



Agenda Económica

¿Es sustentable el nuevo esquema monetario?

Noviembre 2018

Resumen ejecutivo

- En las últimas semanas el BCRA logró reducir la tasa de interés en un contexto en el que la salida de capitales de los países emergentes dio un respiro a nivel global. Sin embargo, la perspectiva de nuevas subas de la tasa de interés por parte de la FED y la fragilidad local en ausencia de controles de la cuenta de capital, hacen que se mantenga la elevada vulnerabilidad frente a nuevos episodios de crisis cambiarias en el corto plazo.
- Desde la óptica de la teoría monetaria convencional –a la que suscribe la gestión del BCRA-, la oferta de dinero es un stock exógeno controlado por el BCRA a través de la base monetaria. Asimismo, el nivel general de precios se considera proporcional a la oferta de dinero. En el marco de este pensamiento, si se anula el crecimiento de la base monetaria, se anula el crecimiento de la oferta y, por último, del nivel de precios.
- Sin embargo, siguiendo el enfoque del dinero endógeno, el BCRA tiene herramientas para incidir pero no para determinar el nivel de reservas de los bancos. Es decir, no puede controlar la base monetaria sin la mediación de decisiones privadas, porque no existe mecanismo que vincule linealmente la base monetaria con la oferta monetaria efectiva, determinada por la demanda de crédito.
- La apuesta implícita del BCRA es generar las bases para una nueva fase del carry trade con el multimillonario respaldo en dólares que significa el crédito stand by del FMI, al tiempo que la convalidación de la devaluación del peso y la recesión continúen aliviando gradualmente el resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos.
- El riesgo de nuevas corridas cambiarias está latente, ya sea a través de un sell off de activos en manos de no residentes - que actualmente ascienden a USD 133.000 millones- o por retiros de depósitos en USD, que hoy ascienden a USD 27.000 millones. Por otro lado, si el sector privado comienza a desarmar plazos fijos en pesos (que hoy equivalen a USD50.000 millones), los bancos se verían forzados a vender sus Leliqs.

Bandas cambiarias

La nueva gestión del BCRA

El 26 de septiembre, Guido Sandleris, por entonces flamante Presidente del BCRA, anunció los principales lineamientos de su gestión: la aplicación de bandas cambiarias y la meta de crecimiento nulo de la base monetaria hasta junio de 2019. Un mes más tarde, el BCRA brindó detalles del nuevo esquema en su Informe de Política Monetaria (IPOM) de octubre.

El diagnóstico de Sandleris no difiere en esencia del de sus antecesores, Sturzenegger y Caputo, en tanto persiste en señalar a la inflación doméstica como el principal obstáculo para el crecimiento sostenible y al déficit fiscal primario como el causante último de los desequilibrios. La enfermedad argentina sigue siendo la misma, pero se optó esta vez por otro tratamiento.

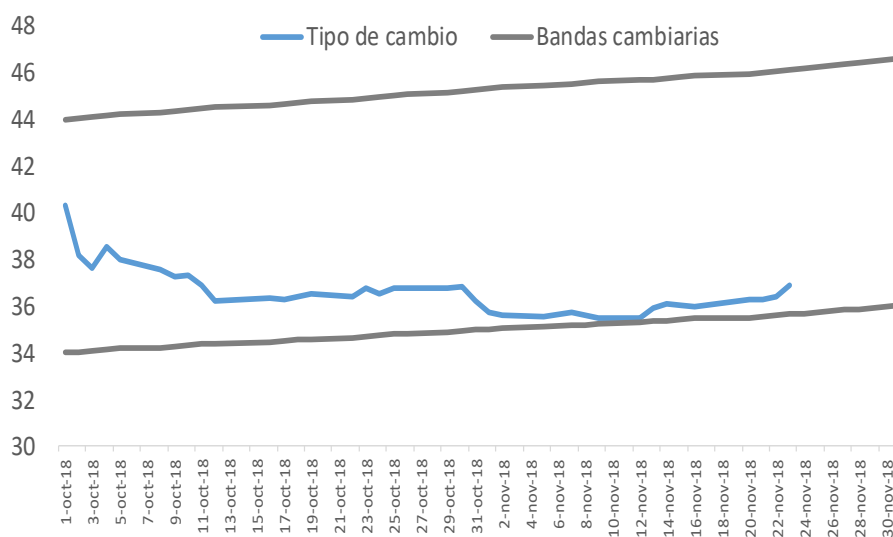
El esquema de bandas cambiarias reemplaza al esquema de flotación libre propuesto en la carta de intención del Gobierno al FMI, en el marco del primer acuerdo celebrado en junio. Este habilitaba la intervención del BCRA sólo en caso de “que haya una clara disfunción del mercado”, sin especificar mecanismos, montos ni límites.

Sandleris propone, en cambio, una zona de no intervención del BCRA en el MULC, mediante la elección de un precio mínimo y un precio máximo públicos y ajustables diariamente a una tasa de +3% mensual hasta fines de 2018. Si el precio superara el techo, el BCRA puede vender hasta 150 millones de USD diarios para contenerlo dentro de la banda. Análogamente, el BCRA puede comprar dólares si el precio perforara el piso de la banda. Finalmente, si el precio se encontrara dentro de la banda objetivo, se deja librada la cotización del dólar a la oferta y demanda privadas.

Las debilidades del último IPOM y el nuevo esquema radican en no clarificar cuestiones centrales de la política cambiaria, entre ellas:

- I. El comportamiento vendedor-comprador de los bancos estatales
- II. El límite de compra del BCRA si el dólar cayera debajo del piso de la banda.
- III. El lineamiento de intervención en el mercado de futuros.
- IV. La respuesta del BCRA en caso de que la oferta de 150 millones de USD resultara insuficiente para contener el precio por debajo del techo.

Tipo de cambio \$/USD y Bandas Cambiarias



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Control de la base monetaria

Monetarismo y dinero exógeno

Según Sandleris, el esquema de metas de inflación implementadas desde el inicio de la gestión de Cambiemos “no arrojó los resultados esperados”. En su reemplazo, se propone poner el foco en los agregados monetarios: “El nuevo régimen de política monetaria que entró en vigencia el 1º de octubre surge de la necesidad de establecer un compromiso concreto y potente, inmediatamente observable y verificable por el público. Así, el Banco Central se compromete a no aumentar la base monetaria hasta junio de 2019”. La elección de la base monetaria como agregado objetivo se debe a que “es el que está bajo control directo del BCRA”.

La base monetaria se compone de los depósitos de los bancos en las arcas del Banco Central y del circulante (papel y monedas). En tanto, la oferta monetaria se compone de la base monetaria y de los depósitos en los bancos. Desde la óptica de la teoría monetaria convencional, la oferta de dinero es un stock exógeno controlado por el Banco Central a través de la base monetaria, al asumir un multiplicador monetario conocido y estable. Asimismo, el nivel general de precios se considera proporcional a la oferta de dinero. En el marco de este pensamiento, si se anula el crecimiento de la base monetaria, se anula el crecimiento de la oferta y, por último, del nivel de precios.

Este lineamiento de política monetaria puede rastrearse en los orígenes mismos del pensamiento monetarista. El emblemático economista de Chicago, Milton Friedman, descartaba las metas de inflación y de tipo de cambio en la búsqueda de una política monetaria antiinflacionaria. Decía Friedman en 1968: "El vínculo entre las acciones de política de la autoridad monetaria y el nivel de precios, aunque indiscutiblemente importante, es más indirecto que el vínculo entre las acciones de la política y cualquiera de los agregados monetarios (...). Por tanto, considero que los agregados monetarios son efectivamente el mejor criterio inmediato disponible para la política monetaria - y creo que importa mucho menos qué agregado particular a que uno sea elegido".

El enfoque de dinero endógeno y las debilidades del proyecto oficial

El enfoque del dinero endógeno, por el contrario, se apoya en el principio de que la expansión de la oferta de dinero está mayormente determinada por la demanda requerida por el sector privado no-financiero para financiar sus transacciones, y es satisfecha automáticamente mediante operaciones de crédito bancario, dadas las tasas de interés vigentes y asumiendo ciertos perfiles de riesgo (Lavoie, 1994). Una vez satisfecha la demanda de créditos, los bancos modificarán su estructura de activos y pasivos para cumplir con los encajes impuestos por el BCRA. De este modo, la oferta de crédito es inelástica al movimiento de los encajes bancarios, lo cual anula la supuesta dirección causal desde la base hacia la oferta monetaria. La correlación entre ambas existe y es positiva, pero su causalidad es inversa: es la demanda de crédito la que determina la oferta monetaria y es ésta la que configura, en última instancia, la base.

Las debilidades del proyecto oficial de control de la base monetaria son, esencialmente:

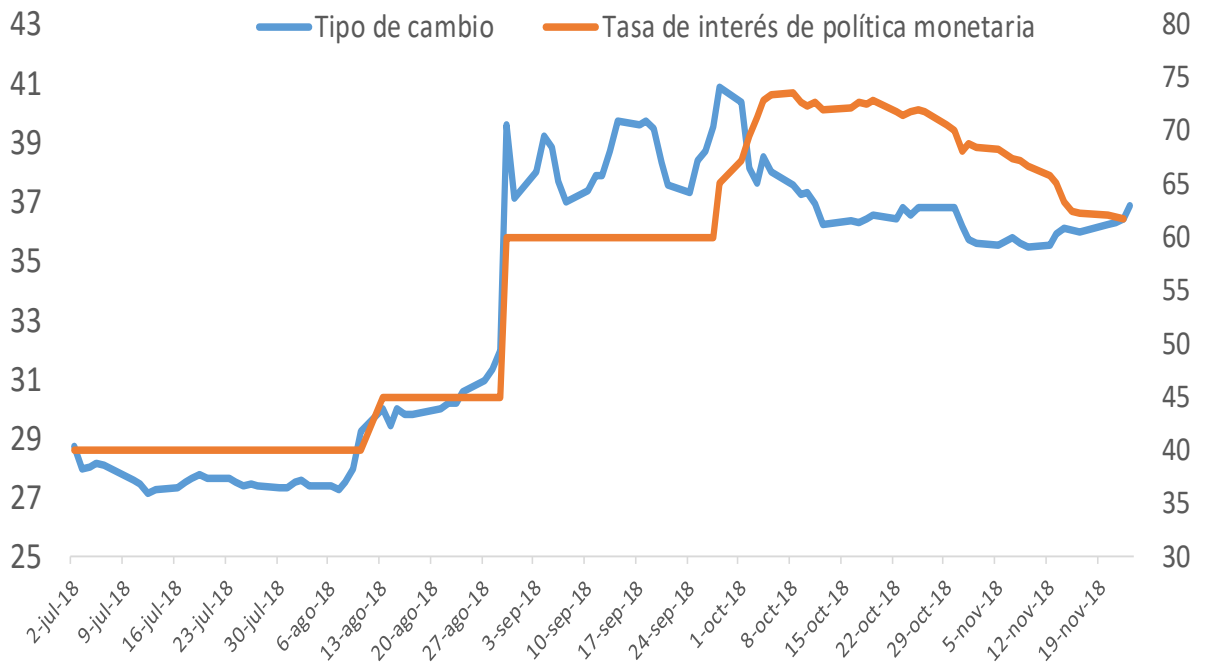
I.No se especifican los alcances de los ajustes de base monetaria por estacionalidad anunciados para junio y diciembre

II.Siguiendo el enfoque del dinero endógeno, el BCRA tiene herramientas para incidir pero no para determinar el nivel de reservas de los bancos. Es decir, no puede controlar la base monetaria sin la mediación de decisiones privadas.

III.Aún alcanzando los encajes bancarios el nivel deseado, no existe mecanismo que vincule linealmente la base monetaria con la oferta monetaria efectiva, determinada por la demanda de crédito. La demanda de créditos depende enteramente del crecimiento económico y, subsidiariamente, de la tasa de interés comercial. Los elementos que contraen efectivamente la oferta monetaria son, conjuntamente, la recesión y la elevada tasa de interés al deprimir la demanda de crédito, y no la obstinación del BCRA en no convalidar aumentos en la base monetaria.

La apuesta implícita del BCRA es generar las bases para una nueva fase del carry trade con el multimillonario respaldo en dólares que significa el crédito stand by del FMI, al tiempo que la convalidación de la devaluación del peso y la recesión continúen aliviando gradualmente el resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos. En este sentido, el aumento de la tasa de interés de referencia fue exitosa en poner paños fríos a la larga corrida cambiaria iniciada en abril y las expectativas devaluacionistas. Una muestra de este éxito parcial de Sandleris es que, contra todo pronóstico inicial, el precio del dólar se mantuvo más cerca del piso de la banda cambiaria que del techo.

Tipo de cambio \$/USD y tasa de interés de política monetaria



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

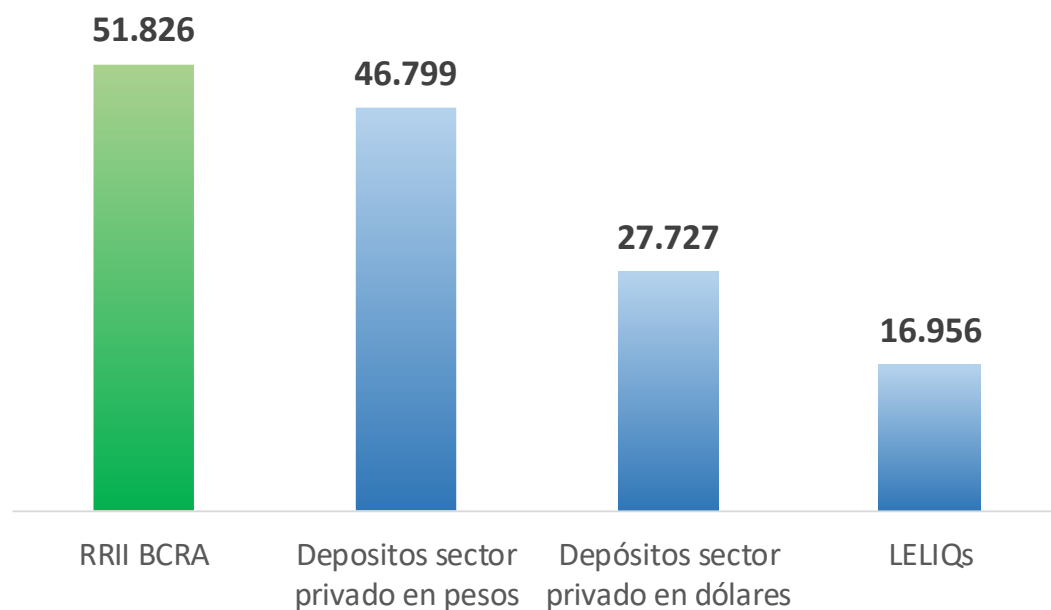
¿El sustentable el esquema actual?

Sin embargo, se abren interrogantes acerca de la sostenibilidad de la política en el tiempo: ¿puede la política de tasas de interés elevadas de Leliqs evitar una nueva corrida hacia el dólar?

El punto central reside en que, además del efecto profundamente recesivo de la política de altas tasas de interés, el riesgo de nuevas corridas cambiarias está latente, ya sea a través de un sell off de activos en manos de no residentes - que actualmente ascienden a USD 133.000 millones- o por retiros de depósitos en USD, que hoy ascienden a USD 27.000 millones. Cabe recordar que los retiros de depósitos impactan no sólo a través de una caída de reservas por la porción que está en forma de encaje sino que también genera una nueva demanda neta de dólares que el Banco debe conseguir en el mercado para hacer frente a los retiros.

En cuanto a los depósitos en pesos, si el sector privado comienza a desarmar plazos fijos, los bancos se verían forzados a vender sus Leliqs. Esto también supone un elevado riesgo, considerando que al tipo de cambio actual (37 \$/USD) los depósitos bancarios del sector privado en pesos ascienden a USD 50.000 millones.

Reservas del BCRA, depósitos del sector privado y Stock de Leliqs. Montos en millones de dólares



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

En definitiva, la posibilidad de controlar los agregados monetarios y evitar una nueva corrida, depende enteramente de las expectativas de los agentes y su confianza para renovar activos remunerados en pesos. En las últimas semanas el BCRA logró reducir la tasa de interés en un contexto en el que la salida de capitales de los países emergentes dio un respiro a nivel global. Sin embargo, la perspectiva de nuevas subas de la tasa de interés por parte de la FED y la fragilidad local en ausencia de controles de la cuenta de capital, hacen que se mantenga la elevada vulnerabilidad frente a nuevos episodios de crisis cambiarias en el corto plazo.