

AFUERA MANDA LA TASA. ACA MANDA EL DÓLAR.

By Robert Plant-A

Pareciera ser que el debate acerca del costo del dinero no tiene los mismos efectos en las economías con mercados de crédito muy desarrollados, respecto de aquellos que no.

Ya en 2017 la Reserva Federal de EE UU o Fed venía realizando advertencias de correcciones de la tasa a 10 años luego de convivir desde la crisis de 2008 con tasas muy bajas o próximas a cero.

La noticia no era para nada bienvenida para los países como Argentina, en la que ponía en riesgo un cambio de política económica: financiar su déficit fiscal con crédito externo barato en lugar de emisión monetaria, con el propósito de iniciar la cruzada contra la inflación doméstica.

Lo cierto es que las últimas señales de la economía real norteamericana apresuraron el paso. Creciendo a un ritmo del 3%, inflación del 2% y una muy baja tasa de desempleo (4%) o “natural” hizo que la tasa de interés de referencia, a 10 años alcanzara niveles de hasta el 2,86%. El déficit de cuenta corriente, del 3% parece estar bien apalancado por China y otros inversores de magnitud.

Esta tasa de interés suele tener efectos mucho más rápidos y pronunciados en los mercados de las economías desarrolladas. El encarecimiento automático del crédito se traduce en paños fríos ante las volatilidades de los mercados financieros y por supuesto también modera las componentes del consumo y la inversión.

Contrariamente a los efectos esperados en las economías desarrolladas la tasa de interés de referencia en Argentina pareciera más bien entrar en una disputa contra el tipo de cambio.

En el escenario de 2017, el BCRA implementó la política monetaria de metas de inflación, donde la tasa de interés es su instrumento (variable exógena del modelo) y la cantidad de dinero la variable a ser controlada.

Las altas tasas de interés (Lebac) ofrecidas por el BC, en un escenario en el cual la tasa Usa de referencia seguía en niveles no superiores al 1,5%, fue una aspiradora para el “carry trade” o arbitraje de tasas.

El correlato de la suba de tasas fue un enorme ingreso de dólares (que una vez ingresados se pasaron a pesos) a los mercados financieros, para posicionarse en activos de corto plazo más rentables. Si bien la inflación cedió (a menos de la mitad de 2016) la contracara fue un importante efecto de sobrevaloración del peso o atraso cambiario vis a vis respecto del dólar.

Incluso, los efectos menos deseados de dichas tasas poco afectaron a los componentes del consumo y la inversión. Hasta curiosamente explotó la demanda de créditos en pesos indexados y en dólares, lo cual sería totalmente inesperado en una economía desarrollada.

El clásico “17,60” que lucía barato se mantuvo gran parte del año, y comenzó su corrección hacia fin de año, continuando el proceso hasta el día de la fecha, febrero de 2018.

Lo que amerita un análisis más profundo es la creencia de que la tasa de interés sea para el caso argentino un instrumento lo suficientemente poderoso como para domesticar las expectativas inflacionarias. Sobre los hechos pareciera ser que el grueso de los agentes económicos anticipa más o menos inflación acorde a las variaciones del dólar, la variable más mediatizada de la economía argentina.

Es verdad que el problema estructural inflacionario subyace en el déficit fiscal, pero no de igual manera en el tiempo su modalidad de financiamiento. La evidencia empírica parece indicar que la inflación galopa muy rápido si se hace con emisión pero estira los plazos si se realiza con endeudamiento externo.

En el largo plazo ambas formas de financiamiento tendrán efectos no deseados sobre la macro. De allí que el déficit fiscal se halla ganado el protagonismo de los males.

Lo cierto es que más allá de lo que decida hacer el Central nos dejará casi indefensos ante la magnitud del problema. La tasa de interés por si misma será una vez más un parche para ir tirando evitar las embestidas en el mercado de cambios. Pero en la pulseada la voz cantante la lleva el tipo de cambio y no el precio del dinero doméstico.

15 Febrero 2018