

Movimiento errático

El Banco Central ha demostrado improvisación y desconocimiento en sus operaciones de mercado. Por ejemplo, recuérdese cuando en una primera etapa se había trazado el objetivo inútil de controlar la base monetaria. Mientras racionaba adelantos transitorios, al mismo tiempo se veía forzado a inyectar liquidez en el sistema para compensar la caída de los depósitos del Tesoro. La impericia monetarista no solo descuidó la tasa de interés sino que generó un innecesario e inoportuno estrés cambiario a tan solo dos meses de una fuerte devaluación. Cuando el dólar llegó a 16 en la primera semana de marzo, el BCRA pegó el volantazo fijando la tasa de Lebac en 38 por ciento e interviniendo fuerte en el mercado de cambios. Sin dudas, este movimiento errático le adicionó algunos puntos de más a la inflación.

Un año después, los problemas operativos persisten. Veamos lo ocurrido recientemente. La tasa de Lebac ha operado en la práctica como un "techo" y la tasa de pases pasivos como un "piso" para las fluctuaciones de las tasas interbancarias (el precio mayorista del dinero). El "techo" se daba porque un banco que necesitaba liquidez podía desarmar su cartera de Lebac a una tasa de descuento menor antes que tomar nuevos fondos a una tasa de interés mayor. Sin embargo, este corredor implícito comenzó a modificarse cuando se aplicó formalmente el sistema de metas de inflación a comienzo de año. Desde entonces, el BCRA mantenía constante su "tasa de referencia" (el centro del corredor de pases a 7 días) mientras bajaba pasivamente la tasa de Lebac (cometiendo un error similar al de enero-febrero de 2016). Así, lo que había sido un "techo" se transformó en un nuevo "piso". De esta manera, en un contexto de amplia liquidez, el BCRA perdió virtualmente el control de la tasa de interés cuando las tasas de mercado cayeron por debajo de su objetivo. Como si fuera poco, por otro lado, redujeron los requerimientos de encajes bancarios con el objetivo de inducir una suba de las tasas de plazos fijos cuando la experiencia sugiere precisamente lo contrario (dado que los encajes actúan como costos). El nuevo volantazo se dio esta vez cuando el BCRA salió decididamente a vender Lebac en el mercado secundario para subir las tasas que luego se plasmaron también en el mercado primario.

De todas formas, más allá de los tecnicismos, las inconsistencias teóricas preocupan más. El Banco Central, creado por Raúl Prebisch, "no entiende" la diferencia entre inflación de costos y de demanda. Así, sigue confiado en que fijando la tasa de interés real en el nivel de la inobservable tasa "natural" (4-5 por ciento, según afirman) la inflación bajará. Sin embargo, las experiencias regionales de metas de inflación han operado a través de un canal diferente al postulado por teoría convencional. No se trataba de regular los excesos de demanda agregada con la tasa de interés real, sino de inducir los flujos de capitales y el dólar con la tasa de interés nominal. Fue a través de los mercados financieros que los bancos centrales controlaron la inflación.

No obstante, parece difícil que la experiencia argentina pueda replicar aquel proceso. Por un lado, sin la política monetaria "no convencional" de la Fed no es razonable suponer un debilitamiento estructural del dólar. Por el otro, con una tasa de inflación mensual de 2 por ciento es difícil imaginar un dólar cayendo mas allá de la coyuntura de muy corto plazo (mucho menos después del reciente anuncio de llevar las reservas al 15 por ciento del PIB).

En otras palabras, como el tipo de cambio nominal no puede ser apreciado persistentemente con el objetivo de contrarrestar la presión inflacionaria, sino al menos, evitar que suba para que no se torne en sí mismo una fuente adicional, los aumentos en el costo del financiamiento (o simplemente, costo de oportunidad) pueden eventualmente trasladarse a precios además de afectar aún mas el consumo.

* Magister en Economía (UFRJ), docente en UNM y MDE-Unsam.