

Transcurridos poco más de cinco meses desde la implementación del nuevo programa monetario estamos en condiciones de ensayar un balance preliminar de sus logros, pero también de sus dificultades a futuro, sobre todo de cara a un año electoral, que puede traer aparejado más de un cimbronazo cambiario.

El zapato

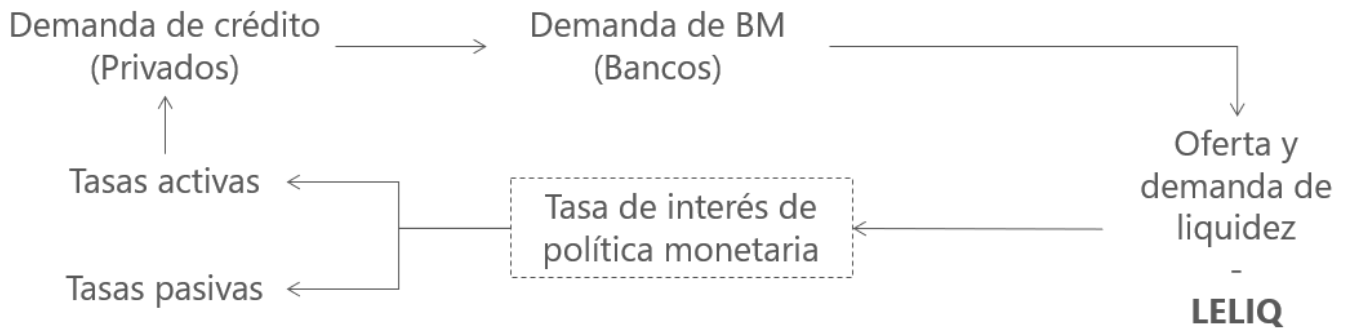
En primer lugar, detengámonos brevemente a analizar la lógica de funcionamiento del actual esquema monetario. A grandes rasgos, se puede decir que el mismo cuenta con dos pilares:

1. Un objetivo de crecimiento cero para la Base Monetaria (BM) [1]: esta medida está basada en el supuesto de que el aumento de la cantidad de dinero es la causa primaria de la inestabilidad nominal (léase tensiones cambiarias y/o presiones inflacionarias). Esta es una regla más o menos arbitraria [2], pero potente desde lo simbólico.

2. Bandas de flotación para el dólar: implican el reconocimiento explícito de que la flexibilidad cambiaria, pilar de las antiguas Metas de Inflación (MI), puede ser disruptiva. La zona de no intervención [3] se actualiza periódicamente al alza siguiendo un criterio no especificado.

Vale la pena hacer un par de comentarios respecto de cada uno de estos pilares. En lo referente al punto 1., notar que la mecánica monetaria implica que la tasa de interés de los instrumentos de política (en este caso, las LELIQ) debe ubicarse en un nivel tal que no crezca la BM. Dicho de otro modo, el BCRA deberá estar dispuesto a encarecer lo suficiente la BM como para que la demanda por parte de los bancos esté restringida ¿Para que necesitan los bancos la BM? Entre otras cosas, para respaldar el aumento de los depósitos que se genera cuando los bancos dan crédito. Es por este motivo que **uno de los principales mecanismos a través de los cuáles del BCRA logra que la BM no crezca es propiciando que los bancos encarezcan o restrinjan el crédito.**

Esquema para la determinación de la tasa de política



Fuente: elaboración propia

La tasa de interés es, evidentemente, una de las dos variables clave para que los agentes económicos decidan que porción de su ahorro mantienen en pesos y qué porción mantienen en dólares. La otra, claro está, es la expectativa de devaluación. Si la tasa de interés es más alta/baja que la devaluación esperada, los dólares perderán/ganarán participación en los ahorros [4].

Ahora bien, bajo el actual esquema monetario, la tasa que logra poner un freno a cualquier aumento de la BM (es decir, la que logra que el crédito no crezca) no necesariamente es la misma que ecualiza los rendimientos en moneda local y aquellos esperados en moneda extranjera ¿Qué quiere decir esto? Que, dada la devaluación esperada, **la tasa de interés necesaria para que el crédito no crezca puede ser más alta/baja que el rendimiento esperado en dólares, lo cual puede generar un ingreso/egreso de capitales que presione sobre el tipo de cambio. Este es un aspecto clave del actual programa monetario.**

Es en este contexto en donde entra en juego el punto 2. del esquema. **Si el tipo de cambio se ubica por debajo de la zona de no intervención, el BCRA puede comprar dólares, inyectando pesos y bajando la tasa de interés**, es decir, reduciendo el “costo de la BM” -recordar que el BCRA sube automáticamente su objetivo de BM cuando compra dólares e inyecta pesos-.

Finalmente, la presión a la baja de la tasa de interés hará que el tipo de cambio vuelva a subir [\[5\]](#).

Esta es una descripción somera de cómo funciona el esquema monetario en el corto plazo. Sin embargo, la actualización alcista de la banda cambiaria - que fue de 3% mensual en 2018 y será de 2% hasta marzo de 2019- hace suponer que **las autoridades consideran que los procesos de sobrevaluación del tipo de cambio real pueden ser nocivos para la estabilidad cambiaria de mediano plazo.**

Si a este marco analítico se suma a) una mayor preocupación por la libre movilidad de capitales -reflejada en el canje de LEBAC - LELIQ, como mostramos [acá](#), así como también en el encaje impuesto a las obligaciones en moneda extranjera que ingresan del exterior-; b) el reconocimiento explícito de que el tamaño de los pasivos remunerados del BCRA puede ser una preocupación -reflejado en los propios informes oficiales, ver [acá](#)- resulta evidente que **el gobierno ha abandonado la visión dogmática que reflejaba la ejecución de las Metas de Inflación**, que no reconocía los peligros de la volatilidad cambiaria y una apreciación excesiva del tipo de cambio. Esto es sin duda un avance importante.

Ahora bien, ¿esto quiere decir que el actual régimen es el mejor arreglo monetario/cambiario posible y que está exento de peligros? En el siguiente apartado veremos que esto está lejos de ser así.

La piedra

Un problema evidente del actual esquema es la amplitud de las metas cambiarias. Entre el mínimo y el máximo de la zona de no intervención hay casi un 30% de distancia, lo cual implica que el Banco Central no puede intervenir en el mercado spot ante una pulsión cambiaria de esa magnitud. En estas circunstancias uno puede decir, sin riesgo de exagerar, que **la crisis cambiaria está adentro de la zona de no intervención.**

La fuerte incertidumbre que tenían las nuevas autoridades del Banco Central en el momento de implementar el esquema, y la innegable injerencia del FMI en el manejo cotidiano de la política monetaria, pueden ser un justificativo para este desperfecto en la implementación. Sin embargo, **en los últimos meses se vislumbró un error no forzado que puede poner en peligro la estabilidad cambiaria en la etapa pre-electoral.**

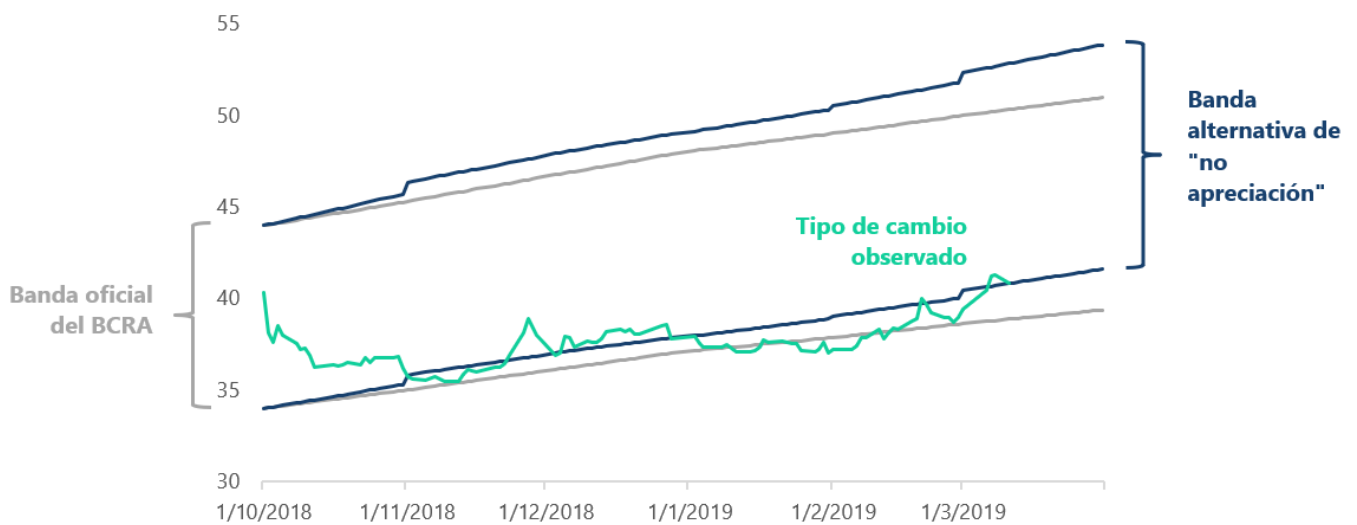
Como advertimos en los párrafos precedentes, en un esquema de control de agregados monetarios, el efecto de la tasa de interés puede generar sub/sobrevaluaciones del tipo de cambio. En este caso, ocasionó lo segundo. En los meses que siguieron a la devaluación de agosto de 2018, **la tasa de interés necesaria para que el crédito no crezca era más alta que la necesaria para que no haya demanda de dólares, lo cual hizo que el tipo de cambio se posicionara sobre la banda inferior de la zona de no intervención.**

Esto último de por sí es un problema para la política monetaria. El sendero predeterminado que el Banco Central fija para la BM hizo que el dólar se haya pegado por varios meses a la banda inferior de la zona de no intervención, lo que activó nuevamente el efecto “bola de nieve” [6].

Hay, sin embargo, otra dificultad, que tiene que ver con que la autoridad monetaria volvió a errar en sus proyecciones de inflación, que sin duda están reflejadas en el cálculo de las bandas cambiarias. En el siguiente gráfico se comparan dos metas cambiarias: las efectivamente propuestas por el Banco Central, y las que resultan de fijar una zona de no intervención consistente con la inflación observada y las expectativas del mercado del Relevamiento de Expectativas del Mercado del BCRA (REM) [7]. Esta nueva banda cambiaria podría llamarse **banda cambiaria de “no apreciación”**, respecto del tipo de cambio real observado a fines de septiembre de 2018.

Zona de no intervención según BCRA y según regla de “no apreciación”

En \$/USD



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Como se observa en el gráfico superior, utilizar una u otra banda tiene distintas implicancias de política. **En el caso de la banda alternativa, el BCRA debió de haber intervenido de manera mucho más frecuente en el mercado de cambios para contener la apreciación.** En efecto, mientras que con las bandas actuales el Banco Central compró dólares el 17% de los días que transcurrieron desde el 1° de octubre de 2018, con la regla alternativa lo hubiese hecho en un 49% de los casos.

Las diferencias entre ambas reglas no son triviales. Si el Banco Central hubiese intervenido utilizando una banda que efectivamente impida la apreciación real, las compras de divisas hubiesen sido mayores, como así también la consecuente expansión de la BM [8]. Este incremento en la BM hubiese bajado el piso de la tasa de interés de política, permitiendo al BCRA mayor margen de maniobra para administrar el fenómeno de sobrevaluación

cambiaría.

Claramente, **una crítica que se le puede hacer a esta banda de “no apreciación” es que una política basada en ella hace que el tipo de cambio tenga menor fuerza como ancla nominal de la economía.** No obstante, la inflación sigue sin responder a la política monetaria contractiva, y es probable que su dinámica esté más asociada al shock del año pasado y a la incertidumbre sobre lo que puede pasar con la economía en los meses venideros que a lo que el gobierno esté haciendo hoy para tratar de controlarla.

El Banco Central ya no tiene margen para cometer errores de diseño o calibración de la política monetaria. La actual regla monetaria demostró ser un esquema excesivamente rígido para lidiar con las circunstancias cambiantes de la economía argentina. La preocupación que en los últimos días está mostrando la autoridad monetaria por contener movimientos del dólar muy cercanos a la banda inferior dan prueba de ello. **El programa monetario entra averiado a la recta final electoral. Resta ver si las autoridades cuentan con la suficiente muñeca como para que alcance la meta sano y salvo.**

[1] Para ser más precisos, a esta definición deben sumarse los ajustes estacionales para los meses de junio y diciembre y el aumento del 1% mensual estipulado para la segunda mitad de este año. Además, esta regla tiene una cláusula según la cual el efecto monetario de las compras de divisas del BCRA se suma inmediatamente al nivel objetivo de BM, o lo que es lo mismo, la inyección de liquidez resultante de la intervención del BCRA no necesita ser

esterilizada.

[2] Esto quiere decir que, a priori, no hay motivo alguno para que en vez de 0% el crecimiento objetivo sea de 1, 2, 3, 4 o 10%.

[3] La zona de no intervención solo aplica para las operaciones de dólar spot, ya que la intervención en dólar futuro está habilitada sin restricciones dentro del esquema.

[4] Esto no quiere decir que no existan otras variables importantes para determinar la composición del ahorro. Sin embargo, a los fines de esta nota es una simplificación que no traerá aparejados mayores costos.

[5] Por el contrario, si el tipo de cambio se ubica por encima de la zona de no intervención, el BCRA vende dólares, pero en esta ocasión el objetivo de BM permanece inalterado, de modo tal que en este caso el BCRA no reserva para sí mismo una mayor potencia contractiva -es decir, mayor posibilidad de subir la tasa de interés-. Más allá de esto último, el mecanismo es similar a como ocurre cuando el tipo de cambio se ubica por debajo de la banda.

[6] Este efecto refiere al fenómeno que se produce cuando la ecuación tasa de interés - tipo de cambio es tal que genera un rápido crecimiento de los activos en pesos. Si las expectativas respecto de esta combinación de variables cambian rápidamente, eso puede tensionar el mercado de cambios, tal como discutimos [acá](#).

[7] Para el mes de febrero se utilizó la inflación producida por nuestro IRP, de 3,6%.

[8] Recordar que las compras de divisas del BCRA son el único factor que, según las actuales reglas monetarias, puede “saltarse” el límite de crecimiento cero de la BM.