

¿Por qué baja el dólar y subió la tasa?

Leonardo Perichinsky

Dólar en baja, tasas por las nubes. El BCRA vendió fuerte en el mercado de dólar futuro y lo desarbitró. O va a perder plata o piensa seguir bajando el precio del dólar. Lo cierto es que esta situación produce altas rentas medidas en dólares y alienta el ingreso de capitales desde el exterior. En la presente nota intentamos echar un poco de luz sobre lo que está sucediendo en el mercado financiero y cambiario en la Argentina.

La apreciación del peso (la baja en la cotización de dólar) y la fuerte suba de las tasas de interés son las novedades de la actual coyuntura del sistema monetario y financiero argentino. Si bien es aún difícil aseverar que esto se traduzca en un cambio en el esquema de política económica, amerita un detallado análisis a propósito de sus efectos, en el caso que se profundicen como rasgos distintivos de un nuevo régimen monetario.

Luego de 4 episodios de importantes compras de dólares por parte del sector privado a lo largo de estos 100 días de conflicto, la tendencia del dólar se dio vuelta y comenzó a descender a partir de las ventas del Banco Central, llevando la cotización del dólar de 3,18 a 3,04 pesos en el mercado mayorista.¹ Por su parte, las tasas de interés aumentaron sensiblemente en el último mes.

Las tasas para depósitos a plazo fijo pasaron del 8% al 16% anual en promedio. La tasa a la que se financian las empresas de primera línea (prime), que estaban estabilizadas en torno al 10% anual, treparon al 25%. En cuanto a los depósitos, crecieron sensiblemente los depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos, en tanto que los cayeron fueron los de menor monto. Supuestamente, los bancos privados ofrecieron tasas muy altas para retener a los grandes depositantes. Esto generó una mayor fragmentación de tasas entre los chicos y los grandes, a favor de estos últimos. En la actualidad, en promedio, los bancos pagan un 50% más de tasa por los depósitos de más de un millón de pesos. Al inicio del conflicto las tasas eran prácticamente iguales. Los depósitos de más de un millón de pesos crecieron casi un 10%, en tanto que los chicos cayeron en esa misma proporción.

Pero volviendo a la intervención del BCRA, en una segunda etapa (cuando el dólar empieza a caer) se dedicó principalmente a vender dólares en el mercado a futuro, para bajar su cotización y generar mayor liquidez en el presente. El objetivo de la autoridad monetaria era propiciar la venta de dólares hoy, con una cobertura barata (con un dólar futuro bajo), para incrementar la liquidez del sistema financiero y bajar las tasas de interés. El resultado fue un descenso indirecto en la tasa a la cual se financian los bancos, porque efectivamente vendieron dólares, se cubrieron con el dólar futuro, y

1) Consideramos el dólar en el mercado mayorista por su importancia en términos de volumen y porque es el ámbito donde interviene el Banco Central. El dólar minorista es aproximadamente un 2% más elevado y muestra la misma tendencia que el dólar

lograron financiarse a la cuarta parte de la tasa para préstamos entre bancos, que en realidad fue la que menos había subido². Sin embargo, el resto de las tasas de interés no cedieron demasiado.

Con el dólar futuro de corto plazo (a fin de junio o julio) el resultado fue más evidente. Como el dólar a un mes y medio quedó más barato que su cotización actual, la venta de dólares en el presente y la compra a futuro con vencimiento junio o julio significó una tasa de interés nominal negativa; o lo que es lo mismo, ganancia de dinero gratis y sin riesgo.

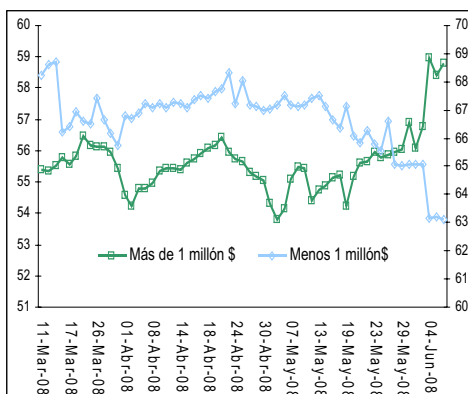
A partir de la operatoria de vender fuerte en el mercado de dólar a futuro, el BCRA consiguió su objetivo de bajar el dólar sin gastar reservas, porque ahora también venden dólares los privados para obtener tasas altas en pesos o para conseguir financiamiento más barato. Pero este mecanismo tiene un costo muy elevado: el efecto concreto es la generación de un negocio sin riesgo cambiario con una elevada tasa de renta medida en dólares, y un fuerte incentivo para el ingreso de capitales desde el exterior.³

Desde un análisis de mediano plazo, la cuestión es quien paga este festival de renta segura en dólares. Si el dólar dentro de un año está más caro que el valor a futuro hoy, la fiesta la paga el BCRA, porque es el que vendió más barato. La única forma que el BCRA no pierda es que el dólar a un año esté más barato.

Y este es uno de los principales problemas: la autoridad monetaria está dando una señal de que el dólar va a bajar, porque sino la señal que emite es que sus operadores son unos tontos que le hacen perder plata al Estado vendiendo barato hoy para comprar caro mañana. Y en este caso, el asunto es de perjuicio fiscal, porque el valor del tipo de cambio lo administra el Banco Centra.

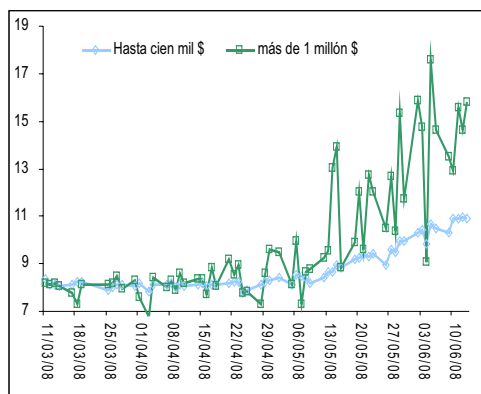
Esta es nuestra principal preocupación: las decisiones de política de la autoridad monetaria. Porque da la sensación que los especuladores consiguieron, llamativamente, su objetivo también. Generaron rumores sobre el valor del dólar, corrieron a los depositantes chicos, lograron mayores tasas de interés, y de postre, apreciación cambiaria.

Depósitos a plazo fijo por Tramo (en miles de millones de \$)



Fuente: Ciepyc en base a datos del BCRA

Evolución de las tasas de interés por tramo de depósitos (En %)



Fuente: Ciepyc en base a datos del BCRA

2) La tasa implícita de esta operación es la división entre el precio del dólar futuro sobre el precio actual del dólar. El dólar a un año vale 3,12 y el actual está 3,035. Los bancos venden sus dólares hoy a 3,035 y se cubren con un contrato a un año de 3,12. El costo financiero es del 2,8% anual. La tasa a la cual se prestan los bancos (call) se encuentra en el 9,25% anual.

3) Al final de esta nota en la "aclaración 1" se explica en detalle el funcionamiento del mercado a futuro del dólar, la operatoria del Banco Central y las altas rentas en dólares que pueden obtenerse a partir de esta situación.

Los argumentos

Desde el Banco Central podrían argumentar que ante la importante compra de dólares que se registró, y la caída de depósitos, se avanzó por todos los frentes contra el ataque especulativo. Se vendieron dólares para frenar la suba (en el mercado de dólar futuro

también), y se subieron las tasas para contener la caída de depósitos. Para decirlo rápido, se intentó torcer la decisión de cambiarse de pesos (con tasa) a dólar, por todos lados.

Sin embargo, el BCRA podría haber vendido todos los dólares que se demandaban al precio previo al ataque y la cotización no se hubiese movido. Esto hubiera implicado una mayor caída en las reservas internacionales (no una pérdida, porque baja un activo y baja un pasivo) y una mayor absorción de pesos por parte del BCRA, lo cual igual hubiese subido la tasa supuestamente más de lo que subió. Pero esa medida podría haberse complementado con una mayor inyección de pesos para el que lo demande, en vez de propiciar la suba de tasa. Como ya ha sucedido en otros episodios, si todo el mundo ve que el dólar tiene un techo firme en, digamos \$3,15, y no se mueve ni un centavo, el ataque se aplaca y quizás las tasas retrocedan rápidamente a los niveles previos. Pero, de todos modos, tampoco se verificaron serios problemas de liquidez por parte de los bancos. La tasa interbancaria se encuentra en los mismos niveles que con anterioridad al 11 de marzo, y los saltos que tuvo se produjeron con el dólar ya en descenso. En este sentido, resulta importante destacar que una parte considerable de los dólares que vendió el BCRA se destinaron a bajar la cotización del dólar, más que a sostenerlo.

El cóctel de dólar en baja, tasas altas, y un mercado de dólar a futuro planchado, va en la dirección contraria de lo que la consistencia macroeconómica de este modelo requiere.

Por su parte, algunos plantean que los objetivos de la autoridad monetaria no pueden comprenderse desde la lógica previa a este episodio. El shock de alza de los precios internacionales y las potenciales ganancias especulativas que generan las inversiones posibles en commodities agrícolas debe considerarse en el análisis. El objeto de especulación también es la soja, el más líquido de las commodities. Así lo demuestran los millones de toneladas acumuladas en silo bolsa por parte de los exportadores argentinos que tienen expectativas alcistas sobre los precios internacionales. En ese contexto una hipótesis que podría ayudar a entender la política cambiaria actual es considerar que la autoridad monetaria está intentando torcer la decisión de retener la producción por parte de los exportadores, a través de la apreciación cambiaria y dada la posibilidad de obtener altas rentas seguras en dólares a partir de los mecanismos que se plantearon precedentemente.

Un productor (o el que tenga la capacidad de retener los granos) que vende hoy sus granos, puede vender sus dólares, comprar un futuro de dólar a unos meses, como cobertura, y poner sus pesos al 20% anual. Esta decisión competiría contra una expectativa de alza en el precio de la soja de un 20%; es decir, debe esperar un precio cercano a los 650 dólares. Si esta es la explicación de la actual política cambiaria y monetaria, salvo que sea extremadamente coyuntural, no tiene demasiado sentido, teniendo en cuenta que dólar bajo y tasas altas, en realidad, implicarían en poco tiempo (además de un enfriamiento de la economía) un cambio de rumbo en el modelo productivo actual.

Otro argumento supone que la apreciación cambiaria es un castigo para aquellos que especularon contra el peso, y esperan que el dólar vuelva a los niveles previos al 9 de mayo. Por su parte, desde el BCRA plantean también que la política de vender con la cotización alta y comprar abajo les genera importantes ganancias por diferencia de cotización.

Sin embargo, las ganancias del BCRA por vender caro y comprar un poco más barato son insignificantes en relación con su balance. En el mejor de los casos, estimamos que

las ganancias por diferencia de cotización en estos tres meses no superan los 50 millones de pesos. Por otro lado, si el dólar vuelve a los niveles previos, habrá que considerar las pérdidas que tendrá el BCRA por haber vendido en el mercado de dólar a futuro a precios inferiores.

Por el lado de los que supuestamente especularon contra el dólar, no resulta muy convincente su objetivo de obtener ganancias de cotización con el dólar, apostando a ganarle la pulseada al Banco Central en el mercado cambiario, conocedores del stock de dólares que posee. Si bien es posible que en un primer momento hayan sido los grandes jugadores los que atacaron contra el peso, viendo la evolución de los depósitos de mayores montos, queda claro que los grandes jugadores se quedaron consiguiendo mayores tasas de interés, y esperando la caída del dólar.

De todos modos, los costos y beneficios de esta decisión del gobierno deben también valorarse en una dimensión diferente a la meramente cuantitativa.

Si suponemos que en realidad los que apostaron contra el peso sabían que no tenían chances de ganarle la pulseada al BCRA, por la diferencia de stocks de dólares entre el BCRA y cualquier jugador del sector privado, es posible suponer que su jugada apuntaba más bien a generar desestabilización en un tema sensible como la cotización del dólar de este país.

Desde este punto de vista, el objetivo lo han cumplido: hay incertidumbre sobre el valor futuro del dólar, lograron desestabilizar el mercado de fondos, haciendo subir las tasas, y generaron nuevos mecanismos para obtener rentas elevadas medidas en dólares.

La hipótesis de que la fuerte suba de tasa fue un golpe intencionado también se corrobora porque la tasa de interés subió de manera desproporcionada en relación con la caída de depósitos. Un argumento adicional, ya planteado, es la segmentación entre las tasas que se pactaron para los grandes depósitos y para los pequeños.

Obviamente, esto forma parte del movimiento especulativo de los bancos (del sector afín a los grupos financieros). Entonces, si los grupos financieros piensan dos o tres jugadas para adelante, y saben como va a reaccionar el BCRA ante una corrida contra el peso, resulta viable suponer que en realidad, aunque parezca contradictoria intuitivamente, la movida especulativa era para lograr suba de tasas y apreciación cambiaria.

Si esta hipótesis es cierta, no se entiende por qué el BCRA reaccionó como esperaban que reaccione, y por qué apreció la moneda doméstica. Por qué el BCRA bajó el dólar mucho más allá de lo necesario, y por qué también bajo el dólar en el mercado a futuro, propició la suba de tasas, y le amplió al 100% a los bancos la posibilidad de operar en el mercado de dólar futuro (a través de la Comunicación A 4810 BCRA del 10 de junio de 2008).⁴

Los efectos del cóctel de medidas son variados, pero el más evidente es el fuerte incentivo al ingreso de capitales especulativos. Con el dólar futuro en los niveles del dólar presente (spot) se verifica un negocio redondo con cero riesgo cambiario para el que posee dólares (y garantías). Vende sus dólares, pone los pesos a tasas del 20% anual, y se cubre comprando un contrato de dólar futuro, que paga recién cuando vence su plazo con veinte por ciento más de pesos. Este es un incentivo fenomenal para el ingreso de capitales desde el exterior. Sin riesgo cambiario se obtienen tasas de interés 4 veces superior a las que se pueden conseguir en Europa o Estados Unidos. Para evitar el ingreso de capitales especulativos, la relación entre dólar actual y dólar futuro debería ser igual a la tasa de interés interna.

En segundo lugar creció la incertidumbre sobre el valor del dólar (sobre todo a la baja).

4) Si bien no hay datos oficiales actuales publicados sobre evolución de los depósitos por tramos, Pagina 12 en el suplemento CASH del domingo 15 de junio publicó en una nota titulada "El chiquitaje tuvo miedo" datos oficiales que muestran que la caída en los depósitos se produjo en el tramo de depositantes de montos inferiores al millón de pesos

No se sabe si se profundizará la tendencia a la caída o volverá a los niveles previos al conflicto. Por lo pronto, el dólar más bajo genera nueva demanda desde aquellos que consideran que está barato. Si se queda en los niveles actuales, ya implica una apreciación importante de la moneda. Si vuelve a subir puede verificarse una nueva corrida contra el peso pero en un nivel más bajo. Concretamente ahora el mercado cambiario es más volátil.

Por último, las tasas de interés se encuentran en niveles que duplican los de antes del conflicto, lo cual complica severamente las posibilidades de financiamiento para cualquier tipo de proyecto productivo. Adicionalmente, también se amplió la brecha entre la tasa prime y las tasas a la que se financian las empresas PyMEs o las familias.

Entonces, efecto castigo o cambio de tendencia, lo concreto es que los bancos y muchos capitales financieros están haciendo negocios fabulosos estos días, en medio del caos en la distribución de los bienes esenciales de este país.

Un primer análisis fundamental

A grandes rasgos, ya conocemos cuál es modelo económico que pretenden los que podríamos englobar como grupos financieros. Básicamente, bancos, capitales que manejan las empresas de servicios públicos privatizadas y acreedores externos quieren un dólar más barato que les permita aumentar su facturación medidas en moneda extranjera, que aumente la capacidad de repago de la deuda externa (a partir de una mayor recaudación en dólares del Sector Público) y que mejore en general la relación de precios de los servicios con los bienes. Por su parte, los procesos de apreciación de la moneda doméstica (generados por ingresos de capitales promovidos por altas tasas de interés locales) suelen bajar la inflación, porque acotan la posibilidad de subir precios internos de bienes a partir del abaratamiento de los bienes importados. Los gobiernos se tientan con apreciar la moneda porque la pelea contra la inflación es mucho más sencilla que con un tipo de cambio alto. Sobre todo en un país como la Argentina donde se suma el hecho que buena parte de lo que exporta es lo que come la población, directa o indirectamente. El caso más cercano en tiempo y distancia es Brasil. Subió la tasa, hubo fuerte ingreso de capitales, apreció la moneda y contuvo la inflación.⁵ Nuestro caso más conocido de apreciación del peso y contención de la inflación (de bienes) es la Convertibilidad.

Los que plantean que hay que enfriar la economía para controlar la inflación (subir tasas de interés), militan para este sector que englobamos (con temor a simplificar demasiado) como afín a los grupos financieros. En realidad son enfriadores de la producción de bienes. No quieren que la economía se estanque, quieren renta financiera y mejorar las condiciones para producir servicios.

También, aunque parezca insólito, se ha empezado a hablar mucho en estos días sobre la deuda externa y la posibilidad de un nuevo default. El Financial Times, por ejemplo, plantea ahora que la deuda externa argentina está en los niveles del 2001. Cualquier cosa que nos remita al 2001, claro está, nos transporta al borde del precipicio. No es intención de esta nota gastar muchas líneas en refrescar que la situación actual es diametralmente opuesta a la del 2001, que ahora no dependemos del ingreso de capitales, que hay un sostenido superávit de balanza comercial, que el Estado tiene capacidad de señoreaje y de manejar la política cambiaria, etc. El punto es que parece haber acciones bastante coordinadas desde el sistema financiero para torcer el rumbo actual del esquema macroeconómico.

5) A través de esta comunicación el BCRA se flexibiliza la posibilidad de los bancos de operar con dólar futuro del 75% al 100% de la responsabilidad Patrimonial Computable.

En suma, si baja el dólar (o no sube por mucho tiempo y hay inflación alta), los grupos afines a los centros financieros van a ganar. Los que producen bienes van a tener una situación cada vez más complicada, porque se le planchan los precios de venta y le suben los costos de los servicios.

Justamente, la primera gran definición de tener un tipo de cambio alto es propiciar la producción de bienes versus la de servicios. La consistencia del modelo actual requiere que el dólar sea alto.

En el mercado cambiario, el asunto empezó como corrida contra el peso, pero luego devino en fuerte suba de tasas y caída del dólar.

Entonces, podríamos suponer que lo que está en juego, también en el plano financiero y cambiario, es el modo de acumulación que gobernó a la economía argentina durante estos últimos cinco años. En la edición anterior de la revista entrelíneas hemos realizado un extenso análisis sobre los diferentes modos de acumulación que están en juego en la actualidad. Nuestra hipótesis central es que los conflictos actuales responden a dos modelos de país bien diferentes. Si bien es prematuro aventurar conclusiones en este sentido, la sensible suba de tasas de interés y la importante caída del dólar de estos últimos días, genera dudas sobre la continuidad del esquema macroeconómico actual.

Los sucesos

En los tres gráficos que mostramos a continuación se puede observar los principales movimientos ocurridos en los mercados financieros y cambiarios en estos últimos tres meses.

En el primer gráfico se muestra la evolución de la cotización del dólar en el mercado mayorista y las variaciones de reservas internacionales, variable proxy de las compras y ventas de dólares que realizara el BCRA. En el segundo gráfico, se muestra la evolución de la demanda de dinero (preferencia por la liquidez) y los depósitos a tasa totales del sistema. En el tercer gráfico se muestran las principales tasas de interés de la economía. Los tres gráficos deben mirarse juntos para entender lo que sucedió en el sistema financiero y cambiario.

1. Hasta el 9 de mayo la cotización del dólar se movía en un entorno entre los 3,15 y los 3,19 pesos. Hasta ese entonces se verifican tres episodios de intento de ataques contra el peso. El BCRA dejó subir un poco la cotización y vendió desde un nivel más alto al del inicio de la minicorrida. Salvo el 24 de abril (renuncia del Ministro de Economía) el BCRA no había tenido que vender sumas significativas. En el gráfico se verifica que las fuertes ventas del BCRA se dan para bajar la cotización del dólar.

2. Entonces, a partir del 9 de mayo, y explicado por las ventas de dólares del BCRA, la cotización del dólar bajó de 3,19 a 3,04 pesos.

3. La preferencia por la liquidez (circulante + cuenta corriente + caja de ahorro) subió considerablemente hasta que comenzaron a subir las tasas. Desde el 11 de marzo hasta el 9 de mayo, la demanda de dinero crece en 10 mil millones de pesos; esto es aproximadamente un 5,6%. Este crecimiento en la preferencia por la liquidez es consistente con tasas de interés relativamente bajas como las que se operaban hasta ese entonces. Lo que resulta menos explicable es el aumento en la demanda

de dinero en medio de las supuestas corridas contra el peso que se promocionaron durante esos días. Al subir las tasas, la demanda de dinero cae y se traslada a los depósitos a plazo. Esta caída posterior sitúa a la demanda de dinero en niveles levemente superiores a los que se registraban con anterioridad al 11 de marzo.

4. Lo segundo que llama la atención es que desde la autoridad monetaria se instrumentaron mecanismos para recomponer la liquidez del sistema (no renovación de letras, pases a los bancos, ventas de dólares en el mercado futuro, entre las principales) para recomponer “la demanda de dinero”. En la “aclaración 2” al final de esta nota se plantean algunos problemas conceptuales en torno a la demanda de dinero que pueden explicar este mal entendido. En general, el problema es que se involucra dentro de la demanda de dinero a los depósitos a plazo, que en realidad no se engloban dentro de la preferencia por la liquidez, sino que son activos financieros.

5. Por su parte, la caída en los depósitos a plazo, si bien no fue tan significativa, sí va en la dirección de explicar el aumento en la demanda de dólares. Entre el 24 de abril (renuncia del Ministro de Economía) y el 9 de mayo se produce la caída más importante en los depósitos a plazo. Los depósitos a plazo caen unos tres mil millones de pesos durante esos días, lo cual representa una caída del 2,4%. Luego, con bastante variación, se mantuvieron estables en torno al piso que se estableció luego de la caída. Es decir, la autoridad monetaria no obtuvo grandes resultados en cuanto a la recomposición del nivel de depósitos a plazo fijo.

6. Al interior de los depósitos a plazo, como ya hemos remarcado, los que cayeron fueron los de menores montos. Los depósitos de más de un millón de pesos crecieron casi un 10%.

7. La posterior suba de los depósitos a plazo se da a partir del fuerte incremento en las tasas de interés. Pero se puede verificar que la suba de tasas se produce cuando la tendencia del dólar ya era claramente decreciente.

8. Después comenzó la estrategia del BCRA para bajar las tasas de interés. Se destaca, en esta dirección, la política hacia el mercado de dólar futuro. El BCRA bajó el precio del dólar futuro para incentivar las ventas de dólares en el presente contra compras en el futuro, para así incrementar la liquidez del sistema. También utilizó la no renovación de vencimientos de letras para incrementar la liquidez.⁶

9. Sin embargo, las tasas no cedieron demasiado, aun en un contexto de abundante liquidez. La tasa de préstamos entre bancos (call), que es el principal indicador de la liquidez de los bancos, casi no subió durante este período, situándose en torno al 9% anual. Con la caída del dólar futuro, los bancos pueden ahora financiarse a una tasa de aproximadamente la cuarta parte.⁷ Los dos pequeños picos que se ven en el gráfico en la tasa call reflejan los tenues episodios de menor liquidez de los bancos (coincide con la caída de los depósitos). Pero estos dos episodios se dan cuando el dólar ya se encontraba en franco descenso. Es

6) De los más de dos mil millones de pesos de Lebac y Nobac que vencieron durante la semana del 9 al 14 de junio, el BCRA renovó aproximadamente por mil millones de pesos

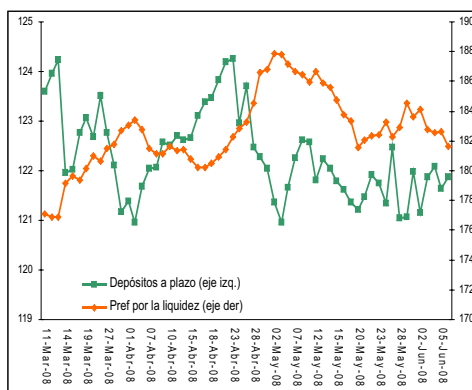
7) La diferencia entre el dólar actual y el futuro a un año es de aproximadamente un 2,8%, la cuarta parte de la tasa call. Los bancos pueden vender dólares hoy, comprar un futuro a un año y financiarse al 2,8% anual

decir, la menor liquidez momentánea de los bancos vuelve rápidamente a la normalidad y la tasa a la cual se prestan se encuentra estabilizada en torno al 9% anual.

10. Lo que resulta desproporcionado en función a la caída de los depósitos y a la liquidez de los bancos, es el sensible aumento en las tasas de interés, tanto de los préstamos como de los depósitos. La tasa a la cual se financian las empresas de primera línea (prime) se duplicó en un mes, y ahora se encuentra estabilizada en torno al 25% anual. Por su parte, la tasa de interés que pagan los bancos por los plazos fijos también se duplicó, del 8% al 16%, en promedio, aunque actualmente muestra una leve tendencia decreciente.

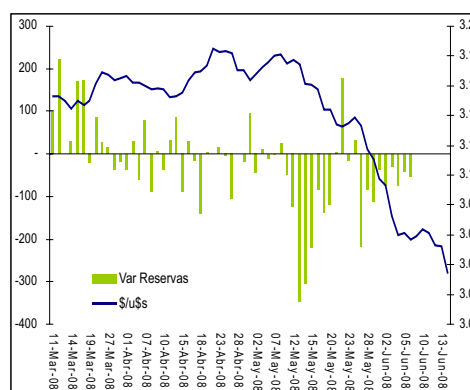
11. Con las tasas actuales, se obtienen rentas en dólares del orden del 16% anual. Cuatro veces superior a la tasa de los países centrales. Esto podría generar importantes ingresos de capitales y profundizar la tendencia actual a la apreciación del peso.

Evolución de los depósitos a plazo y de la preferencia por la liquidez (en miles de mill. \$)



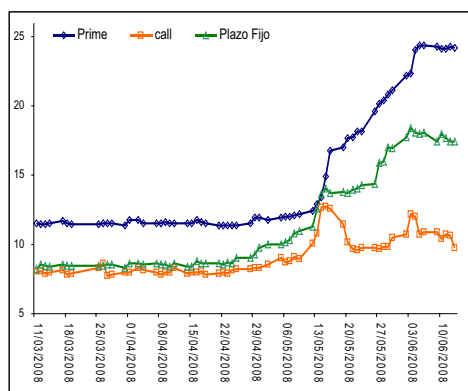
Fuente: Ciepyc en base a datos del BCRA

Evolución de la variación de Reservas (mill.u\$s) y dólar mayorista



Fuente: Ciepyc en base a datos del BCRA

Evolución de las principales tasas de interés



Fuente: Ciepyc en base a datos del BCRA

Reflexiones finales

Nuestra hipótesis central, que estuvo presente en la mayoría de las notas de la revista Entrelíneas desde que se manifestara con cortes la rebelión fiscal del agro, es que lo que subyace al conflicto es una discusión más profunda sobre dos modelos diferentes de país. Un nuevo modelo social dual de base agroexportadora, sin intervención estatal en la producción y comercialización de alimentos, obra pública limitada a infraestructura de transporte de granos, liderado por la renta agropecuaria, con subsidios irrisorios a una masa de pobres engrandecida por una clase media que se derrumbara por cada traslado de la tendencia infrenable de los precios internacionales al aumento de los alimentos. Y otro modelo basado en la dinámica del salario, con protección cambiaria para la industria manufacturera, y captación por parte del Estado de la renta que generan los recursos naturales. Con muchas contradicciones internas de cada lado, las dos caras visibles del conflicto representarían a cada modelo.

Como expresamos en la editorial, se abre una etapa de larga indefinición sobre el modo de regulación de la economía para los próximos años. Un ejemplo de esta etapa de indefinición es el desenvolvimiento actual y futuro de los mercados financiero y cambiario. Este constituye una clave para entender como se irá redefiniendo el modelo. Si el sistema financiero continúa con los niveles de tasas de interés que se están verificando en estos días, no hay posibilidad de sostener los niveles de crecimiento económico que viene mostrando el país. Tasas del 25% anual para préstamos a empresas de primera línea funcionan como un freno de mano para el crecimiento de la actividad productiva. Por el lado cambiario, la apreciación de la moneda, junto al seguro de cambio implícito que implementó el BCRA en estos días, genera altas rentas medidas en dólares y un fuerte incentivo al ingreso de capitales.

Los próximos acontecimientos servirán, entonces, para darnos cuenta, si lo cambiario y financiero es sólo "efecto castigo" contra los que especularon contra el peso, o si pasamos decididamente a un esquema motorizado por fuertes rentas financieras medidas en dólares, cuya principal manifestación será el final del régimen de acumulación de estos últimos 5 años, más allá del obvio enfriamiento de la economía.

Aclaración 1: el mercado a futuro del dólar y la operatoria del BCRA

a. Cómo funciona el mercado a futuro

El dólar cotiza en el mercado presente (spot, le dicen) y en el mercado a futuro, con vencimiento de plazo al final de cada mes y año. Se puede comprar o vender dólares en el mercado spot o en el mercado a futuro.

Tomemos los valores del dólar del día 17 de junio. Cotizó a 3,035 pesos y el futuro a un año 3,12 pesos. Supongamos que el dólar dentro de un año vale 3,3 pesos. Poniendo una garantía del 10% del contrato se puede comprar dólares a 1 año al precio de 3,12 pesos. Supongamos que la compra es de 1 millón de dólares. Entonces se necesita tener 100 mil dólares para depositar como garantía (más los costos de comisión, etc.). Si al cabo del año el dólar vale 3,30 pesos, el que compró el contrato ganó 18 centavos de pesos por dólar. Ganó 180 mil pesos. Pero no necesita tener los \$3.120.000 pesos para pagar el millón de dólares que compró y luego venderlo a \$3.300.000. Directamente (se "calzan" las operaciones) se lleva los 180 mil pesos.

Entonces, con \$303.500 ganó \$180.000. Obtuvo una tasa del 59,3% cuando el dólar en un año subió el 8,7%. Es decir, si hubiese comprado un millón de dólares el 17 de junio (\$3.035.000) y lo vendía a 3,30 pesos al año, ganaba \$265.000. Ganaba ese 8,7%: $\$265.000/\$3.035.000$. Pero con ese millón de dólares podría haber comprado 10 millones en el mercado futuro. Ponía de garantía el millón y al año, si el dólar iba a \$3,3, ganaba \$1.800.000 (18 centavos de peso por dólar), la misma rentabilidad: 59,3% contra 8,7%. Con el mismo dinero gana 1,8 millones de pesos contra los \$265 mil. Siete veces más. Esa es la magia de la palanca que generan los mercados a término.

Pero no todo es color de rosa. Si el dólar en vez de subir, baja, empiezan los problemas. Supongamos el caso grosero que el dólar baje a 2 pesos. En nuestro ejemplo el comprador perderá \$1,12 pesos por dólar comprados. Perderá un millón ciento veinte mil pesos. Esta obligado a comprar algo a \$3,12 cuando en el mercado vale \$2. El comprador puso originalmente de garantía U\$S100 mil (\$303.500), entonces, deberá poner una diferencia de \$816.500. En la medida que el dólar baje, la comisión de valores le irá exigiendo que agregue garantías hasta completar su pérdida al momento del vencimiento del contrato. Estas situaciones generan un sesgo adicional a la venta, mucho mayor que la que se produce en los mercado spot. Esto sucede en los mercados a términos de todos los productos que cotizan.

Lo mismo se puede pensar del que vende en el mercado futuro. Si el dólar baja, gana y si el dólar sube, pierde. Si el dólar sube mucho deberá también reponer garantías. Y salir corriendo a comprar más dólares, lo cual genera una dinámica viciosa hacia arriba.

Por último, si hay apreciación cambiaria, no es que los privados vayan a perder por haberse asegurado a un dólar más caro. Su negocio ya está hecho de movida, pero ganarían menos que si no se hubieran cubierto. Eso menos que ganarían es lo que recuperaría el Banco Central en caso que el dólar esté más bajo dentro de un año.⁸

b. Cómo financiarse con los mercados a futuro

Con las cotizaciones del dólar del 17 de junio, teniendo dólares, podemos financiarnos a un año a una tasa de tan sólo el 2,8% anual. Esta tasa se obtiene vendiendo los dólares

8) Es como asegurarse con 21 contra un posible black jack de la banca. Si no hace black jack, ni 21, se pierde el seguro, pero de todas maneras se gana, aunque menos que si no se hubiese asegurado.

hoy a \$3,035 y comprando hoy un futuro a un año de \$3,12. Por el millón de dólares del ejemplo obtenemos hoy \$3.035.000 y tendremos que pagar dentro de un año \$3.120.000. Es decir, los \$3,035.000 que conseguí hoy por un año me cuestan \$85.000, que es la diferencia hasta llegar a los \$3.120.000. El 2,8% anual surge de $\$85.000/\$3.035.000$. Entonces, cuanto más baja la cotización de dólar a futuro menor la tasa de interés para financiarse.

Esto es precisamente lo que buscó el BCRA. Vendió muchos dólares en el mercado a futuro para bajar su cotización y hacer que los bancos se puedan financiar a una tasa muy baja vendiendo sus dólares. El BCRA, con el 10% de los dólares (por las garantías) vendió a futuro e hizo que el resto del mercado venda en el mercado presente (spot). La tasa de interés entre bancos está en torno al 9,25% anual y la operatoria con dólares le permite a los bancos financiarse al 2,8% anual. Entonces, gastando poca pólvora, el BCRA logra bajar el dólar y las tasas.

Con el dólar futuro a corto plazo (vencimiento fin de junio o julio) la situación se dio vuelta. El vencimiento a julio llegó a estar abajo del valor presente. Con lo cual, el costo del financiamiento fue negativo. Es decir, se gana plata segura vendiendo dólares hoy y comprando un futuro a un mes.

Sin embargo, los resultados no son siempre los supuestamente deseados por la autoridad monetaria. Como las tasas de interés de los plazos fijos subieron mucho, resultó ser un negocio seguro y muy rentable, vender los dólares hoy, comprar el futuro a un año y hacer un plazo fijo con los pesos obtenidos.

La tasa de interés de plazo fijo para grandes inversores se encuentra actualmente en torno del 20% anual. Con un millón de dólares se obtiene en el año \$607.000 de intereses en pesos. Al cabo del año se cobra el plazo fijo por \$3.642.000 (los \$607.000 de intereses más los \$3.035.000 de la venta original de dólares). Con todos esos pesos se compra los dólares a \$3,12, tal cual había pactado en el contrato a futuro, y se obtienen u\$s 1.167.307. Es decir, sin riesgo, se obtiene en dólares una tasa del 16,7% anual. Más de cuatro veces la tasa que se obtiene en los centros financieros internacionales.

El efecto es una fuerte promoción al ingreso de capitales. También propicia la obtención de altas rentas en pesos y la apreciación cambiaria. Salvo que el BCRA haya decidido perder mucha plata, la señal concreta que emite al vender en el mercado a futuro es de apreciación de la moneda doméstica (caída del dólar).

Por el lado de los "enfriadores", se podría pensar que la movida les salió bastante bien. Generaron rumores de alza del dólar que hizo que los pequeños inversores salieran corriendo a comprar dólares, subieron las tasas, por la supuesta falta de liquidez, y consolidaron un esquema de altas rentas medidas en dólares. Si este esquema continúa o se profundiza, implicará lisa y llanamente el principio del final del modo de acumulación de estos últimos cinco años. Si se revierte, y vuelve el dólar y las tasas a los valores previos, solamente se trató de un fabuloso negocio de corto plazo, pagado por la autoridad monetaria, que deberá registrar pérdidas por diferencia de cotización entre lo que vendió el dólar a futuro y su cotización en ese momento.

En la Argentina se encuentra vigente una regulación a la salida de capitales, con un encaje del 30%, para aquellos fondos que salgan del país con anterioridad al año. Sin embargo, esta norma no alcanza a las especies financieras que ingresen por la comisión de valores. Un inversor extranjero que quiera ingresar al negocio del 16,7% de renta segura en dólares, sólo debe abrir una cuenta comitente en Buenos Aires, comprar

bonos afuera y transferirlos a la cuenta de Buenos Aires. Luego los vende y eludió el control a la entrada de capitales.

El Gobierno nacional podría morigerar sensiblemente el efecto del ingreso de capitales incorporando sólo un artículo al Decreto 616/05 (o a alguna de las resoluciones modificatorias) que diga que también se encuentran alcanzadas por la normativa las especies financieras que ingresen desde el exterior.

Aclaración 2: demanda de dinero y agregados monetarios

En el análisis que hemos realizado sobre la evolución de la demanda de dinero y los depósitos a plazo, planteamos la demanda de dinero como la suma del dinero en circulación en poder del público, los depósitos en cuenta corriente y las cajas de ahorro. Es decir, la preferencia por la liquidez en la economía actual es el dinero en efectivo, los cheques y las tarjetas de débito.⁹

El resto de los depósitos no son demanda de dinero, son colocaciones financieras. La preferencia por la liquidez incluye la demanda de dinero por motivo transacción (y precaución) y la demanda de dinero por motivo especulación. La primera depende del nivel de ingreso de la población y la segunda de las expectativas sobre la evolución futura de los activos financieros. Si uno cree que los bonos o acciones van a bajar (o que la tasa de interés va a subir) se mantiene líquido esperando mejores precios para comprar o mejores tasas para pactar un depósito a plazo.

Esta aclaración se debe a que en la totalidad de los trabajos, tanto privados como del BCRA, se plantean diferentes definiciones de demanda de dinero, según incorpore o no los depósitos a plazo. Por ejemplo, hay una demanda de dinero M1 que sólo incluye dinero en circulación y cuenta corriente, y otra M3 que incluye todos los depósitos.

Esta indistinción entre lo que es un activo financiero de lo que no lo es, no sólo genera la imposibilidad de analizar el comportamiento de la preferencia por la liquidez, sino que fundamentalmente tiene el trasfondo ideológico de la economía clásica de suponer que todo ahorro genera interés.

En el capítulo 13 de la teoría general de Keynes (la teoría general de la tasa de interés), el autor plantea la clara distinción entre dos decisiones diferentes. Primero se decide cuánto gastar (y cuánto ahorrar); y luego se decide de qué manera ahorrar. Si se decide mantenerlo líquido (preferencia por la liquidez) o se desea invertirlo en algún activo financiero (plazo fijo, bonos, acciones). La decisión de quedarse con efectivo no genera interés. Por otra parte, escribía Keynes, "la mera definición de tasa de interés nos dice que es la recompensa por privarse de liquidez". Es decir, los depósitos a plazo no son demanda de dinero, es no preferir la liquidez.

Si se leen los capítulos 13 a 15 de la teoría general se entenderá el trasfondo ideológico de esta diferencia en la definición de lo que es demanda de dinero. Dicho muy rápido, la idea de que todo ahorro genera interés implica considerar que la tasa de interés determina el nivel de ahorro e inversión de la economía. Es decir, supone que un descenso en el gasto (gasto público por ejemplo) tiende a bajar la tasa de interés porque aumenta el ahorro; y un aumento en la inversión tiende a subirla. Entonces, a partir de esta teoría nos proponen como fórmula para bajar la tasa de interés, aumentar el ahorro; es decir, aumentar el superávit fiscal (bajar el gasto público). Pero si como planteaba

9) Si bien las cajas de ahorro pagan una tasa de interés, consideramos que dado lo baja que es, suponemos que nadie especula depositando en cajas de ahorro. Dada la generalización del uso de las tarjetas de débito, suponemos que este componente forma parte de la preferencia por la liquidez.

Keynes (pag. 159, Ed. FCE) estas dos cantidades (el ahorro y la inversión) lo que en realidad determinan no es la tasa de interés sino el nivel global de la ocupación, entonces nuestra visión del mecanismo es completamente diferente. Si al bajar el gasto (en vez de aumentar la inversión porque aumenta el ahorro y baja la tasa de interés, según la visión clásica), se reduce la ocupación y el ingreso, también baja el ahorro porque hay menos ingreso en la economía. Entonces el enfriamiento de la economía, o reducción del gasto público, lo que genera en realidad es una mayor tasa de interés y una segunda vuelta de reducción de la inversión, la ocupación y los ingresos.

Esas suelen ser las recomendaciones de política de organismos multilaterales o lo que englobábamos como grupos financieros, que luego generan recesiones, altas tasas de interés y fuertes negocios especulativos para los privilegiados que poseen muchos recursos y garantías para aprovechar esas oportunidades.