

# Las altas tasas de interés generan atraso cambiario pero no ayudan a bajar la inflación

DOMINGO CAVALLO

31 de Mayo, 2016

## Resumen

Para diseñar su política monetaria, el Banco Central debe mirar la tasa de inflación que refleja el comportamiento de los precios de los bienes y servicios que se transan en mercados libres. Por el momento sólo PriceStats mide esta tasa de inflación. Y lo hace diariamente.<sup>1</sup>

La tasa de inflación relevante, que comenzó estando en 2.3% mensual el 1 de diciembre de 2015, subió hasta 5.9% mensual a mediados de febrero, bajó nuevamente al 2.3% mensual a fines de marzo, ha estado subiendo hasta el 3% mensual entre principios de abril al 19 de mayo y ahora se ubica en el 2.9% mensual. La tendencia es a la baja, pero muy lentamente.

La clave para que la tasa de inflación baje al 1 % mensual es que el gobierno logre influir sobre las expectativas de inflación y la baja tasa de inflación esperada se refleje en caídas sostenibles, tanto de la tasa de interés interna como de las tasas a las que se consiguen fondos en el exterior. Hoy ambas tasas son todavía demasiado altas.

<sup>1</sup> Para más información sobre esta data e índices ver (Cavallo, 2013), (Cavallo and Rigobon, 2016), (Cavallo, 2016a) y (Cavallo, 2016b).

La apreciación del peso, que de 16 pesos por dólar ha llevado el tipo de cambio a 14 pesos por dólar, no ayuda a bajar la expectativa de inflación y tampoco ayuda a bajar la tasa de inflación en curso. Ello ocurre porque los operadores de mercado ven al tipo de cambio de 14 pesos como el resultado de las altas tasas de interés de LEBACs que alientan la entrada de capitales especulativos de muy corto plazo. Y los exportadores, especialmente los industriales y los de las economías regionales, ven a ese tipo de cambio como insuficiente para permitirles operar con rentabilidad aceptable.

El Banco Central debería seguir bajando las tasas de LEBACs a un ritmo mayor al que lo ha venido haciendo hasta lograr que el tipo de cambio suba a 16 pesos por dólar. A partir de allí, es posible que las expectativas de devaluación desaparezcan y los mercados comiencen a apostar por la estabilidad cambiaria. Esta expectativa, junto con el blanqueo, alentará la entrada de capitales de mediano y largo plazo. Para evitar que el peso vuelva a apreciarse, el Banco Central tendrá que comprar dólares, pero para evitar excesiva emisión monetaria será más conveniente inducir la absorción de pesos mediante la facilitación de las importaciones de bienes destinados a los mercados en los que se observe recalentamiento.

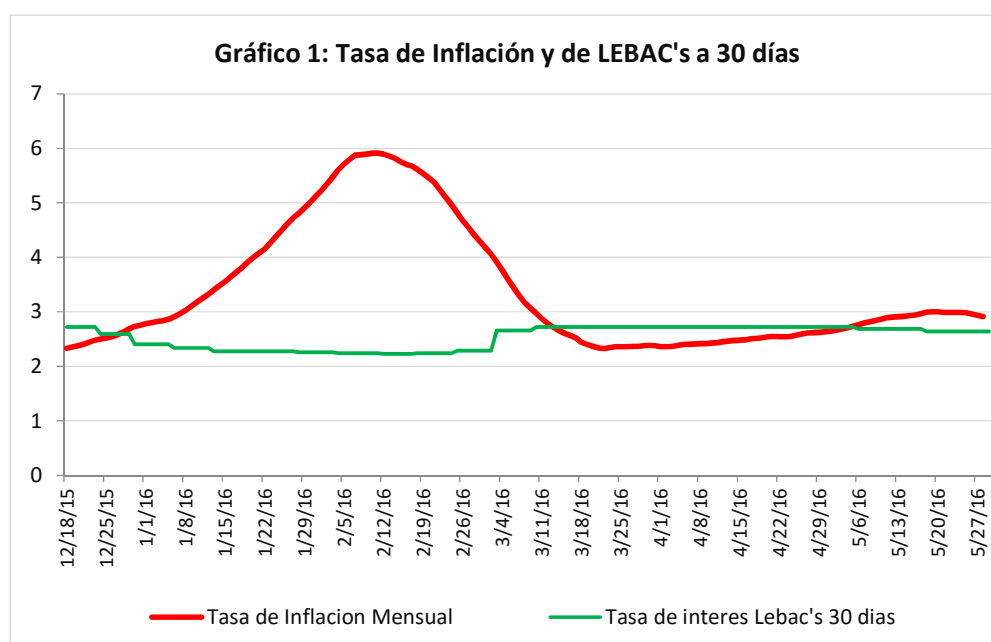
### **La política monetaria y cambiaria y su impacto sobre la inflación y el tipo de cambio**

Vuelvo a utilizar los datos de PriceStats para analizar el efecto de la política de tasas de interés de LEBACs sobre la tasa de inflación relevante.

Entiendo por tasa de inflación relevante la que mide el comportamiento de los bienes y servicios cuyos precios se determinan en mercados no controlados por el gobierno. El efecto de los cambios de precios decididos por las autoridades (básicamente las tarifas de servicios públicos) sólo deben entrar en la medición a través de su efectos en los costos y por ende en los precios de mercado de los bienes

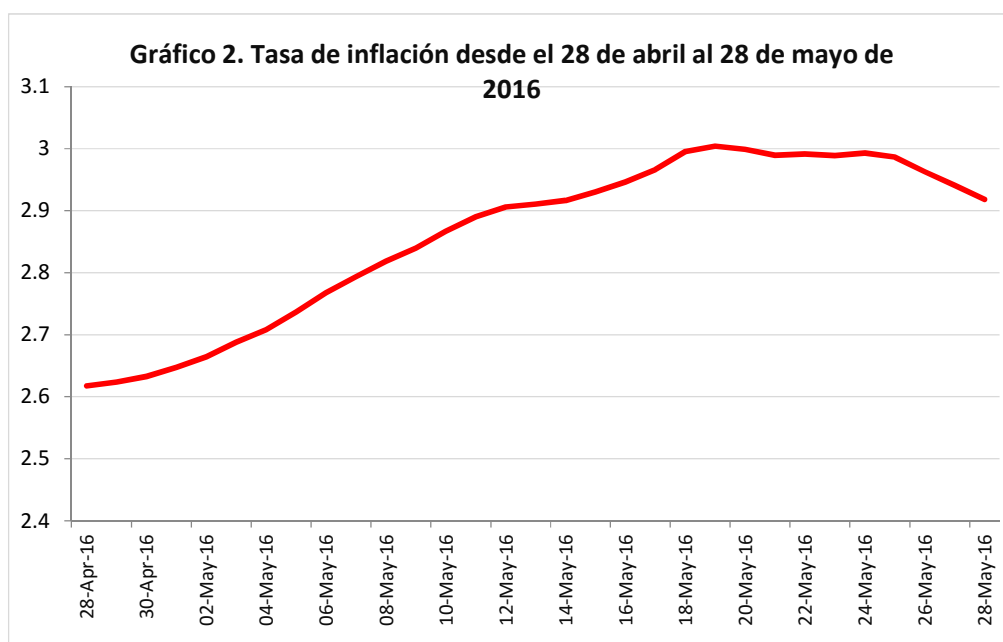
y servicios no controlados. Por el momento sólo PriceStats computa éste índice de precios. Y lo hace diariamente.

En el Gráfico 1 se puede observar el comportamiento de éste índice diario de precios desde el 1 de diciembre de 2015 hasta el 29 de mayo de 2016. En el mismo gráfico se muestra el comportamiento de la tasa mensual de interés de LEBACs a 30 días.



Fuente: PriceStats y Banco Central

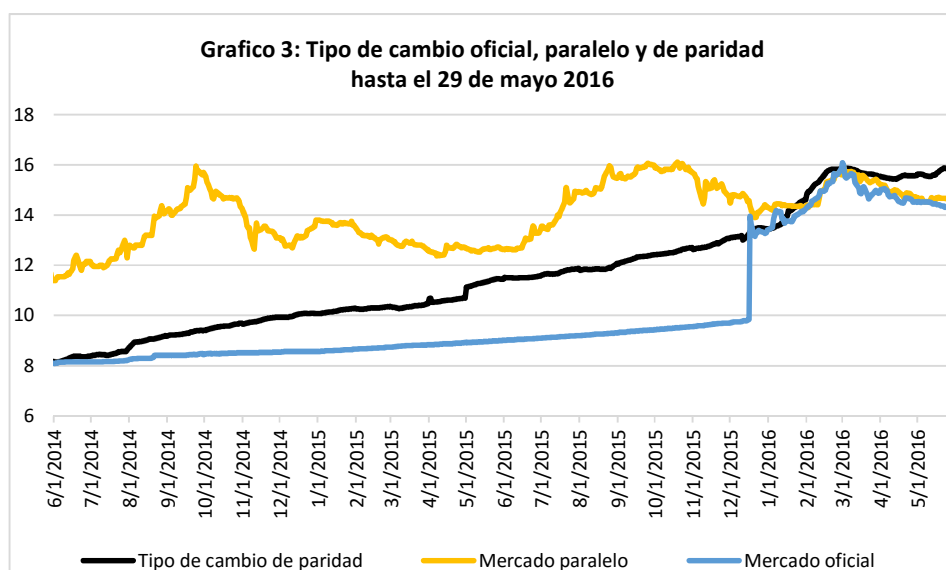
Esta tasa de inflación, que partió de 2.3% mensual el 1 de diciembre de 2015, subió hasta 5.9% el 10 de febrero, luego bajó hasta 2.3% el 22 de marzo y subió hasta casi al 3 % el 9 de mayo. Desde entonces ha estado bajando y el 28 de mayo se ubicó en el 2.9%. La disminución de los últimos 10 días se nota en el Gráfico 2, que muestra la tasa de inflación desde el 28 de abril al 28 de mayo.



Fuente: PriceStats

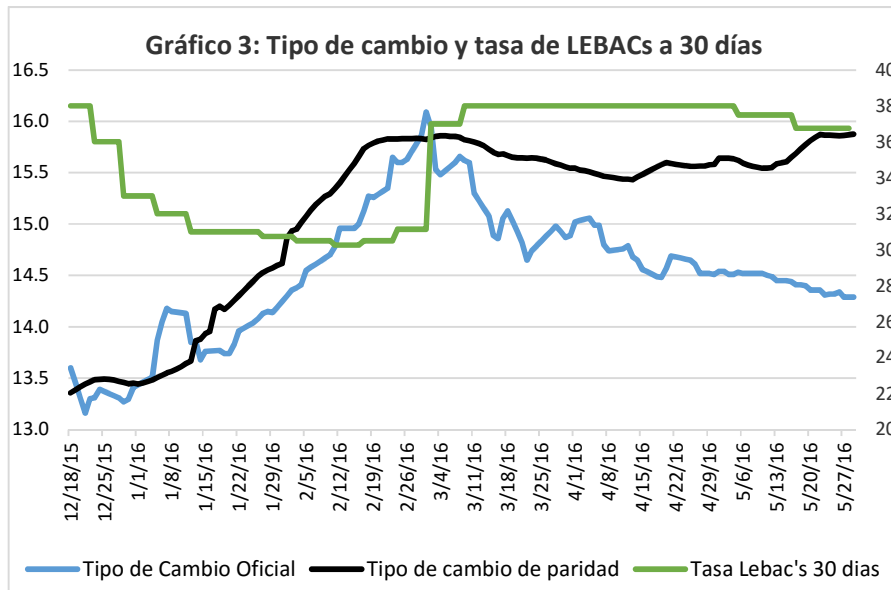
Volviendo al Gráfico 1, es fácil apreciar que el comportamiento de la tasa de inflación no parece estar relacionado con la tasa de LEBACs que varió entre el 2.2 y el 2.7% mensual. Ahora se ubica en el 2.6% mensual.

La inflación sube cuando sube el tipo de cambio en el mercado único y libre, pero no necesariamente baja cuando el tipo de cambio baja como resultado de la entrada de capitales de muy corto plazo atraída por la tasa de interés de LEBACs. Esto se puede observar en el Gráfico 3, donde actualizamos la comparación entre los tipos de cambio oficial y paralelo en el mercado con el tipo de cambio de paridad, también calculado por PriceStats a partir de la comparación entre los precios de una cesta de bienes en Argentina y en los Estados Unidos.



Fuente: PriceStats y Banco Central

El Gráfico 3 permite ver que luego de la unificación cambiaria, el 18 de diciembre de 2015, el comportamiento del tipo de cambio oficial y el del mercado paralelo prácticamente se superponen y ambos se mueven en consonancia con el tipo de cambio de paridad. Sin embargo se nota una creciente divergencia desde el 3 de marzo, día en el que el Banco Central aumentó la tasa de LEBACs, quizás preocupado por el hecho de que el tipo de cambio hubiera tocado los 16 pesos por dólar. El Gráfico 4 muestra el comportamiento del tipo de cambio oficial y el de paridad en relación a la tasa de LEBACs.



Fuente: PriceStats

Parece paradójico, pero, cuando el Peso se aprecia demasiado, el Banco Central interviene en el Mercado comprando dólares. Para comprar dólares tiene que emitir pesos a los que luego trata de absorber mediante la colocación de más LEBACs. Esta decisión limita el espacio del Banco Central para dejar que la tasa de LEBACs caiga más rápidamente que lo que lo ha hecho en las últimas semanas.

### **Política monetaria alternativa**

¿Podría el Banco Central hacer algo diferente? Claro que sí, y con muchos mejores resultados en términos de inducir expectativas de baja sostenida de la tasa de inflación. Paso a explicarlo.

Si el Banco Central produce una baja fuerte de la tasa de LEBACs, dejarán de entrar capitales de corto plazo y de inmediato el precio del dólar saltará a alrededor de 16 pesos. Para asegurarse que el aumento del precio del dólar no es excesivo, podría implementar la rebaja de la tasa de LEBACs gradualmente, como lo ha venido haciendo, pero a mayor ritmo. El salto hasta 16 pesos del tipo de cambio no

tendrá efecto significativo sobre la inflación, porque ya estuvo en ese nivel y es el precio del dólar que ya está reflejado en el comportamiento de los precios internos, como lo demuestra el comportamiento del tipo de cambio de paridad.

Si el Banco Central explica que, con el dólar a 16 pesos, espera fuertes entradas de capitales y un buen volumen de exportaciones, especialmente desde que comiencen a entrar los fondos atraídos por el blanqueo, será fácil instalar como expectativa del mercado que el precio del dólar se estabilizará en 16 pesos.

Si el Banco Central tiene que intervenir comprando dólares para evitar que nuevamente se aprecie demasiado rápido y eso lo obliga a emitir más pesos de los que considera prudente, en lugar de reabsorber esos pesos mediante la emisión de LEBACs, puede aumentar los encajes o, mejor, facilitar importaciones de aquellos bienes que tengan un tipo de cambio implícito muy alto.

En la cesta de bienes con los que PriceStats construye el tipo de cambio de paridad promedio se observa una gran dispersión. Para una muestra de 120 productos alimenticios el tipo de cambio implícito promedio es 14,8 con extremos de 2,3 y 51,6. Para una muestra de 53 productos electrónicos el tipo de cambio implícito promedio es 24,0 con extremos de 4,4 y 61,1.

El aliento a las importaciones se puede hacer reduciendo o eliminando las restricciones cuantitativas en los rubros en los que se observe desabastecimiento o incrementos de precios exagerados. En un plazo prudencial el Gobierno deberá eliminar todas las restricciones cuantitativas porque éstas violan las normas de la Organización Mundial del Comercio. Una forma inteligente de hacerlo es mediante el monitoreo de los mercados para avanzar eliminando restricciones en aquellos que estén demasiado recalentados. Esta eliminación gradual permitirá argumentar mejor, ante los reclamos de la OMC, que las aún no eliminadas son restricciones necesarias para una apertura gradual y prudente de la economía. Si no se avanza hacia el desmonte gradual, llegará el momento en que la presión de la OMC y de los socios comerciales importantes, impondrá un desmonte drástico so pena de

soportar represalias y restricciones al acceso de nuestras exportaciones a mercados importantes.

Otra ventaja de dejar que el precio del dólar suba a 16 pesos es que a esa paridad habrá mejor respuesta de las exportaciones, especialmente de las industriales. Es mucho más factible que los mercados apuesten a la estabilidad de un tipo de cambio de 16 que a la de uno de 14, porque la baja de 16 a 14 fue resultado de la alta tasa de LEBACs y la entrada de capitales de muy corto plazo. Además, pronto comenzará el reclamo de los exportadores industriales y de las economías regionales que, con un precio del dólar a 14 pesos, estarán trabajando a pérdida.

Con un tipo de cambio de 16 pesos es factible que se consiga un aumento significativo de las exportaciones y que, por ende, la expectativa en el mercado cambiario sea de estabilidad del tipo de cambio. Con un tipo de cambio a todas luces atrasado y que desalienta a exportaciones claves, la expectativa no será de estabilidad cambiaria sino de devaluación y, en consecuencia, se demorará la entrada de capitales de mediano y largo plazo. Quienes tengan intención de invertir, esperarán para entrar en un momento en que el tipo de cambio deje de estar atrasado.

**Es necesario que el Gobierno explique con claridad cuál es su  
estrategia de estabilidad y crecimiento**

No basta con que el Banco Central diga que aplicará una política de metas de inflación y que no intervendrá, salvo excepcionalmente, en el mercado cambiario. En un país con tanta incertidumbre sobre las reglas de juego para la economía real, es imposible generar expectativas estabilizadoras apelando sólo a los pronunciamientos del Banco Central.

Es entendible que para proyectar con precisión las cuentas fiscales el gobierno se tome un tiempo. No es fácil adoptar decisiones que contengan el crecimiento del



gasto y que aumenten la recaudación de los impuestos menos distorsivos. Pero lo que no es fácil de entender es porqué el gobierno no explica qué es lo que se propone en materia de reglas de juego para la economía real. ¿Cómo se van a alentar tanto las exportaciones como la inversión productiva?; ¿Marchamos hacia una economía abierta y respetuosa de las normas de la Organización Mundial del Comercio o seguiremos comportándonos como una economía cerrada y aislada del mundo?; ¿Quiénes van a invertir, los inversores privados o el Estado?; ¿Si se confía en la inversión pública, cómo se conciliará esa decisión con el equilibrio presupuestario?

La falta de respuesta a estos interrogantes explica que, pese a la solución del problema con los holdouts, las tasas de interés siguen siendo muy altas. La política monetaria no puede sustituir a la política fiscal y a la organización de la economía como palancas de la inversión, las exportaciones y el crecimiento económico.

## REFERENCIAS

- Cavallo, A., 2013. Online and official price indexes: Measuring Argentina's inflation. *Journal of Monetary Economics* 60(2) 152–165.
- Cavallo, A., Rigobon, R., 2016. The Billion Prices Project: Using Online Data for Measurement and Research. *Journal of Economic Perspectives* 30, 151–78.
- Cavallo, A., 2016a. Are Online and Offline Prices Similar? Evidence from Large Multi-Channel Retailers. *American Economic Review*. Forthcoming.
- Cavallo, A., 2016b. Scraped Data and Sticky Prices. *Review of Economics and Statistics*. Forthcoming.