

¿ES REALISTA PENSAR EN BAJAR LA TASA DE LELIQS? 30 de JULIO 2019

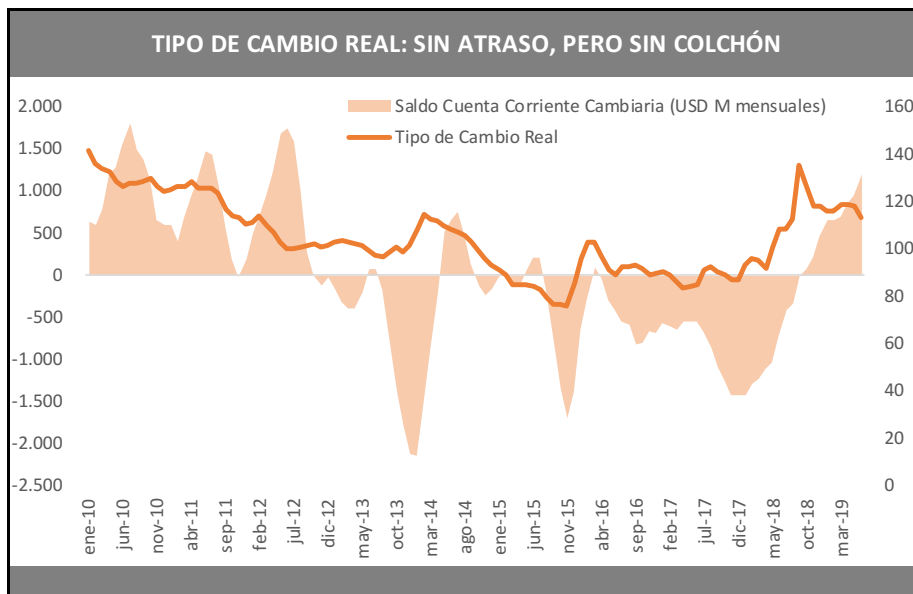
Sin ánimo de entrar en una discusión política, preferimos analizar desde la perspectiva técnica la viabilidad de aplicar diferentes políticas sobre el uso del instrumento de las Letras de Liquidez (Leliqs). Está claro que el alto nivel de las tasas actuales genera fuertes obstáculos para el desarrollo del crédito y un creciente gasto cuasifiscal para el BCRA, pero ¿son razonables las alternativas que se han discutido públicamente en las últimas horas? Vale la pena analizar las implicancias de cada una de estas alternativas y el origen de la problemática monetaria actual, en especial para no repetir errores.

Las Leliqs son instrumentos de regulación monetaria al que solamente pueden acceder las entidades financieras, pero no lo hacen con fondos propios, sino que colocan allí los excedentes de liquidez. Estos excedentes son pesos que han captado en el mercado (depósitos) y que no han podido o no han querido colocar en crédito. Del otro lado de esa liquidez están justamente los depósitos a plazo fijo de los inversores. Entonces, la tasa que el BCRA paga por las Leliqs se destina en parte a remunerar los depósitos y en parte generan utilidades para las entidades financieras. Esa remuneración que se paga por los depósitos a plazo fijo es la herramienta que se usa para evitar que esos pesos se canalicen hacia el mercado cambiario.

Las Leliqs son instrumentos a 7 días, por lo tanto, si se redujera sustancialmente la tasa que se paga por estos instrumentos y los bancos no pudieran obtener un spread positivo por esa operación, no renovarían las Leliqs y devolverían el depósito a los inversores, con el consiguiente impacto sobre el tipo de cambio.

La pregunta que surge a partir de ahí es si un salto en el nivel de tipo de cambio es necesario para corregir desequilibrios macroeconómicos o por el contrario genera mayores vulnerabilidades.

Para poder responder esa pregunta es necesario entender el origen de la demanda de dólares. Ahí se hace necesario diferenciar si el eventual desequilibrio en el mercado cambiario se origina por un problema de desbalance de la cuenta corriente o es por un aumento en el atesoramiento de dólares que se origina en un problema de expectativas.



Si el desequilibrio surge de la cuenta corriente no tendría sentido contener el tipo de cambio, ya que se consolidarían los problemas de la economía real y se perdería competitividad. En cambio, si el problema está originado en un tema de expectativas, donde la incertidumbre electoral juega un rol central, una fuerte devaluación no corrige el problema, sino que lo incrementa.

El diagnóstico oficial y del FMI está basado en la segunda alternativa, es decir que es un tema de expectativas el que genera la demanda de dólares y por lo tanto una tasa de interés elevada. Hasta que se resuelva el problema de incertidumbre, este nivel de tasas ayuda a contener un proceso devaluatorio no deseado ni necesario. Esperan, en un escenario de continuidad económica, que esa incertidumbre desaparezca y que ello permita bajar rápidamente las tasas de interés.

La postura de la oposición es diametralmente diferente. Consideran que existen desequilibrios de cuenta corriente y que por ello prefieren bajar las tasas de interés y devaluar cuanto antes.

Desde el punto de vista técnico, hoy no hay déficit de cuenta corriente y el desequilibrio se produce en la cuenta capital por los altos niveles de atesoramiento en moneda extranjera, originado en la demanda de dólares de particulares y empresas locales. Esto se confirma al ver los altos niveles de traslado a precios de las últimas devaluaciones. Ello implica que no hay margen para ganar tipo de cambio real devaluando, por lo tanto, un aumento del tipo de cambio no mejora la competitividad exportadora.

Hasta aquí, desde el punto de vista teórico, parece recomendable contener vía tasa de interés la demanda de dólares, pero esa política tiene un costo elevado. Sostener el nivel actual de tasas de interés implica un costo promedio de \$60.000 millones mensuales. Este costo tan elevado es consecuencia de la combinación de altos niveles de Leliqs y los valores de tasa de interés necesarios para atraer a los inversores a mantenerse en pesos. Ahí entran en juego tres factores:

- La fuerte expansión monetaria de origen fiscal, que ha sido el primer motivo de generación de pesos excedentes y factor inicial de la necesidad de esterilizar pesos.

- El sostenimiento de políticas de altas tasas de interés, aún en momentos de cuenta corriente negativa, habiendo acumulado un stock de instrumentos de esterilización muy altos.
- El alto nivel de inflación y la consiguiente necesidad de generar retornos en pesos que superen a esos ritmos inflacionarios para generar atractivo para los inversores.

En ese marco, la economía necesita encontrar un sendero gradual que resuelva el problema del crecimiento del stock de Leliqs.

En la actualidad los \$60.000 millones de intereses que se pagan por mes por las Leliqs son un costo que se paga por asegurar la estabilidad en un proceso de marcada incertidumbre electoral. Pero el costo no finaliza ahí, porque efectivamente, para retener los pesos se suben las tasas, pero además se restringe el crédito al sector privado. Es decir que genera un impacto negativo con relación al nivel de actividad.

Por lo tanto, la economía necesita resolver cuanto antes la incertidumbre electoral para tratar de generar luego un círculo virtuoso: menor incertidumbre, baja de tasas, mejora del nivel de actividad, aumento de la demanda real de dinero y nueva mejoría de las expectativas.

La generación de ese círculo virtuoso luce posible, pero no es sencilla de lograr. Porque existen otra serie de factores que deberán ir acompañando a la política monetaria para lograr alinear las expectativas y poder bajar las tasas de interés sin riesgo de crisis cambiaria. Ahí aparecen las reformas pendientes que serán necesarias para corregir los desequilibrios fiscales y ganar productividad.

Recién en ese marco, la demanda real de dinero podrá crecer e ir absorbiendo poco a poco el exceso de pesos que hasta hoy se ha absorbido vía Leliqs. Siempre recordando que estas políticas son necesarias porque se ha usado la emisión monetaria para asistir al fisco y para contener la demanda de dólares.

El último punto que resulta necesario aclarar es que el pago de intereses que realiza el BCRA no es asimilable de manera directa al gasto público. Por lo tanto, no es factible financiar gasto público con una eventual reducción del pago de intereses. Es importante entender la hoja de balance del BCRA, donde tiene activos como las reservas que se ajustan por su rendimiento y por la diferencia de tipo de cambio (esos son los ingresos del BCRA) que financian el pago de intereses de Leliqs y los gastos operativos de la entidad. El neto de ambos es el resultado cuasifical, que ha sido positivo a pesar del alto nivel de las tasas de interés. Si esos fondos se transfieren al Tesoro, resurgiría el primer disparador de estos desequilibrios monetarios, como fue el financiamiento del déficit público con emisión monetaria.

En síntesis, la problemática de las Leliqs y sus altas tasas de interés requiere de un proceso largo de normalización económica, con el foco puesto en la necesidad de calibrar las tasas de interés al comportamiento de la cuenta corriente, para no atrasar el tipo de cambio ni pagar tasas de interés innecesarias, pero a la vez sin convalidar devaluaciones especulativas que solamente generen un mayor ritmo inflacionario.