

Otra política monetaria

Hace unas semanas el BCRA sorprendió al mercado con un cambio técnico profundo en su estrategia de política monetaria. Bajo el título de “medidas para el fortalecimiento de las reservas internacionales y la consolidación del control de los agregados monetarios”, el BCRA anunció **el fin de las Letras Fiscales de Liquidez (LEFI)** a partir del 10 de julio, el instrumento que durante meses ofició como ancla nominal mediante la fijación de la **tasa de política monetaria**. El movimiento marca el inicio de una nueva etapa: **el BCRA deja de fijar una tasa de referencia y pasa a operar bajo un esquema donde la cantidad de dinero es el objetivo explícito y la tasa de interés se determina endógenamente por el mercado**¹.

La decisión (anunciada con un mes de anticipación) no fue simplemente un cambio operativo, sino una redefinición conceptual del marco monetario. En términos prácticos, la tasa de interés deja de ser el instrumento principal de política monetaria, y pasa a ser una variable de resultado, **emergente del equilibrio entre oferta y demanda de dinero**. El BCRA ahora apunta a controlar un agregado monetario específico: el **M2 transaccional privado**².

¿Qué es un esquema de metas monetarias?

A diferencia de los regímenes de metas de inflación o de control de tasas, en un **esquema de metas de agregados monetarios** el BCRA se propone fijar el crecimiento de una medida de dinero (como M1, M2 o la base monetaria) y ajusta sus operaciones para cumplir con ese objetivo. En lugar de intervenir directamente en el precio del dinero (la tasa), se enfoca en la cantidad de dinero.

El razonamiento detrás de este enfoque es simple en apariencia: **si se controla la cantidad de dinero, se puede limitar la inflación en el mediano plazo**. Pero la ejecución es compleja. La demanda de dinero no es estable y la velocidad de circulación puede variar abruptamente, haciendo que el mismo nivel de dinero genere presiones de precios muy distintas. En ese contexto, la tasa de interés (al dejar de ser controlada) tiende a mostrar una alta volatilidad, que es lo que pasó recientemente con el costo del crédito, las decisiones de inversión y el tipo de cambio.

El final de la LEFI y un mercado sin ancla

En este nuevo régimen, el BCRA desactivó las LEFI, **que hasta entonces cumplían el rol de absorber excedentes diarios de liquidez a una tasa predefinida**. Las entidades financieras utilizaban estos instrumentos como una herramienta para administrar su liquidez excedente, y la tasa pagada por el BCRA se proyectaba como referencia para el resto del sistema financiero.

El plan oficial era que, durante el período de transición, los bancos migraran gradualmente sus saldos hacia letras del Tesoro de corto plazo, que pasarían a cumplir la función de instrumentos de administración de liquidez. Sin embargo, esa transición no ocurrió como se esperaba. Al llegar el vencimiento de las LEFI, una masa significativa de pesos quedó sin destino claro, provocando un **exceso de liquidez** en el sistema y una **caída abrupta en las tasas de interés de corto plazo** (ver gráfico al final) que terminó aterrizando en el dólar.

Volatilidad en alza y señales cruzadas

¹ <https://www.ambito.com/finanzas/argentina-ensaya-un-giro-monetario-agregados-control-y-una-tasa-que-flota-n6170654>

² "M2 transaccional" se refiere a una medida de la oferta monetaria que incluye el dinero en circulación (billetes y monedas en poder del público) y los depósitos a la vista (principalmente cuentas corrientes) del sector privado no financiero. Este agregado monetario es relevante para entender la liquidez disponible para transacciones en la economía.

El Tesoro tuvo que intervenir con una licitación extraordinaria, fuera del calendario habitual, para absorber el exceso de pesos. Lo hizo pagando tasas significativamente más altas que las ofrecidas en las LEFI, algo comprensible dada la menor liquidez y el mayor riesgo percibido de los nuevos instrumentos.

La reacción del mercado fue inmediata. Las tasas implícitas en el mercado de cauciones (préstamos garantizados con valores en la Bolsa) llegaron a superar el **100% nominal anual**. Las tasas secundarias de los bonos **Lecap** más cortas treparon al **85%**, mientras que **el dólar financiero continuó con una tendencia alcista que ya venía tomando velocidad semanas atrás**.

El resultado inmediato del cambio fue una **mayor volatilidad en las tasas de interés**, una **suba en la demanda de dólares**³ y un **BCRA obligado a intervenir fuertemente en el mercado de futuros** para contener la expectativa de devaluación. En resumen: más tasas, más dólar, más intervención.

¿Cómo sigue esta historia?

La clave ahora pasa por determinar si esta inestabilidad es transitoria o si se trata de una señal de que el esquema enfrenta limitaciones estructurales. Si el mercado logra “acomodarse” y las tasas encuentran un nivel de equilibrio consistente con la inflación proyectada (que hoy ronda el 25% anual), el impacto sobre la economía real y las cuentas fiscales será moderado.

Pero si la **volatilidad se convierte en la norma**, o si la tasa se estabiliza por encima del **50%**, el costo será elevado: caída de la inversión, encarecimiento del crédito y mayor presión sobre el gasto en intereses del Tesoro.

El BCRA apuesta a que el control de la cantidad de dinero permitirá reducir la inflación estructural sin necesidad de fijar tasas artificialmente altas. Pero, al dejar que el mercado determine la tasa, **acepta también los costos de una mayor volatilidad**. Por ahora, la transición muestra más sobresaltos que certezas. Y el interrogante es si el mercado encontrará su nuevo equilibrio antes de que el desorden monetario se traslade a la economía real.

Vale detenerse en un punto más estructural: **el debate sobre la trinidad imposible entre el tipo de cambio, la política monetaria y la movilidad de capitales**. Los manuales de economía plantean que **no es posible mantener simultáneamente un tipo de cambio administrado, una política monetaria independiente y libre movilidad de capitales** (sólo se puede tener dos a la vez).

1) La nueva realidad en argentina es más compleja. Si bien el tipo de cambio flota dentro de las bandas cambiarias, **el BCRA interviene en el mercado de futuros para anclar expectativas**.

2) En cuanto al régimen monetario, si bien la tasa de interés se determina de manera endógena bajo el nuevo esquema de objetivos de agregados monetarios (M2 Privado Transaccional), tras el abandono del objetivo explícito sobre la tasa de política monetaria (LEFI), en esta transición **la realidad argentina todavía se ubica en una zona gris**.

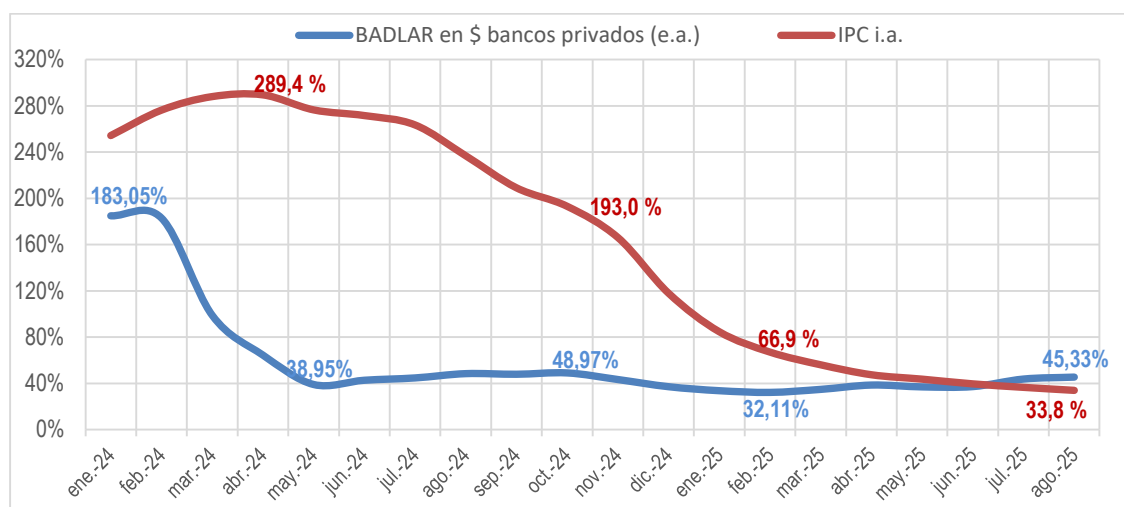
En síntesis, en materia de política monetaria, **la discusión gira en torno a si tiene sentido adoptar un esquema basado en agregados monetarios**⁴.

³ El tipo de cambio oficial acumuló en julio una suba de \$ 165 y se acercó más que en cualquiera de los meses previos al techo de la banda, actualmente en torno a \$ 1450.

⁴ <https://www.ambito.com/economia/dolar-y-tasa-flotante-la-inesperada-medida-que-tomo-luis-caputo-encajar-los-tenedores-pesos-n6171036>

La teoría sostiene que en un contexto de información perfecta sobre los shocks de demanda y oferta de dinero, el control directo sobre los agregados monetarios sería más eficiente que fijar una tasa de interés. Sin embargo, en la práctica, se destaca que la volatilidad de la demanda de dinero y la necesidad de anclar expectativas llevaron a que las tasas de interés se convirtieran en el principal instrumento operativo de los bancos centrales modernos, la política basada en tasas resulta más **predecible**, facilita la transmisión al sistema financiero y permite **una comunicación más clara de los objetivos de la autoridad monetaria**.

Ahora bien, en Argentina, el uso de la tasa de interés como instrumento principal enfrenta un problema adicional: **el mercado de crédito está poco desarrollado, lo que limita la transmisión de la política monetaria hacia la actividad real**. En este contexto, el canal más relevante no es el crediticio sino el de **liquidez**, por lo que **la absorción directa de pesos tiende a tener un efecto más inmediato**.



Fuente: <https://www.indec.gob.ar/indec/web/Nivel4-Tema-3-5-31>

Puntualmente, **el fin de las LEFIs generó un excedente de liquidez de \$10 billones sin aplicación, lo que llevó a la suba de las tasas de las LECAP**. Para absorber ese excedente, el BCRA reactivó la oferta de **REPO**⁵ a los bancos (\$3,5 billones el 15/07) y ya habría retirado 1 billón vía venta de LECAP el 11/07. A su vez, el **Tesoro** realizó una licitación fuera de calendario el 16/07, absorbiendo \$4,7 billones adicionales y convalidando tasas 70 / 80 pp.

La (obvia) falta de coordinación entre los bancos provocó **un vacío de liquidez a partir del lunes y una disparada de las tasas**. Como se observa en el gráfico por primera vez en julio 25 las tasas Badlar⁶ fueron positivas, situación que obviamente tendrá impacto en el crecimiento de la inversión y del producto.

El error no forzado de las LEFI no hizo más que demostrar las debilidades del esquema cambiario actual. Al revés de lo que supone el gobierno el superávit fiscal NO es suficiente para controlar las variables macro. Los fundamentos de una economía con déficit de Cta Cte y tipo de cambio apreciado parecen ser una barrera difícil de sortear para bajar el riesgo país y volver al mercado de deudas.

⁵ Un repo es una operación de recompra en la que una entidad financiera vende a un inversor un activo con el compromiso de comprarlo en una fecha determinada a un precio determinado.

⁶ Es la tasa de interés que pagan los bancos privados por depósitos a plazo fijo de grandes montos (generalmente superiores a \$1.000.000) a un plazo de 30 a 35 días.