>3. Resultado (3=1-2)</b>						<b>0,00</b>

\* Incluye pagos (cobros) de CER

Fuente: Econométrica S.A

# Cuadro N 4

## Liquidez Bancaria

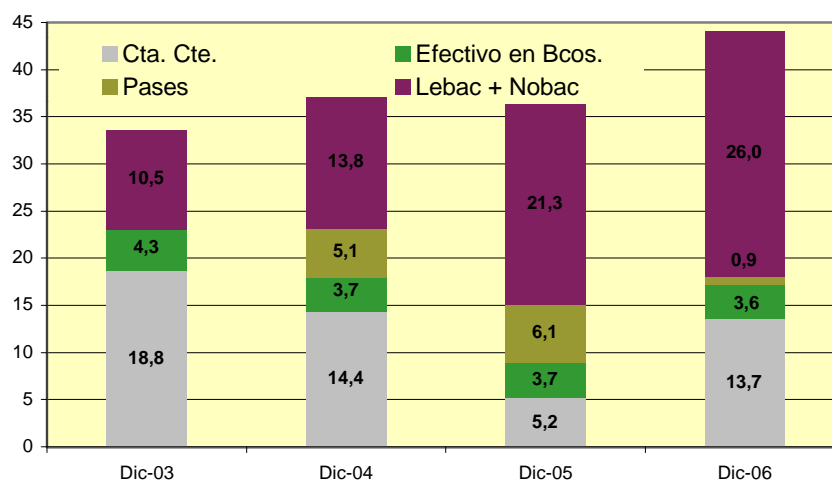
Saldos a fin de período - 2003/2006

	Dic-03		Dic-04		Dic-05		Dic-06	
	\$	% Dep.	\$	% Dep.	\$	% Dep.	\$	% Dep.
Efectivo en Bcos.	3.685	4,3	3.799	3,7	4.595	3,7	5.442	3,6
Cta. Cte.	16.075	18,8	14.853	14,4	6.373	5,2	20.844	13,7
Pases	0	0,0	5.321	5,1	7.475	6,1	1.432	0,9
Lebac + Nobac	9.034	10,5	14.309	13,8	26.081	21,3	39.679	26,0
<b>Total</b>	<b>28.794</b>	<b>33,6</b>	<b>38.282</b>	<b>37,0</b>	<b>44.524</b>	<b>36,3</b>	<b>67.397</b>	<b>44,1</b>
Depósitos	85.732		103.326		122.652		152.686	

Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

## Liquidez Bancaria

en porcentaje del Total de los Depósitos en pesos



Fuente: Econométrica en base al BCRA