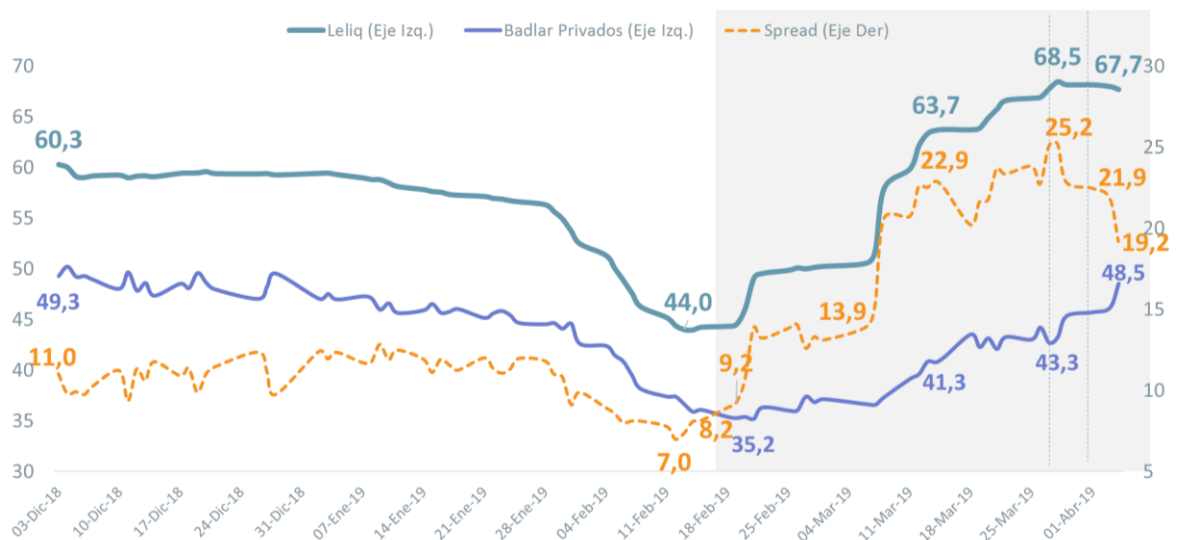


¿El objetivo es la inflación o el tipo de cambio?

Ante la amenaza de una nueva estampida del dólar que se manifestaba con fuerza a principios de la semana anterior, el BCRA decidió una vez más introducir cambios adaptativos en el régimen monetario vigente. Dos medidas fueron centrales. La primera, permitir que los bancos tengan posiciones en Leliq de hasta el 100% del promedio mensual de saldos diarios del total de depósitos en pesos –o de su responsabilidad patrimonial computable, lo que sea mayor–. Este límite era anteriormente del 65%. Esta norma se orienta a incrementar la demanda de Leliqs, lo que podría contribuir tanto a darle un respiro a las tasas de interés como a que los bancos tengan incentivos más fuertes para retener los depósitos a plazo fijo. Uno de los principales temores del Central es que una caída en la demanda de esos depósitos vaya a alimentar la demanda de divisas. La segunda medida consiste en garantizar una tasa mínima de 62.5% para las Leliqs hasta fin de abril. **Se busca que los bancos le pasen a los ahorristas los aumentos de tasas de interés que paga el Central**, algo que sólo estaba ocurriendo de manera muy lenta. Hay que considerar que el jueves pasado, por ejemplo, mientras la tasa de las Leliqs estaba en 67.69%, la tasa Badlar estaba en 48.5%. **Una brecha de 19.2pp que hace que la potencia de las tasas que paga el Central a los bancos para desincentivar la compra de dólares por parte de los particulares se amortigue** significativamente al ser tanto menores las tasas pasivas. **Un argumento para justificar esta amplia brecha era que los bancos asumían el riesgo de tasas de interés.** Como las Leliqs son de duración menor a los depósitos a plazo a un mes, si los bancos pagaran una tasa alta por los depósitos y la tasa que paga el Central por las Leliqs cayera en el ínterin, los bancos tendrían una pérdida. Con esta medida el argumento pierde fuerza. **Ahora el Central garantiza que la tasa de las Leliqs no puede caer a menos del 62.5%. Es un seguro de tasas que el Central le brinda a los bancos.**

Leliq, Badlar privada y Spread. En %



ABECEB

hacemos más real la economía real

Para acelerar el proceso se espera que los bancos oficiales lideren y aumenten la tasa que pagan por los depósitos. Vale acotar, en este contexto, que **pareciera que al Central le está costando generar un clima de competencia que sea funcional para reducir la brecha** entre las tasas de las Leliqs y las tasas pasivas. **Esto es así porque, por un lado, los bancos perciben que el Central no tiene otra opción que renovar las Leliqs** que vencen para cumplir con el objetivo de restringir la base monetaria según lo acordado con el FMI y, por otro, **sólo a los bancos les está permitido comprar esos papeles**. Para poner un ejemplo, si los particulares pudieran comprar Leliqs la brecha entre la tasa del Central y las pasivas sería seguramente menor. Por supuesto, el experimento de permitir a los particulares comprar papeles utilizados para hacer política de mercado abierto ya se hizo con las Lebac y no fue exitoso. Pero el punto es que la brecha de tasas parece excesiva probablemente porque **el régimen facilita que los bancos de hecho tengan incentivos débiles para aumentar las tasas** siempre que la demanda de depósitos no caiga mucho. **En marzo, al menos, las tasas de plazos fijos y la indexación fueron suficientes para que se mantenga la demanda por los mismos, aunque hayan desaparecido las altas tasas de crecimiento de enero o febrero. Así, no se puede descartar que los bancos le estén cobrando al Central un precio algo elevado por "ayudarlo" a realizar la política monetaria.** Y por supuesto no es una ayuda menor ya que siempre es más seguro tratar con entidades que están reguladas y bajo la tutela de la autoridad monetaria que con el público en general.

Cuando se mira desde esta perspectiva, se puede interpretar que con estas medidas **el Central estaría buscando adaptar el régimen en busca de un esquema de tasas que sea capaz de cumplir con el doble objetivo de, por un lado, pagar el "precio exacto" a los bancos por intermediar y, por otro, evitar la temida caída en la demanda de depósitos.** Esto último no sorprende. Una debilidad conocida de los regímenes basados en metas de moneda es la dificultad para identificar cuál es la demanda de dinero. No se los aconseja justamente por eso.

Un punto adicional es que, mientras duren, **estas decisiones del COPOM (Comité de Política Monetaria) significan un cambio sustancial en la lógica de funcionamiento del actual régimen monetario: la tasa de interés pasa de ser endógena** (determinada totalmente por el mercado) **a ser parcialmente exógena** (determinada en parte por el Banco Central). Ahora **el BCRA deberá absorber pesos por encima de la meta de base monetaria si las tasas de interés muestran tendencia a caer**, algo que se esperaría que ocurra ante la liquidación de los dólares de la cosecha gruesa a partir de este mes y el desembolso de los aproximadamente 10.000 millones del FMI. Si el incremento de la oferta de dólares satisface en mayor medida a la demanda y se desactiva la amenaza cambiaria, la tasa tendría más espacio para moverse hacia abajo. **De hecho, que la medida sea acotada a abril parece sugerir que el COPOM espera que la situación cambie en breve.** De lo contrario la medida debería regir por un período más extendido. Parece razonable. **Pero también hay que considerar que este tipo de medidas, tomadas de manera muy coyuntural no ayudan a anclar las expectativas.** Si el Central establece normas que duran un mes, lejos está de brindar al mercado la impresión de que está tomando decisiones con un horizonte más o menos cierto.

Nótese, por otro lado, que si la tasa de interés tiende a colocarse por debajo de la tasa mínima establecida, la absorción hará que la meta de 1343 MM de base monetaria se sobrecumpla aún más. Esto significa que **la menor incertidumbre sobre la reducción de la tasa se compra con una mayor incertidumbre sobre la evolución futura de la base monetaria. Además, si a los bancos se les permite comprar más Leliqs, hay un doble golpe sobre la evolución del crédito al sector privado: porque se absorbe base y porque las Leliqs desplazan al crédito al sector privado.** En un contexto en que el crédito al sector privado es ya muy escaso, esto no es una buena noticia para el nivel de actividad. **Así, para reducir el riesgo de tasas que deben**

soportar los bancos, se aumenta el riesgo que debe soportar el sector privado. En efecto, por ejemplo, en un marco de fuerte caída de las ventas de bienes durables y aumento de stocks sin vender, será muy difícil conseguir crédito para financiar esos stocks. Asimismo, será difícil financiar el capital de trabajo en general y, por ende, será también más difícil mantener el personal.

Cuando se toman en cuenta estas cuestiones, **parece claro que el Central y el gobierno están asignando la mayor prioridad en sus decisiones de política a evitar una escalada del tipo de cambio.** Mucho se habló de que habría peticiones al FMI para achicar la banda de flotación para cumplir con este propósito. Si la banda se achicara, ello permitiría al Central intervenir antes para evitar que el tipo de cambio se deprecie. Por ejemplo, si se achicara el tope máximo en un 5%, el Central podría intervenir con un dólar de 48,4 pesos sin esperar a uno de 51,3, como es hoy el caso. Sin embargo, al comprometerse con un piso para la tasa la situación no parece exageradamente distinta. Si el dólar aumenta más allá de lo deseado, el Central sube la tasa, como ocurrió estos días. Si, por el contrario, el exceso de demanda de dólares se achica —o deviene un exceso de oferta por la cosecha y el FMI— y la tasa amenaza con caer por debajo de 62.5%, el Central retiraría dinero automáticamente. Por supuesto, la diferencia es que en el caso de la intervención la absorción/expansión monetaria se haría vía venta/compra de dólares, mientras que en el caso de la tasa la absorción se hace vía Leliq. **Como la suba de tasas aumenta el déficit cuasi-fiscal y las intervenciones cambiarias no, es válido argumentar que el costo de querer al mismo tiempo un dólar acotado y una banda ancha sin intervención es aumentar el déficit cuasifiscal; una estrategia que tiene, como se sabe, límites reducidos de implementación por el riesgo de que el cuasi-fiscal se descontrola.**

Más allá de las bondades de estas medidas, lo cierto es que **sería difícil pensar que la autoridad monetaria está tomando decisiones con plena autonomía. Seguramente, hubo presiones políticas importantes para acotar el incremento del tipo de cambio.** Aun cuando la fluctuación se estaba dando dentro de la banda de flotación y por lo tanto era consistente con el régimen que el mismo gobierno impuso, los efectos políticos de un incremento del tipo de cambio de más del 10% en un período muy breve son bastante difíciles de digerir políticamente. Y este es un año político, sin dudas.

Este último aspecto, al igual que las medidas con horizonte de muy corto plazo ya señaladas, hace más difícil el proceso de afianzamiento de la credibilidad del Banco Central. Esto es así porque **uno de los pilares fundamentales de un régimen monetario creíble es la independencia del Banco Central. Obviamente, esto no se consigue de un día para el otro o aprobando una Ley de reforma de la Carta Orgánica, por más que esto último pueda sin dudas ayudar. El afianzamiento de la credibilidad de un banco central es un proceso y no un evento** y en ese proceso siempre aparecerán presiones políticas. Pero es justamente debido a esto que, siendo realistas, **para amortiguar las presiones políticas que inevitablemente se darán, el Banco Central quizás debería coordinar más sus políticas con otras áreas del gobierno.** En particular en lo que hace a políticas que inciden en los costos y en el grado de inercia de los contratos, especialmente los salariales.