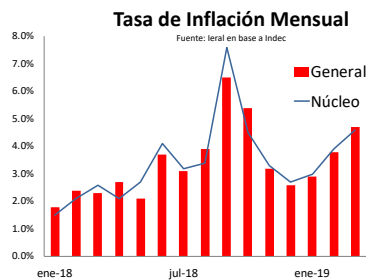


¿Cómo se soluciona la pulseada tasa de interés & dólar?

Gustavo Reyes
Mayo 2019

Desde el lanzamiento del plan para frenar el “ACV” que sufrió la economía entre el II y III trimestre del año pasado, el BCRA ha modificado progresivamente su regla monetaria – cambiaria.¹ Estos cambios (ver Cuadro 1) han profundizado la dureza de la política monetaria y habilitado el uso de mayores municiones para frenar las presiones sobre el dólar.

Las sucesivas modificaciones de la regla de la política monetaria – cambiaria han obedecido claramente al escaso éxito alcanzado, hasta ahora, para contener la inflación y las presiones cambiarias. Estas presiones se originan en gran parte de un complicado círculo vicioso que resulta difícil de romper en la presente coyuntura política (a 6 meses de las elecciones presidenciales).



El círculo vicioso mencionado anteriormente se alimenta tanto de problemas económicos (coyunturales y estructurales) como de una enorme incertidumbre sobre el rumbo que seguirán las autoridades que emerjan del proceso electoral. Entre los problemas económicos puede citarse al financiamiento futuro de las cuentas públicas (aún alcanzando el equilibrio del déficit primario se requieren recursos para el pago de los servicios de la deuda), el creciente endeudamiento del BCRA (Leliq) requerido para cumplir con su meta de 0 emisión monetaria y la cada vez más difícil concreción de las reformas estructurales que necesita la economía para su buen funcionamiento (laboral, previsional, impositiva y de coparticipación de impuestos, apertura de la economía). La difícil solución a estos problemas se potencia con los posibles cambios bruscos en las reglas de juego económicas que pueden acontecer en el panorama post-elecciones (temor al retorno de controles cambiarios, mayores regulaciones al sector exportador, relación con los organismos internacionales de crédito, reestructuración forzosa de la deuda, etc.).

¹ Para más detalles del plan lanzado a fines de setiembre de 2018, ver “El segundo programa con el FMI en menos de 3 meses: ¿qué podemos esperar?”, Editorial del Informe de Coyuntura del IERAL, 4 de octubre de 2018, Año 27, Edición N° 1153, http://www.ieral.org/images_db/noticias_archivos/3894-infdecoyuntura.pdf

En la economía cotidiana, esta incertidumbre y los problemas citados se reflejan en una menor demanda de dinero doméstico por parte de los agentes económicos. La caída en los deseos de la gente de mantener dinero genera un excedente de pesos que se produce a pesar del sobre-cumplimiento de la regla de emisión nula de Base Monetaria del Banco Central². Este exceso de pesos presiona tanto al mercado cambiario como a la inflación y el BCRA para evitar esto, trata de reducirlo emitiendo más letras Leliq (absorbe pesos). El mayor stock de Leliq presiona al alza a las tasas de interés y esto a su vez, aumenta nuevamente el stock de dicha deuda del Banco Central en forma automática (la amortización de estas letras se realiza mediante su renovación cada 7 días). El aumento de la deuda remunerada de la autoridad monetaria vuelve más inestable el cumplimiento futuro del compromiso de emisión cero de Base Monetaria y esto, lógicamente, hace caer nuevamente la demanda de pesos. Esta dinámica junto con los problemas comentados anteriormente, retroalimentan el círculo vicioso de altas tasas de interés y presiones sobre el mercado cambiario.

Cuadro 1: Cambios de la Regla Monetaria – Cambiaria del BCRA

Mayor dureza de la Política Monetaria	Más municiones para contener al dólar
<p>14 de marzo de 2019: se extiende el compromiso de 0 emisión de Base Monetaria hasta fin de año. Se reduce del 2% al 1.75% mensual el crecimiento mensual de las bandas cambiarias. https://bit.ly/2DJ1w48.</p>	<p>14 de marzo de 2019: subastas diarias de u\$s 60 millones diarios del tesoro (https://bit.ly/2Y029y3), que arrancan a partir del mes de abril y se mantiene hasta fin de año.</p>
<p>16 de abril de 2019: el BCRA se compromete a no comprar dólares hasta el 30 de junio por más que la cotización toque o perfore el piso de la banda cambiaria. https://bit.ly/2VUloZu.</p>	<p>16 de abril de 2019: los límites inferior y superior de la banca cambiaria serán constantes en 39,755 y 51,448 hasta el 31 de diciembre de 2019. Si el dólar supera este número, el BCRA puede vender hasta u\$s 150 millones diarios. https://bit.ly/2VUloZu.</p>
	<p>29 de abril de 2019: - el BCRA podrá realizar ventas de dólares aún si el tipo de cambio se ubicara por debajo de \$ 51,448,</p>

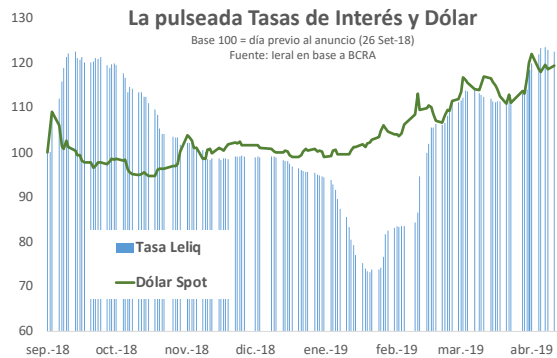
² Para más detalles, ver “¿Por qué no baja la inflación en Argentina”, Editorial del Informe de Coyuntura del IERAL, 11 de abril de 2019, Año 28, Edición N° 1192, http://www.ieral.org/images_db/noticias_archivos/3998-Informe%20de%20Coyuntura.pdf



	<p>cuyo monto y frecuencia dependerán de la dinámica del mercado.</p> <p>si el tipo de cambio se ubicara por encima de \$ 51,448, el BCRA incrementará de USD 150 a USD 250 millones el monto de la venta diaria estipulada hasta ahora. Asimismo, podrá determinar la realización de intervenciones adicionales para contrarrestar episodios de excesiva volatilidad si lo considerase necesario.</p> <p>https://bit.ly/2GS1SHM.</p>
--	--

La pulseada entre las tasas de interés y el dólar

Si bien en los primeros meses del plan esta pulseada desapareció (relativa calma en la cotización del dólar junto con una caída en las tasas de interés), a partir de febrero las presiones sobre el dólar se intensificaron y como puede observarse en el gráfico, el aumento en las tasas de interés no pudo calmar totalmente la dinámica del precio de la divisa.



¿Por qué son altas las tasas de interés?

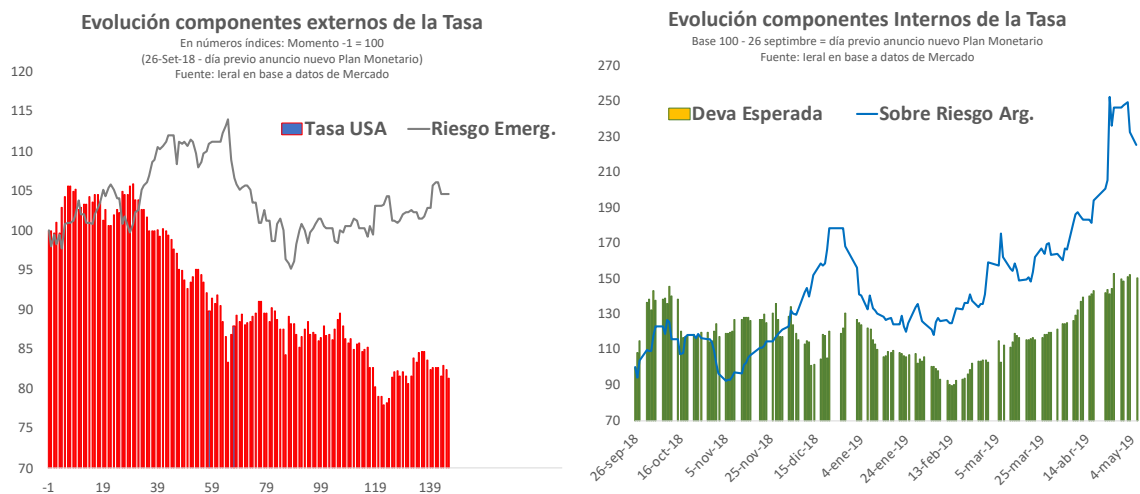
El nivel de las tasas de interés tiene componentes domésticos y externos. Entre los últimos hay dos que son fundamentales: la tasa de interés internacional³ y la prima de riesgo (promedio) de los países emergentes. Dentro de los factores internos, también hay también dos que resultan clave: el sobre riesgo que deben pagar los bonos argentinos⁴ y la tasa de depreciación esperada del peso⁵.

³ Se utiliza el rendimiento del bono a 10 años del Tesoro de Estados Unidos.

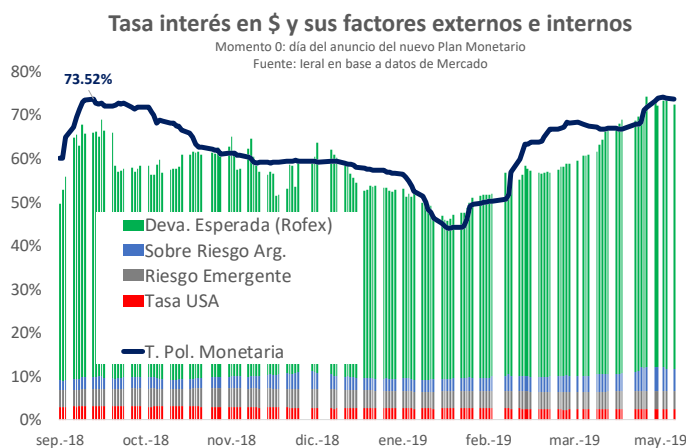
⁴ Por ser aún más riesgosos que el promedio de los países emergentes.

⁵ Mercado del dólar a futuro (1 año).

Tomado como base 100 el día previo al inicio del plan (26 de setiembre de 2018), se puede observar que los principales componentes externos que afectan a la tasa de interés no han cambiado sustancialmente: subió un poco la prima de riesgo promedio de países emergentes pero bajó más la tasa de interés internacional. No ocurre lo mismo con los factores domésticos: el sobre riesgo de Argentina prácticamente se duplicó y las expectativas de depreciación, que habían bajado en los primeros meses del año, volvieron a subir en los últimos meses situándose en niveles similares al de las primeras semanas del plan.



De esta forma, el aumento de las tasas de interés en los últimos meses responde mucho más a factores domésticos que externos y los mismos están claramente relacionados al círculo vicioso que se explicaba anteriormente.

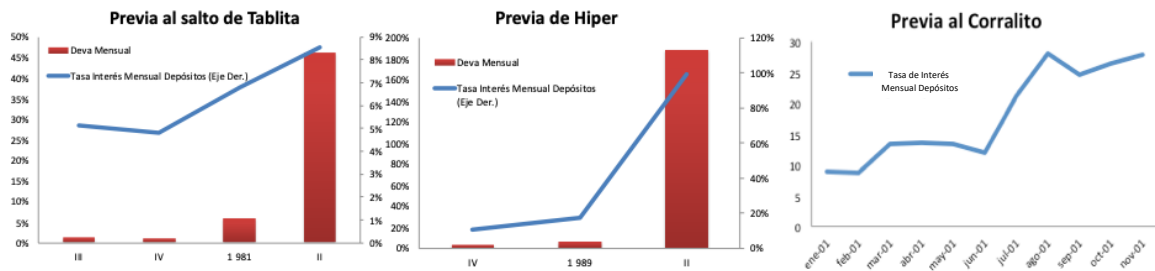


¿Cómo se frena la espiral de altas tasas de interés y presiones cambiarias? ¿Qué nos enseña la experiencia histórica?

La economía de Argentina ha tenido numerosos episodios en su historia contemporánea donde las tasas de interés también han tratado de calmar las presiones

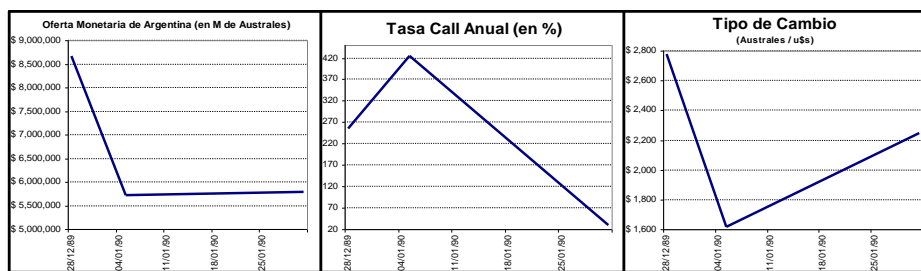
sobre el dólar. En algunos de estos casos la economía terminó prácticamente explotando pero en otros, la explosión pudo ser evitada.

Dentro del primer grupo, se encuentran los ejemplos de la salida de la Tablita de Martínez de Hoz, del final del Plan Primavera (terminó en hiperinflación) y del último año del Plan de Convertibilidad (que desembocó en un corralito y luego en una fuertísima devaluación). Si bien en todos los casos se podrían encontrar importantes diferencias, la similitud es que en todos estos episodios, las mayores tasas calmaron al tipo de cambio solamente en forma temporal pero luego la economía terminó en una gran crisis.

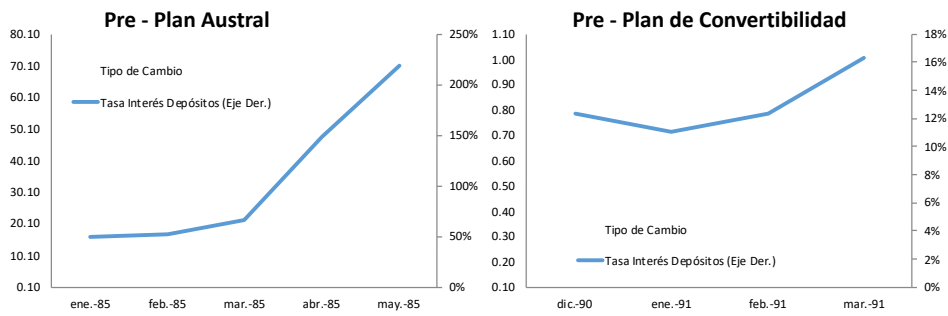


En los casos donde la explosión económica logró ser evitada, en todos ellos se produjo la implementación de algún plan específico que frenara el proceso. Ejemplos de estos planes que abortaron los colapsos pueden encontrarse tanto con sistemas cambiarios flexibles como rígidos. Como ejemplo del primer caso puede citarse al denominado Plan Bonex a fines del año 1989 que, con una drástica sustitución forzosa de bonos y plazos fijos produjo una fuerte contracción monetaria y cortó el círculo vicioso entre tasas de interés y presiones cambiarias.

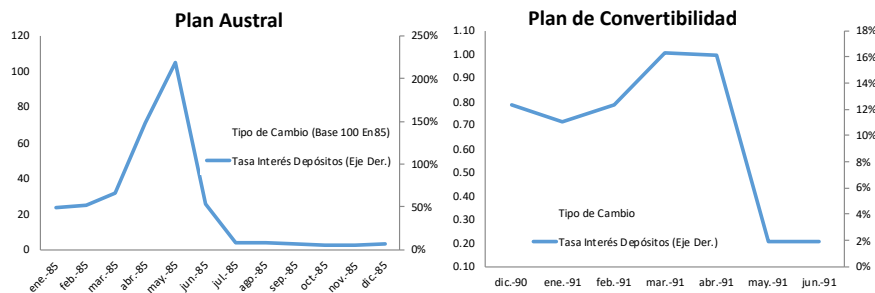
Plan Bonex



Entre los planes con fijación cambiaria se destacan al menos dos: el Plan Austral (mediados de los 80's) y el de Convertibilidad (principios de los 90's). Como puede apreciarse en los siguientes gráficos, ambos casos presentaban una situación previa de tasas de interés y presiones cambiarias crecientes.



En ambos casos, el lanzamiento del plan redujo fuertemente las expectativas de inflación y de esta forma cortó el círculo vicioso de presiones cambiarias y altas tasas de interés en forma casi inmediata como puede observarse en los siguientes gráficos:



Con la mirada puesta en la situación actual de la economía de Argentina, al menos dos enseñanzas surgen claramente de la propia historia económica de Argentina:

- este tipo de procesos resultan sumamente peligrosos y son interrumpidos de dos formas: con un plan específico o por la propia dinámica del proceso de la economía que termina explotando.
- los programas que frenaron el círculo vicioso de altas tasas de interés y presiones cambiarias fueron implementados por gobiernos que tenían en su momento un importante horizonte político por delante al momento del lanzamiento del plan.

¿Qué podemos esperar?

El hecho que solamente resten 6 meses para las elecciones presidenciales es sin duda una enorme restricción para que el actual gobierno lance un plan que corte definitivamente este proceso (no puede asegurar que va a seguir en sus funciones para terminar de ejecutarlo). Solamente podría lanzar un plan en el hipotético caso que el actual gobierno registre una eventual importante victoria en las elecciones primarias (las “paso” - durante el mes de agosto), pero dadas las actuales encuestas, esta opción por ahora no resulta la más probable.

Por estos motivos, el Banco Central en los últimos meses ha tomado medidas para reforzar la dureza de su política monetaria (reducir la demanda de dólares) y ha negociado con el Fondo Monetario la forma de estar habilitado para aumentar la oferta de dólares lo más posible en la medida que las turbulencias cambiarias lo requieran.

De esta forma, dadas las restricciones presentadas por el cronograma electoral, el escenario más probable es que de acá a las elecciones la economía probablemente



continuará con la peligrosa puja entre las altas tasas de interés y las presiones cambiarias. El nuevo gobierno, inexorablemente deberá lanzar un plan específico que apunte a solucionar los problemas antes mencionados y eliminar el círculo vicioso en el que se encuentra actualmente la economía.