

La política de tasas de interés altas y positivas en términos reales implementada por las actuales autoridades del BCRA ha estado sujeta a controversia desde el inicio. Esto se debe no solo al efecto contractivo que imprime al nivel de actividad y a su (por ahora) dudosa efectividad desinflacionaria, sino también a las consecuencias nocivas que traería aparejadas en términos de estabilidad financiera.

El debate público sobre la estrategia de política instrumentada por el BCRA se ha concentrado en torno a la llamada “bicicleta financiera”. En términos sencillos, la misma se produce cuando un inversor utiliza sus dólares para comprar pesos, invierte esos pesos en un instrumento emitido localmente (como las LEBAC) y al vencimiento vuelve a comprar dólares con los pesos obtenidos. El rendimiento en dólares de esta operación dependerá fundamentalmente de lo que ocurra con el tipo de cambio durante el ciclo de vida del instrumento financiero en pesos: cuanto menos aumente el tipo de cambio, mayor será la ganancia en dólares.

Ahora bien, ¿por qué el nombre bicicleta? Una vez finalizada la operación, el inversor puede repetirla una y otra vez, pero con el capital incrementado por cada una de las “vueltas de la rueda”. **El tamaño de la bicicleta supone entonces un serio problema para la gestión de la autoridad monetaria:** cuanto más importantes en volumen sean las apuestas a la bicicleta, peor será la corrida cambiaria que se desatará en el caso de que las creencias de estabilidad cambiaria reviertan en expectativas de devaluación. Dicho de otro modo, **la bicicleta hace inestable la demanda de dinero.**

Bicicleta cubierta y descubierta

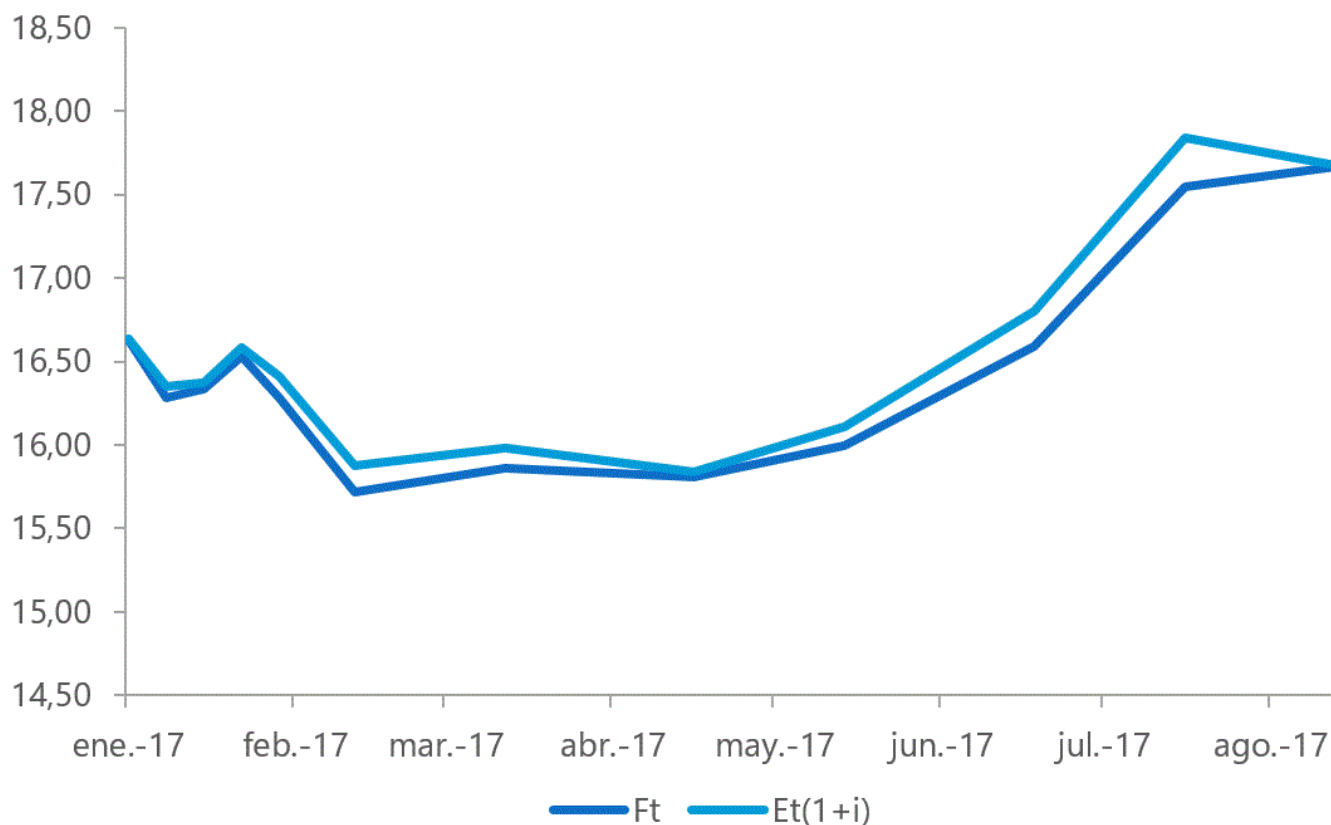
Las condiciones para que proliferen la bicicleta financiera, entonces, son claras: cuanto más elevada sea la tasa de interés, más ancladas estén las expectativas de devaluación y más desregulada esté la cuenta capital, más propicio será el terreno para que los inversores implementen esta estrategia.

La existencia de riesgo es un elemento clave para determinar si existe la posibilidad de una bicicleta financiera, ya que esta operación exige una carga muy baja de incertidumbre. Es decir, cada una de las “pedaleadas” debe permitir al inversor obtener una ganancia en dólares *libre de riesgo* durante un período de tiempo lo suficientemente extenso.

En un mundo incierto, existen instrumentos financieros que permiten mitigar este riesgo. En el caso del dólar, los contratos de “dólar a futuro” cumplen esta función. En el siguiente gráfico se compara la evolución del precio de los futuros de corto plazo efectivamente observados (F_t) con su precio “teórico”, es decir, con el tipo de cambio *spot* multiplicado por la tasa de interés de LEBAC para un plazo equivalente [$E_t (1+i)$] (para más detalle, consultar el Anexo).

Futuro a un mes de plazo y TCN + LEBAC

En \$/USD



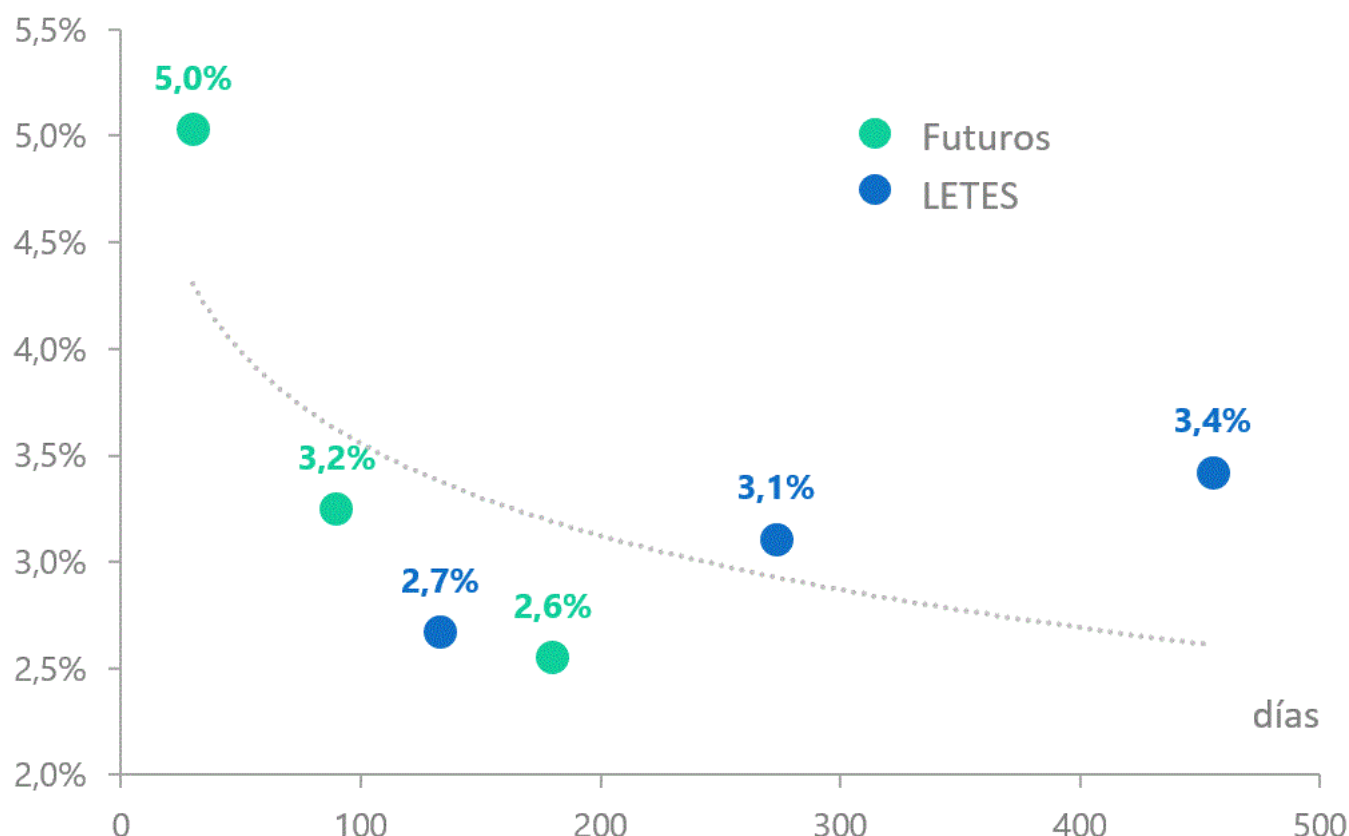
Fuente: elaboración propia en base a BCRA y Rofex

Como se advierte, ambas variables están altamente correlacionadas. Sin embargo, en lo que va del año **el precio efectivo del futuro de dólar se ubica sistemáticamente por debajo del tipo de cambio spot multiplicado por la tasa de interés**. Esto quiere decir que, durante 2017, la operatoria de futuros generó un escenario de tasa de interés en dólares positiva *libre de riesgo*.

Si se compara esta tasa de interés con el rendimiento de las LETES (letras del tesoro de corto plazo en dólares) es posible observar una curva de rendimiento en dólares *invertida*. Esto configuró un escenario muy atractivo para “subirse” a la bicicleta financiera a partir de instrumentos financieros de muy corto plazo.

Curva de rendimiento en dólares

En TNA



Fuente: elaboración propia en base a BCRA, Rofex y Ministerio de Finanzas

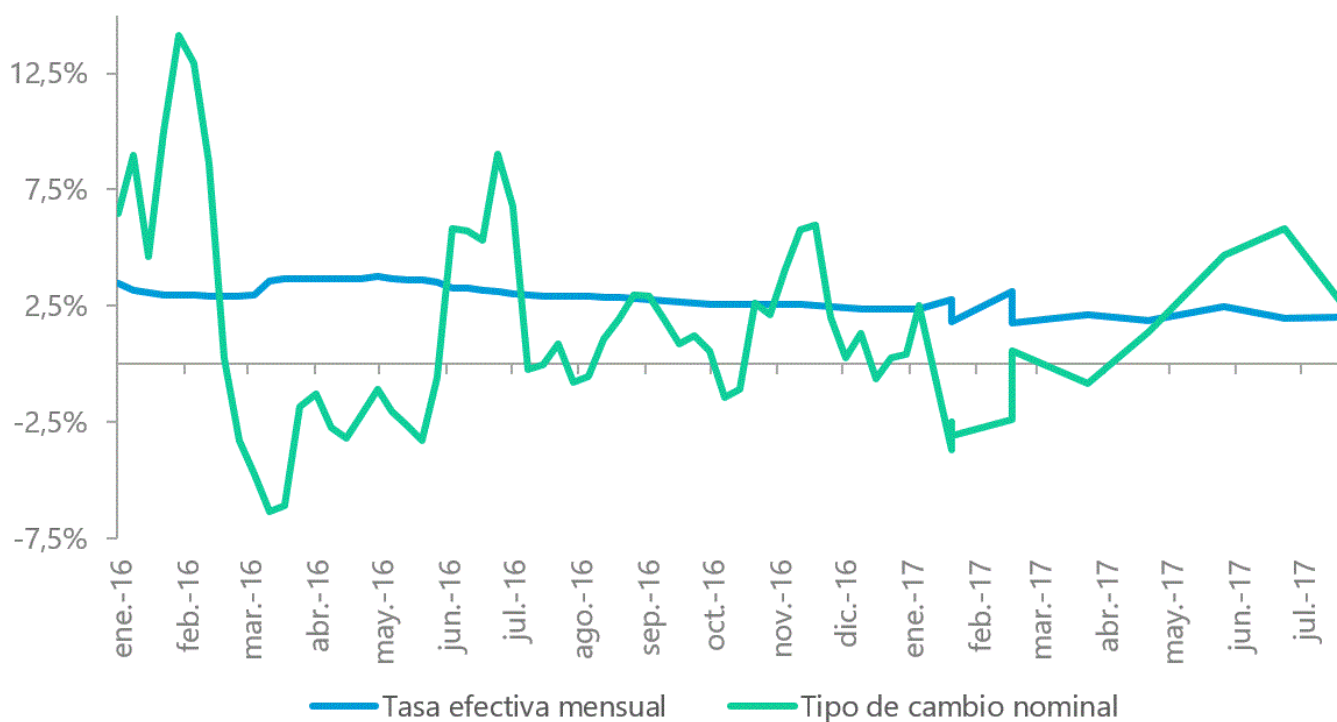
En el caso de que no se cuente con acceso a futuros de tipo de cambio la situación cambia radicalmente, dado que luego de vender dólares y adquirir un activo en moneda doméstica el inversor queda “descubierto”, es decir, su ganancia en dólares dependerá de los movimientos efectivamente observados en el tipo de cambio. **Si se compara la efectividad de la bicicleta “descubierta” desde enero de 2016, es posible observar que durante cuatro períodos específicos** (la escalada del tipo de cambio en febrero de 2016, el Brexit, las tensiones en los mercados de diciembre de 2016 y las elecciones de medio término de mediados de 2017) **la tasa de interés en**

pesos “perdió la carrera” contra el tipo de cambio [1] .

Entonces, una bicicleta que pierde cada 4 o 5 meses, ¿es realmente una bicicleta? Dicho de otro modo, ¿es este un período lo suficientemente largo como para asumir que las pérdidas generadas por la bicicleta no son recurrentes? La pregunta está abierta, y como no existe una definición precisa de “bicicleta financiera”, la incógnita será difícil de develar.

LEBAC de corto plazo y devaluación ex-post

En %



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

De corridas y bicicletas

Como vimos, puede asegurarse con cierto grado de certeza que, **en el caso de que el inversor pueda contar con una cobertura en futuros, la “bicicleta financiera” resultó un esquema de inversión altamente rentable en los últimos meses**. Esta situación es susceptible de forzar dinámicas de apreciación cambiaria que pueden revertirse fácilmente, y que por ese motivo no deben soslayarse: los ingresos de capitales por inversión de cartera ascienden a USD 3.200 millones de en el primer semestre del año y conforman, después de las exportaciones, una de las principales fuentes de divisas por parte del sector privado. En este contexto, la intervención en el mercado de futuros por parte del BCRA se vuelve una opción plausible si lo que se desea es mitigar el riesgo cambiario.

La presencia de una “bicicleta descubierta” es, sin embargo, más discutible, y las implicancias para la política económica parecen aún más relevantes que las referidas a la “bicicleta cubierta”. De lo expuesto más arriba, se desprende que son las propias corridas cambiarias las que desactivan la bicicleta. La política del BCRA de minimizar las intervenciones y su escasa (aunque no inexistente) propensión a garantizar alguna paridad cambiaria en particular son los factores que atentan contra la bicicleta, al imprimirle una cuota de incertidumbre a la evolución del tipo de cambio.

Como ya hemos discutido [acá](#), es la excesiva volatilidad cambiaria la que supone un problema para la economía argentina, dado lo novedoso del régimen de Metas de Inflación y la importancia manifiesta que todavía tiene el tipo de cambio como señal para la formación de precios domésticos.

De este modo, las políticas que desestimulan la bicicleta “descubierta” son susceptibles de comprometer el proceso des-inflacionario que el propio gobierno decidió encarar hace más de un año y medio. En vista de que los objetivos de política pueden ser a veces contradictorios, será necesario entonces plantear cuáles deben ser las prioridades de la política

cambiaría de cara a los múltiples frentes que se le presentan.

Anexo

El precio teórico de un futuro de tipo de cambio se determina utilizando la llamada condición de paridad cubierta de tasas de interés, que puede expresarse de la siguiente manera:

$$(1 + i) = \frac{F_t^{t+P}}{E_t} (1 + i^*)$$

donde i es la tasa de interés en pesos, $F_t(t+p)$ es el precio del futuro negociado en el momento t y que vence en $t + P$, E_t es el tipo de cambio actual o *spot*, e i^* es la tasa de interés en dólares.

Despejando $F_t(t+p)$ de la ecuación anterior obtenemos que:

$$F_t^{t+P} = \frac{E_t(1 + i)}{(1 + i^*)}$$

Alternativamente, si con F se expresa el precio del contrato de futuro efectivamente observado, es posible deducir que:

$$(1 + i^*) = \frac{E_t(1 + i)}{\bar{F}}$$

Esto quiere decir que, en un escenario de libre movilidad de capitales, el tipo de cambio *spot*, la tasa de interés en moneda doméstica y el precio del futuro definen en conjunto una tasa de interés en dólares libre de riesgo.

[1] Por simplicidad, omitimos aquí sumar a la devaluación el costo de oportunidad de la tasa de interés en dólares, dado que las conclusiones serán idénticas a las aquí planteadas.