

7

Los efectos de la política monetaria y el mercado cambiario

Roberto Frenkel

En los países en los que la política monetaria se ejerce mediante el manejo de una tasa de interés de corto plazo y en los que el tipo de cambio puede experimentar fluctuaciones relativamente amplias, la atención de los inversores financieros se concentra con particular interés en los anuncios y decisiones de la autoridad monetaria. Las oportunidades de inversión y arbitraje están generalmente influenciadas por las decisiones de la autoridad y por las expectativas acerca de dichas decisiones, pero, en los casos mencionados, las repercusiones en el mercado cambiario extienden y amplifican los efectos de las políticas monetarias. La interacción entre las variaciones esperadas y decididas de la tasa de interés y las fluctuaciones del mercado cambiario generan cambios importantes en los precios y rendimientos esperados de activos en moneda local e internacional.

El ejemplo más importante de esos contextos es Estados Unidos, donde la tasa de interés que maneja la Reserva Federal es la variable principal de cuyas expectativas y variaciones dependen los cambios de cartera y los movimientos internacionales de capital. Como el dólar es, por lejos, la principal moneda de denominación de los activos financieros del mercado global y los bonos del gobierno norteamericano son la base de referencia de ese mercado, esa influencia de la tasa de la Reserva Federal se extiende a los mercados financieros y cambiarios de todo el mundo.

Contextos semejantes se encuentran en el resto de los países desarrollados. Las políticas del Banco Central Europeo y los bancos centrales de Japón e Inglaterra influyen en los cambios de cartera y en los flujos internacionales de capital a través de las variaciones de las tasas de interés y las fluctuaciones de los tipos de cambio. También tienen incidencia global, pero menor que la de la Reserva Federal,

Entre los países de mercado emergente, Brasil, Turquía y Sudáfrica son casos similares. Como en los países desarrollados, la incidencia de la política monetaria en los cambios de cartera y en los flujos de capital se potencia a través de los efectos sobre los tipos de cambio. En estos casos las decisiones de la autoridad local tienen escasa influencia global.

Otros países de mercado emergente tienen contextos diferentes, porque las repercusiones de la política monetaria sobre las potenciales fluctuaciones del tipo



de cambio están neutralizadas por las intervenciones de la autoridad monetaria en el mercado de cambios. En estos países, si los resultados de la cuenta corriente del balance de pagos y las cuentas fiscales no generan incertidumbre sobre la sostenibilidad de esas intervenciones, los inversores pueden “desconectar” sus expectativas cambiarias de las expectativas y decisiones de política monetaria. Aquí también las decisiones de política monetaria son importantes, pero hay menos razones para concentrar la atención en ellas. Los cambios en las tasas de interés de corto plazo generan cambios de menor significación en las oportunidades de inversión y arbitraje que en el contexto de cambio fluctuante. Consecuentemente, tienen menos influencia en los cambios de cartera y en los flujos de capital. China constituye un ejemplo por excelencia de este contexto. Los inversores prestan atención al manejo de las tasas de interés, pero la atención se concentra en los rendimientos financieros y reales a mayor plazo, incluyendo una generalizada expectativa de revaluación de la moneda china.

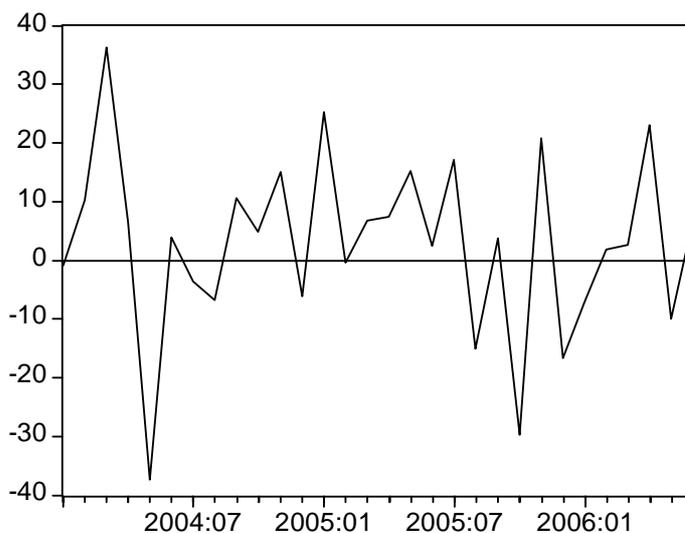
¿Dónde se ubica Argentina en la categorización expuesta? Para ubicar a nuestro país debemos ir más allá del régimen de política monetaria y cambiaria “de jure” para identificar el régimen “de facto”. En materia de política cambiaria, el Banco Central interviene en el mercado cambiario con el objetivo manifiesto de acumular reservas. No ha enunciado un objetivo de medio plazo de tipo de cambio real. Sin embargo, a lo largo de los últimos años, las intervenciones han sostenido un tipo de cambio real multilateral estable. El Banco Central ha preservado el control sobre las variables monetarias mediante diferentes formas de esterilización de esas intervenciones. Por otro lado, el superávit de cuenta corriente y la situación de las cuentas fiscales no echan sombras sobre las posibilidades de continuar esa política. Consecuentemente, los inversores financieros, que tienden a otorgar más importancia a lo que al Banco Central hace que a lo que dice, han “desconectado” sus expectativas cambiarias de la política monetaria. Los inversores financieros creen que el Banco Central puede controlar el tipo de cambio sin perder el control de las variables monetarias. En este aspecto, nuestro país se ubica en el último contexto mencionado. Esto es bueno, porque las carteras y los flujos de capital tienen menos volatilidad y la atención de los inversores no se concentra excesivamente en las tasas de interés de corto plazo.

En materia de política monetaria, el Banco Central no se ciñe al manejo de una tasa de interés de corto plazo, como hace, por buenas razones, gran parte de los bancos centrales. El régimen monetario “de jure” es la persecución de una meta de dinero amplio (M2) expresada en un intervalo de expansión anual. La tasa de interés no es el instrumento de política. Sin embargo, en los hechos, el Banco Central mantiene

el control de las tasas de interés de corto plazo a través de varios instrumentos de intervención en el mercado monetario.

La dualidad de regímenes “de jure” y “de facto” no tiene significado equivalente en las áreas cambiaria y monetaria. El objetivo de acumulación de reservas no entra en conflicto con el objetivo de tipo de cambio, de modo que la dualidad no presenta problemas de gran importancia en este campo (aunque a los fines del desarrollo sería mejor que el estado tuviera un discurso unificado). En cambio, la dualidad de regímenes en la política monetaria podría ser eventualmente problemática. A medio plazo, la sostenibilidad de la política de intervención cambiaria esterilizada depende de la diferencia entre la tasa de interés de corto plazo y la suma de la tasa de interés internacional obtenida por las reservas más la tasa de aumento del tipo de cambio nominal. En principio, la primera y la última variable están bajo control del Banco Central. Pero dado cierto valor de la última, hay una tasa de interés máxima que permite sostener en el tiempo la intervención esterilizada. El compromiso de una meta intermedia de M2 sobredetermina la política, porque el comportamiento poco predecible de la demanda de dinero del público podría eventualmente determinar una tasa de interés local superior a la requerida por la sostenibilidad de la política de intervención cambiaria esterilizada. Esto no ha ocurrido y no necesariamente debe ocurrir. Pero el Banco Central debe estar muy atento al problema.

Argentina
Rendimientos en dólares de depósitos en pesos a 30 días
(Tasas anuales, %)



Fuente: elaboración con datos del BCRA