

Deuda externa, reservas internacionales y brecha cambiaria como objetivos de una regla político – financiera para el BCRA

En este informe

Soberanía monetaria - Pág. 1
Endeudamiento nominado en divisas y vencimientos - Pág. 2
Restricciones cambiarias y arbitraje - Pág. 3
Propuesta de política - Pág. 4

PUNTO DE VISTA ECONÓMICO | NRO. IV | OCTUBRE 2014

Síntesis

El presente artículo tiene por objetivo realizar una propuesta de política monetaria acorde a la realidad argentina, un país periférico, sin acceso a los mercados de capitales y con escasez estructural de divisas.

Se realiza una breve descripción de los principales condicionantes relativos a la gestión del mercado secundario de deuda y el ámbito cambiario, para finalmente establecer tres criterios de acción que concierne a la recompra de deuda por parte del BCRA.

Los mismos buscan establecer un criterio sólido de acción, donde las múltiples concatenaciones financieras sean tomadas en cuenta a fin de evitar acciones arbitrarias o injustificadas, y permitan al Banco Central ser un agente activo en el camino hacia el desendeudamiento y la soberanía financiera de nuestra economía.

Introducción

El siguiente artículo propone reflexionar sobre la gestión de la deuda soberana nominada en moneda extranjera y el costo de oportunidad que la misma representa para países no emisores de divisas, frente al atesoramiento de reservas internacionales o potenciales presiones en el mercado paralelo. Conocer y administrar esta condicionalidad, usualmente no contemplada en el *mainstream* teórico, es esencial si un Estado busca aumentar el grado de libertad en la administración de su sector externo.

Entendemos que las restricciones fundamentales al crecimiento en los países en vías de desarrollo provienen de su sector externo, y estando en la actualidad para la Argentina sumamente limitado el acceso a los mercados internacionales de crédito, la gestión y uso criterioso de las divisas resulta clave. Es de esta forma que el Banco Central de la República Argentina se convierte en una institución esencial para aportar alivio a las cuentas externas, siendo su holgura una condición necesaria para permitir políticas activas vinculadas al cambio productivo estructural, la profundización de la industrialización y el desarrollo con inclusión.

Asimismo nos encontramos en el cuarto año de un mercado cambiario signado por los controles y la multiplicidad de cotizaciones, realidad que no hace más que incrementar las interrogantes acerca de la viabilidad de un sistema de tipo de cambio único y libre. Las pocas experiencias que así lo intentaron desde el proceso de industrialización argentino (década de 1930), exceptuando a la reciente ley de convertibilidad, son sumamente cortas y han demostrado ser lo suficientemente inestables como para obligarnos a reflexionar acerca de modelos de gestión alternativos, sus potencialidades y desafíos.

La soberanía monetaria

El conflicto con los llamados “fondos buitres” y el juzgado de Nueva York ha llevado a poner sobre el tapete la cuestión de la soberanía. Mucho se ha dicho acerca de las consecuencias de emitir deuda bajo ley de otro Estado, y si habría sido posible negociar otras condiciones. No es objeto del presente trabajo discutir tan compleja cuestión, más resulta pertinente a fin de introducir el asunto de la autonomía de nuestra nación frente a decisiones que le resultan ajenas y escapan a su capacidad de gestión. Poseer deuda nominada en divisas siempre conlleva cierto riesgo implícito vinculado a la cesión de soberanía monetaria. Pequeños niveles relativos de endeudamiento pueden resultar altamente conflictivos en situaciones donde existen límites al acceso a liquidez, los mismos pueden tratarse de una agenda de vencimientos poco “pareja”, caída de los términos del intercambio, conflictos en las relaciones internacionales, aumentos en la tasa de interés mundial de referencia (determinados por la *Federal Reserve* estadounidense) o shocks mundiales que produzcan movimientos financieros de *vuelo a la calidad*. Es por ello que encontramos que el endeudamiento soberano denominado en divisas debería restringirse a casos excepcionales y con objetivos claros, delimitados en espacio y tiempo, preferentemente asociados a emprendimientos que permitan el repago de los servicios con divisas.

Los enfoques monetarios del mainstream (desde Hume hasta el monetarismo), no ven en las relaciones cambiarias más que equilibrios resultado del juego de las fuerzas productivas y el consumo de las naciones. Para resolver problemas cambiarios tan solo alcanza con permitir el camino hacia el equilibrio. Es llamativo que no existirían diferencias entre las economías con capacidad de emitir moneda divisa y los países que no tienen acceso a esta facilidad, y consecuentemente, plena sustituibilidad de activos financieros.

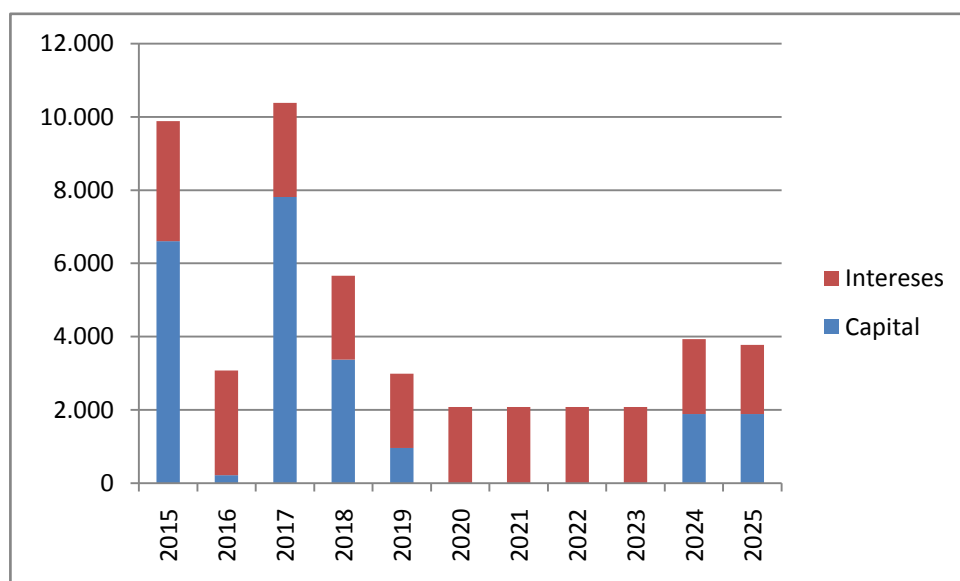
Las ideas provenientes de enfoques más heterodoxos (como el caso del historicismo de List o los estructuralistas latinoamericanos) ven en el sector externo el resultado de relaciones de poder, y encuentran en el mismo las principales restricciones al crecimiento y desarrollo de las fuerzas productivas de los países periféricos. Ambas tradiciones teóricas se desarrollaron en economías en permanentes crisis de balanza de pagos, siendo la administración de las reservas internacionales y el comercio exterior herramientas sumamente utilizadas a fin de asignar las divisas a las prioridades productivas de economías en desarrollo.

Como hemos dicho anteriormente, el objetivo de la presente propuesta es aportar a la reflexión respecto a la administración del endeudamiento en divisas y el nivel de reservas, considerándolas herramientas tan válidas para afrontar la restricción externa como la administración del comercio exterior.

El endeudamiento nominado en divisas y la agenda de vencimientos

Argentina cuenta actualmente con niveles de endeudamiento en moneda extranjera relativamente bajos (ver De Lucchi 2014), sin embargo presenta a corto plazo vencimientos relativamente abultados que restringen la capacidad de maniobra y exigen ciertos niveles de superávit de cuenta corriente a fin de afrontarlos. Como dijimos anteriormente, el endeudamiento nominado en divisas siempre es riesgoso, y su administración desprolija más aún.

Gráfico 1. Vencimientos de títulos públicos nacionales nominados en divisas



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía

Un reordenamiento de los vencimientos que permita aliviar los años críticos (2015 y 2017 particularmente), parece ser una necesidad imperiosa de política económica. La recompra de bonos de deuda soberana en el mercado secundario por parte del Banco Central alcanzaría de esta forma objetivos más complejos que la usual gestión de la curva de tasas en moneda nacional, debería intentar, mínimamente, ordenar el flujo de vencimientos a fin de evitar años críticos con cierta antelación.

Debemos tener en cuenta sin embargo que este tipo de operaciones no es inocua para otras variables de la economía, el principal mercado afectado será el cambiario, objeto del siguiente apartado.

Las restricciones cambiarias y el arbitraje

Las regulaciones actuales en el mercado de cambios argentino iniciadas en el año 2011, presentan un escenario propicio para que las instituciones monetarias puedan realizar operaciones en el mercado secundario de deuda que serían inviables bajo un régimen cambiario libre.

De no existir las restricciones, cualquier compra de deuda nominada en divisas con moneda propia que presione sobre la cotización del dólar implícito en esta operación (*dólar MEP*, producto del coeficiente entre la cotización en pesos y la cotización en dólares) instantáneamente generaría posibilidades de arbitraje impulsando a los agentes privados a comprar dólares en el mercado libre, para luego venderlos a través de la operatoria nombrada, mermando así la capacidad de compra en el mercado *spot* por parte del BCRA y haciendo estéril el intento inicial de esta institución. Este tipo de recompra de deuda se daría inmediatamente de bruces con los objetivos de política cambiaria.

Las restricciones a la compra de dólares evitan el arbitraje perfecto entre la cotización del “dólar bolsa” (coeficiente entre la cotización en pesos y dólares de un bono nacional nominado en dólares situados depositados en el sistema bancario local), el “contado con liqui” (coeficiente entre la cotización en pesos y dólares de un bono nacional nominado en dólares situados depositados en el extranjero), y el dólar *spot* legal, permitiendo de esta forma la recompra de deuda soberana nominada en moneda extranjera con pesos, o visto de otra forma, presionar sobre la cotización del dólar financiero sin hacerlo sobre el comercial. Las limitaciones, que no se trataran en el presente artículo, son materia de discusión, usualmente se centran en las potenciales presiones generadas a través del mercado paralelo de divisas sobre el dólar oficial, o incluso en la posibilidad de que la cotización del dólar paralelo influya en la fijación de precios.

Debemos también destacar que asumimos una baja sustituibilidad entre activos financieros nominados en diferentes monedas, esto es, una baja elasticidad del tipo de cambio financiero (o “blue”) respecto a la tasa de interés en pesos. O sea, la distribución del ahorro financiero de los agentes entre activos en pesos (por ejemplo plazos fijos) y en dólares (por ejemplo dólar billete) no estaría dada de forma significativa por la tasa o la expectativa de devaluación

Y siendo que no adscribimos al llamado “enfoque monetario de la balanza de pagos”, según el cual el exceso en las cantidades de dinero nacional, administradas por el

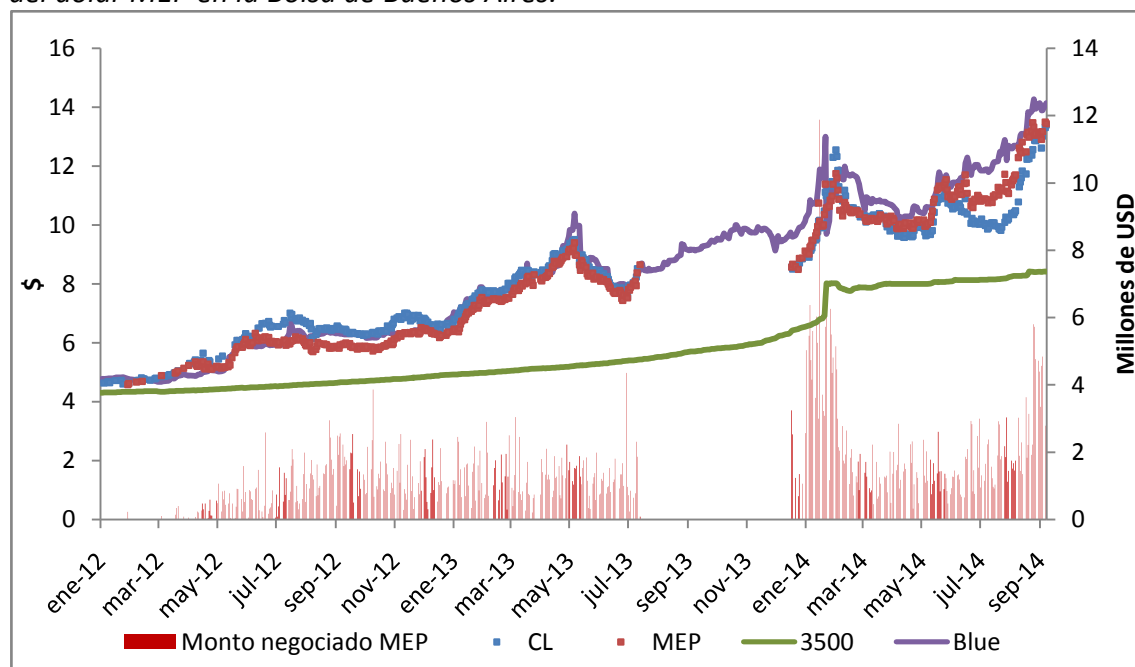
Banco Central, impactarían directamente en las cuentas externas tanto a través del exceso de demanda canalizado hacia importaciones, como en supuestas presiones sobre el mercado cambiario dadas por la abundancia de circulante nacional. La presión sobre el dólar paralelo no se daría por un exceso de pesos, sino por la presión sobre la cotización del dólar bolsa que provocaría un aumento de la demanda de este bono en el mercado secundario. A continuación profundizaremos sobre la misma.

La relación entre el mercado de divisas paralelo y el dólar MEP

El mecanismo de transmisión entre la cotización del dólar MEP y el dólar ilegal (o *blue*) es sumamente simple, de existir una brecha muy grande entre ambos mercados el estímulo al arbitraje aumenta. ¿Por qué no existe un arbitraje perfecto? Simplemente porque el mercado ilegal cobra una prima de riesgo, producto del costo de blanqueo y los riesgos penales aparejados.

A pesar de la falta de estadísticas del mercado paralelo, es interesante destacar que los volúmenes de dólar MEP operados en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires son sumamente bajos (el máximo diario histórico es de 14 millones de dólares, mientras que el promedio diario del año 2014 es de 2,2 millones). Estas cifras permiten especular que con bajos volúmenes de divisas, el Banco Central está en condiciones de lograr un alto impacto en este mercado, estando a su alcance la regulación indirecta de la cotización del dólar *blue*.

Gráfico 1. Evolución del dólar 3500 (oficial), MEP, blue y contado con liqui. Y volumen del dólar MEP en la Bolsa de Buenos Aires.



Fuente: elaboración propia en base a datos de bolsar.com y ámbito.com

Propuesta de política

La idea aquí presentada es que el Banco Central posea un criterio sólido al momento de realizar intervenciones en el mercado secundario de deuda en divisas, tanto a través de operaciones en dólares como en pesos. Quitando todo atisbo de arbitrariedad y validando de esta forma políticas activas de desendeudamiento en divisas por esta institución.

Es interesante destacar que existe una interacción entre ambas esferas (la deuda recomprada en pesos y la recomprada en dólares): una recompra realizada con divisas reduce la brecha cambiaria y permite realizar compras en pesos que, aumentando el precio del activo en pesos vuelve a presionar al alza el precio del dólar paralelo.

Para ello proponemos tres grandes delimitadores de la política de desendeudamiento en divisas:

- 1) La brecha máxima tolerada entre el tipo de cambio oficial y los financieros (“bolsa” y “contado con liqui”).
- 2) El nivel de reservas deseable a fin de afrontar períodos de escasez de divisas. Este estará vinculado principalmente con el nivel de importaciones, ya que al estar restringido el mercado cambiario no es previsible la necesidad de afrontar corridas cambiarias de magnitudes considerables. Esta decisión permitiría determinar si existe un nivel de reservas que se considere plausible de ser intercambiado por deuda soberana.
- 3) Una curva de tasas en dólares objetivo. La misma pretende determinar cuál es el costo de oportunidad¹ al que está dispuesta a endeudarse una economía a fin de aumentar su nivel de reservas internacionales.

Al tratarse de un criterio temporal asignando diferentes tasas para cada plazo, podemos agregar un objetivo de homogeneización de vencimientos (considerados a su valor presente), que permita al ejecutor de política establecer cuál es el plazo más atractivo para intervenir en el caso de que todos los bonos posean el mismo nivel de tipo de cambio “bolsa” o “contado con liqui”.

¹ La acumulación de reservas internacionales en un país con deuda soberana cotizando en el mercado secundario, posee ciertamente un costo de oportunidad. El mismo se mide por la diferencia entre el rendimiento financiero de las reservas internacionales (usualmente colocadas en activos de bajo riesgo, primordialmente bonos del tesoro estadounidense) y la tasa de retorno vigente de la deuda soberana nacional.

Finalmente debemos resaltar que no deberían existir grandes diferencias de cotización entre los bonos transados en dólares locales respecto a los extranjeros. De ser así existiría para las instituciones oficiales argentinas (no necesariamente para los privados) una oportunidad de arbitraje que excede los objetivos del presente artículo y deberían ser tomadas en cuenta permanentemente por los administradores de carteras públicas (Banco Central, Banco Nación, ANSES).

En el anexo al presente trabajo se encuentran estos criterios expresados de manera formal.

Conclusión

1.691 millones vendidos en conceptos de atesoramiento de moneda extranjera en los primeros nueve meses del año 2014 (según la AFIP), hacen pensar que existe disponibilidad de recursos para llevar adelante la política de recompra de deuda. Recordemos que la operación de dólar MEP es legal y considerablemente sencilla, siendo un espacio disponible para cualquier ahorrista que desee atesorar moneda extranjera.

La situación actual de la Argentina en referencia a los mercados globales de deuda resulta desafiante, sin embargo a diferencia de otros momentos históricos los márgenes de maniobra parece mayores (aún en sus bajos niveles no son comparables con la hiperinflación o la crisis del 2001-2002). Es de esta forma que resulta clave administrar los recursos externos disponibles con extrema cautela y responsabilidad. Los altos niveles de rendimiento que acompañan la precaución de los inversores respecto a la deuda soberana argentina parecen ser una gran oportunidad para realizar la operatoria descrita a lo largo del presente artículo.

Asimismo, la fijación de un criterio objetivo de gestión cambiaria (financiera) y de deuda en divisas, permitiría a los ejecutores de política del Banco Central una mayor agilidad y presencia en los mercados secundarios. Así como la política monetaria de fijación de tasa o de tipo de cambio por parte de la principal institución monetaria implica operaciones de mercado abierto y fijación de objetivos, la gestión de la deuda y del dólar financiero deberían generar ese mismo nivel de preocupación.

Anexo: Criterios de recompra de deuda nominada en dólares

1. Brecha cambiaria objetivo

$$\frac{TC_{cl} - TC}{TC} < \%* \qquad \frac{TC_{MEP} - TC}{TC} < \%*$$

%*: Brecha cambiaria máxima.

2. Nivel de reservas objetivo

$$\frac{\text{Reservas internacionales}}{\text{Importaciones anuales}} > \%*$$

%*: Cobertura externa mínima

3. Curva de tasas objetivo

$$TIR = \alpha + \beta \cdot \ln(Dur)$$

Objetivo homogeneizador de pagos:

$$\sigma_{(\text{valor presente de vencimientos})} = 0$$

OCTUBRE 2014

Centro de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz

DIRECTOR

Andrés Asiain

Vice-DIRECTOR

Miguel Cichowolski

CONTENIDOS del INFORME

Estanislao Malic

Integran el CESO:

Angel Sabatini, Ariel Cunioli, Carina Fernández, Cecilia Maloberti, Christian Busto, Diego Martín, Ernesto Mattos, Estanislao Malic, Estefanía Manau, Federico Castelli, Gabriel Calvi, Javier Lewkowicz, Jorge Zappino, Juan Cruz Contreras, Juan José Nardi, Agustín Crivelli, Laura Di Bella, Lorena Paponet, Lorena Putero, Luciana Sañudo, Mahuén Gallo, Pilar Monteagudo, María Laura Iribas, Mariana Moricz, Mariano Kestelboim, Mariela Molina, Martín Burgos, Maximiliano Uller, Nicolás Hernán Zeolla, Norberto Crovetto, Pablo García, Rodrigo López, Sabrina Iacobellis, Sebastián Demicheli, Valeria D' Angelo y Valeria Mutuberría.



Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz



www.ceso.com.ar



[/cesoargentina](https://www.facebook.com/cesoargentina)



[@cesoargentina](https://twitter.com/cesoargentina)