

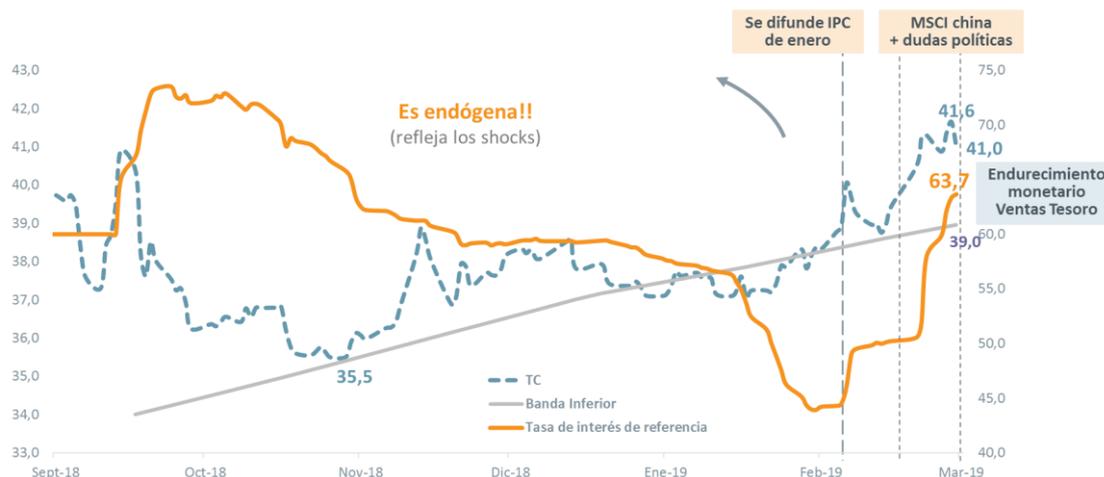
La volatilidad reina

Si un analista afirmara que la característica más saliente de la coyuntura es la volatilidad del entorno macroeconómico, seguramente no tendría que esforzarse demasiado buscando evidencia empírica que respalde su hipótesis. **Por donde se mire, la volatilidad reina.** Luego de alcanzar un pico de 6.5% mensual en setiembre de la mano de la depreciación del peso, la inflación se desaceleró significativamente hasta diciembre, pero volvió a acelerarse en enero y febrero. El riesgo país, por su lado, creció fuertemente hacia el fin de 2018, cayó hacia con el comienzo del año y volvió a crecer luego para alcanzar en estos días valores de alrededor de 750 puntos básicos. La bolsa y el dólar no fueron la excepción. Pero quizá lo más impactante haya sido el sendero dinámico que viene mostrando la tasa de las Leliq. De niveles del 70% cayeron a cerca del 40%, sólo para retornar en estos días a valores superiores al 60%.

En el esquema actual de política monetaria, la tasa de las Leliq es "endógena". Esto quiere decir que la determina el mercado y no el BCRA, como era el caso con el régimen de metas de inflación. **Bajo estas condiciones, los movimientos endógenos de la tasa de interés son el resultado de los shocks** –la nueva información– que inciden en cada momento en la economía. Por lo tanto, si la tasa se ha movido de manera tan acentuada es porque **nuestra economía está siendo permanentemente "bombardeada" por shocks** que la hacen muy volátil. Esos shocks han sido diversos. Entre los de mayor relevancia que han ocurrido sólo este año se cuentan los frecuentes cambios en las condiciones financieras en los mercados emergentes, las expectativas sobre el resultado electoral de octubre y las mudanzas en la demanda de activos en pesos.

Tipo de cambio, zona de no intervención y tasa de interés de referencia. En pesos por dólar y TNA

Se había logrado acotar la volatilidad pero factores internos y externos metieron la cola



Cuando la volatilidad es tan marcada, a los participantes del mercado se les hace difícil elucidar cuál debería ser el valor de equilibrio de las variables macroeconómicas clave, como el tipo de cambio real, la tasa de interés, la inflación o el nivel de actividad. En estas circunstancias, es fácil equivocarse en la toma de decisiones –desde las referidas a inversiones a las negociaciones paritarias– porque es fácil tener expectativas incorrectas sobre la evolución futura de las variables. **La expectativa sobre el precio de equilibrio es fundamental para evaluar la posible evolución de las variables por una razón muy simple: si los precios están por encima del valor de equilibrio, el mercado esperará que los mismos bajen, mientras que esperarán lo contrario si los precios están por debajo.** Sin esto, no se puede saber si algo es caro o

barato. Por ejemplo, no se puede saber si el dólar de 39 o el de 42 está más cerca del equilibrio y ello genera desarbitrajes y pérdidas o ganancias no esperadas.

Si la volatilidad aumenta sensiblemente la probabilidad de equivocarse en la toma de decisiones, **la forma de cubrirse de ese riesgo es posponer las decisiones –sobre todo las que implican compromisos a largo plazo–, colocándose en papeles que sean a la vez líquidos y buena reserva de valor. Cuando es mucha la gente que está posponiendo decisiones de gastar se produce el fenómeno conocido como "trampa de liquidez"**, que es letal para la actividad y el empleo. En los países de baja inflación, el dinero y los papeles de cortísimo plazo son un buen vehículo, por ser líquidos y conservar el valor. En la Argentina el dinero no cumple ese rol por la alta inflación. Por ello, se buscan sustitutos. El instrumento que cumple típicamente esta función es el dólar. Por ello, cuando la volatilidad aumenta, la demanda de dólares como depósito líquido de valor también lo hace. El problema es que si aumenta la volatilidad, también aumenta la demanda de dólares con este fin y **ello hace que en situaciones de incertidumbre el precio de la divisa suba no porque hay, digamos, un déficit de cuenta corriente sino porque hay más miedo y decisiones de gastar postpuestas**. De esto se sigue que en situaciones de alta volatilidad como la actual, **el precio del dólar estará determinado no sólo por los fundamentos de la economía sino, también, por la incertidumbre que la volatilidad genera**. Esto hace que hoy sea difícil contestar a preguntas aparentemente simples del tipo: ¿alcanzarán los dólares del campo a partir de abril para estabilizar el mercado cambiario? La respuesta es: depende de cuánta incertidumbre genere el desarrollo del año electoral; o, de cómo sean los shocks externos que impacten en los emergentes.

Es aquí donde aparece la política monetaria. El rol de la misma es ayudar lo más que se pueda a procesar la incertidumbre. Para ello las acciones de política monetaria deben orientarse a reducir la volatilidad lo más que se pueda, de forma de ayudar al mercado a "descubrir" los precios de equilibrio. **El problema es que el esquema actual tiene limitada capacidad para cumplir con este rol**. En el contexto actual de flotación dentro de una amplia banda, cuando aumenta la incertidumbre, el incremento de la demanda de dólares –la caída de la demanda de pesos– se traduce en aumento del tipo de cambio, dejando al Banco Central en una posición complicada.

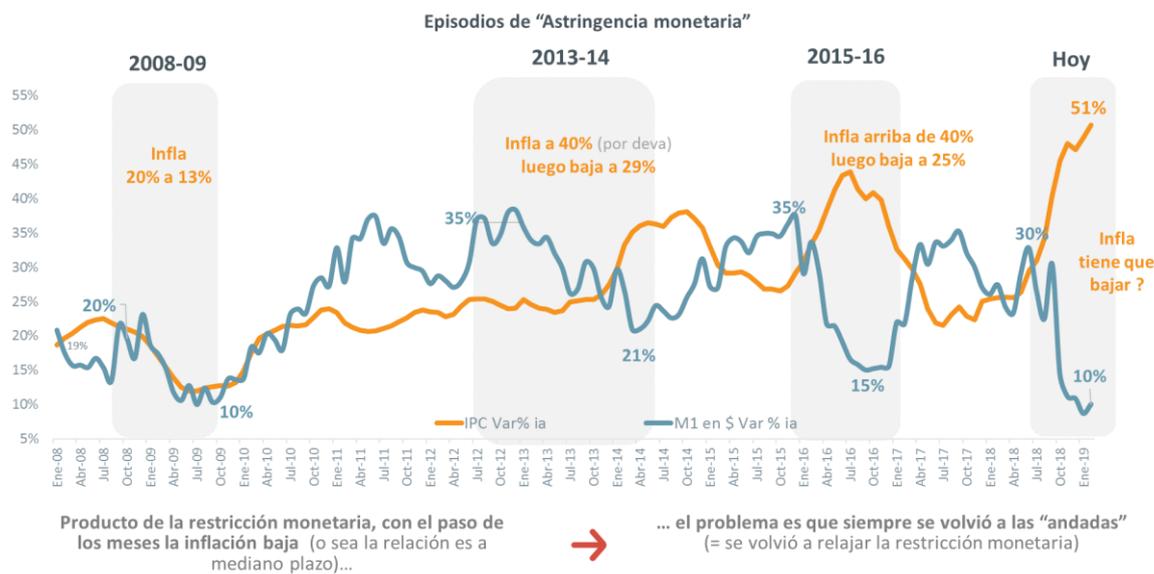
Si la autoridad permanece indiferente ante el incremento del tipo de cambio, corre el riesgo de que se dispare la inflación, pero tiene a favor que evita utilizar sus reservas para satisfacer la demanda de dólares del público, que hoy busca un vehículo para conservar el valor ante el incremento de la volatilidad y la aceleración de la inflación. **Si, por el contrario, decide actuar y busca frenar al dólar, el instrumento con que cuenta actualmente es colocar más Leliqs** que las necesarias para cumplir con la meta monetaria que, de hecho, ya viene sobrecumpliendo. **El costo de esta operación es que aumenta la tasa de interés**, como ha venido de hecho ocurriendo recientemente. Esto implica desandar el camino de reducciones de la tasa que se había tomado en los –hoy añorados– días de enero y principios de febrero.

La estrategia que hoy sigue el Banco Central, no obstante, no es mucho lo que aporta para el rol de ayudar a reducir la volatilidad. La estrategia del Central ha ido cambiando sobre la marcha y pareciera que la autoridad monetaria corría los acontecimientos desde atrás, antes que dar señales capaces de estabilizar las expectativas y aportar a una mayor certidumbre respecto de cuáles deberían ser los niveles de equilibrio de las variables. En este sentido, luego de una semana en donde ya había decidido desdoblarse las licitaciones de leliqs y con el resultado de inflación de febrero el BCRA anunció un endurecimiento de la política monetaria. En primer lugar, **se estableció internalizar el sobrecumplimiento acumulado y un esquema de crecimiento cero de la base monetaria hasta diciembre, siendo que en dicho mes el incremento nominal de la misma será de tan sólo 5% i.a** con una caída real de aproximadamente 20%.

Al mismo tiempo, se estableció la continuidad del esquema de bandas con un incremento de 1,75% mensual y con intervenciones de USD 150 millones si el dólar supera el techo de la banda.

Otra medida que va a afectar el marco de política monetaria es el acuerdo para subastar 9600 millones de dólares que tiene en caja la Tesorería en lotes de no más de 60 millones por día. Esos dólares “sobran” en la caja de Tesorería porque la misma necesita afrontar pagos en pesos. Pero más allá de esto, es un arma más para apaciguar al dólar. Así, la menor volatilidad del tipo de cambio se “compra” con mayor volatilidad tanto en las tasas de interés como en el uso de los instrumentos de política.

En este marco, **hay varias cuestiones que no son fáciles de interpretar. En primer lugar, de manera sistemática, cada vez que se cambia la oferta monetaria –por ahora en sentido contractivo– se argumenta que los efectos sobre los precios tardarán en observarse. Pero no se sabe bien cuál es el período temporal que habrá que esperar** para que la inflación “se entere” del apretón monetario. Si el período es largo, también lo será la caída de la oferta real de dinero, ya que hoy por hoy la base cae y la inflación, sube. Siendo esto así, la impresión que queda es que la oferta monetaria cambia de manera reactiva ante el movimiento de corto plazo del dólar y no en función de buscar estabilizar la inflación a mediano plazo. No sorprende en este contexto que las expectativas de inflación muestren volatilidad. Esto es fácil de comprobar si se observa la volatilidad de las expectativas de inflación medidas por la mediana del REM, que acaba de corregirse al alza para ubicarse en el 29%.



En segundo lugar, **se supone que el Banco Central sube la tasa para que los particulares utilicen, digamos, los plazos fijos como reserva de valor y no los dólares. Pero si la tasa de interés que se paga sobre las Leliqs aumenta dramáticamente mientras que la tasa del plazo fijo lo hace muy poco, no está claro cuán efectivo es el mecanismo** para evitar que los particulares demanden dólares. Hoy la Badlar está en 40.8% y la tasa Leliq en 63.6%. No está para nada claro en qué medida esta estrategia reduce la probabilidad de que los plazos fijos que aumentaron fuertemente de manera reciente vayan a ir a alimentar la demanda de dólares si la incertidumbre se agudiza.

ABECEB

hacemos **más real** la economía real

En tercer lugar, si la oferta monetaria real se contrae de la mano de la inflación y de las operaciones de absorción del Central, se agudiza el *crowding out* del sector privado. El crédito privado es cada vez más caro y más escaso. Esto seguramente es un factor que juega a favor de retardar la salida de la recesión. En relación con esto, hay que recordar que el régimen de metas de moneda no se aconseja como forma de combatir la inflación, básicamente porque la demanda de dinero es volátil en una economía abierta a los movimientos de capital del exterior. Esto significa que un nivel dado de oferta monetaria real es compatible con muchos niveles de tasas de interés, dependiendo de dónde se ubique la demanda de dinero; demanda que es determinada por las decisiones del público. Si uno observa lo que ha ocurrido con las tasas de interés y el dólar desde enero hasta aquí, no puede si no llegar a la conclusión de que la demanda de pesos es realmente volátil. El Central quizás pensó en enero que la demanda de pesos había subido, lo que lo llevó a bajar tasas. Y hoy, muy poco tiempo después, parece creer lo contrario ya que convalida tasas muy altas nuevamente. Esto, por supuesto, no es gratis para el sector privado y el nivel de actividad. No es sensato esperar que el nivel de actividad sea poco volátil si enfrenta estas cambiantes condiciones financieras.