

9

El Banco Central en el mercado de cambios (Esterilización I)

Roberto Frenkel

El Banco Central interviene en el mercado de cambios comprando moneda internacional para sostener el tipo de cambio y para acumular reservas. Lo primero que debe comprenderse al respecto es que con esta práctica el banco no pierde el control de la oferta monetaria y la tasa de interés de corto plazo. Ciertamente el banco expande la base monetaria cuando compra dólares – lo que induciría la baja de la tasa de interés. Pero puede compensar esta expansión – y mantener consecuentemente inalterada la tasa de interés – absorbiendo el incremento de liquidez generado en la intervención cambiaria. Esto se llama intervención esterilizada.

El Banco Central y el Tesoro argentinos han venido absorbiendo la expansión generada en el mercado de cambios a través de varios canales. Sin embargo, para poner el argumento en el extremo, vamos a suponer que toda la absorción es realizada por el Banco Central mediante la colocación de papeles (nuestras Lebacs y Nobacs).

El exceso de oferta de moneda internacional en el mercado – al tipo de cambio que quiere sostener el banco central y a la tasa de interés local vigente – es equivalente a un exceso de demanda de activos en pesos. Podemos imaginar la intervención completamente esterilizada como una operación en dos pasos. En el primero, el Banco Central compra el exceso de oferta de dólares y expande la base. La situación resultante mostraría un incremento de la base monetaria, una cantidad inalterada de activos financieros domésticos que pagan interés y una tasa de interés local más baja que la inicial. En el segundo paso, el Banco Central coloca un monto de activos financieros exactamente igual al exceso de demanda inicial, por lo que aumenta en ese monto la cantidad de activos locales, y absorbe el incremento de base monetaria, reponiendo la tasa de interés a su nivel original.

Mediante esas operaciones el Banco Central compensa el cambio de portafolio del sector privado. El sector privado quería más activos domésticos y ofertaba a cambio activos en moneda internacional. Si el Banco Central no intervenía, los precios debían modificarse. Pero el Banco Central oferta los activos domésticos demandados y se queda a cambio con más activos externos, dejando inalterados los precios (el tipo de cambio y la tasa de interés)



La intervención compradora esterilizada es posible en cualquier momento del tiempo. ¿Pero es posible realizar continuamente esa política? No en cualquier circunstancia. Depende de la tasa de interés que se obtiene por las reservas internacionales, la tasa de interés local y la tasa de aumento del tipo de cambio. Si la tasa de interés local es muy alta con relación a la suma de la tasa de interés internacional más la tasa de aumento del tipo de cambio, el Banco Central puede incurrir en un costo de esterilización creciente y perder el control de las variables monetarias. No es el caso de nuestro país. Por la magnitud moderada de la tasa de interés local, aquí no hay problemas de sostenibilidad de la política de intervención esterilizada.

A continuación ponemos un poco de carne alrededor de esos huesos duros considerando algunos datos de nuestra economía. Para facilitar la exposición examinamos solamente magnitudes aproximadas de las componentes principales del balance del Banco Central a fines de 2006.

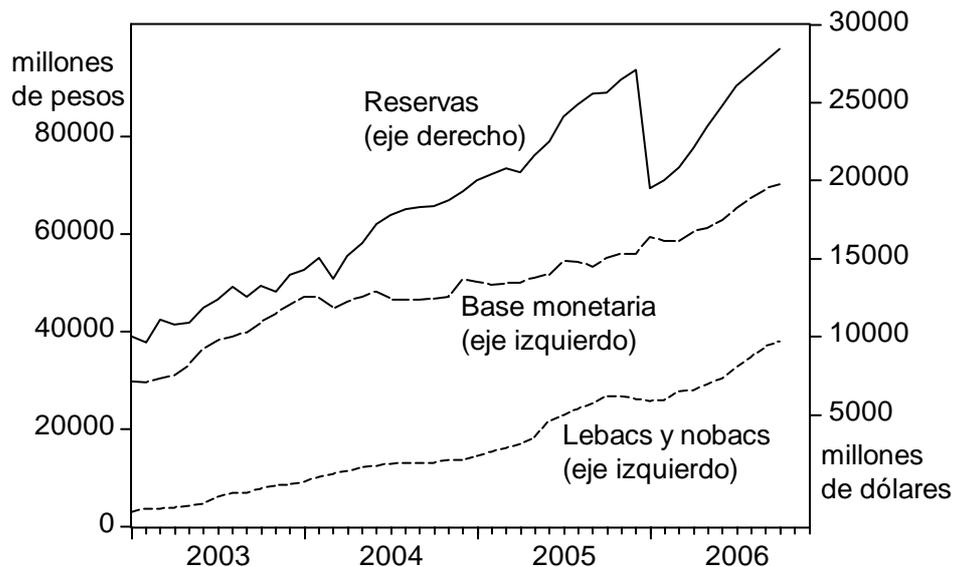
Veamos en primer lugar el costo actual de la esterilización. Las existencias de pasivos del Banco Central (letras y notas) alcanzan 40 mil millones de pesos (\$MM), que pagan aproximadamente 10%. En consecuencia, el costo financiero anual de estos pasivos representa unos 4 \$MM. Del otro lado del balance, las reservas internacionales suman unos 31 mil millones de dólares, que representan unos 96 \$MM. El rendimiento en pesos de estas reservas es aproximadamente 7%. Este rendimiento es la suma de 4%, correspondiente a la tasa de interés internacional obtenida por las reservas, más un 3% anual correspondiente a la tasa de aumento del tipo de cambio nominal. Consecuentemente, las reservas devengan un ingreso anual de 6.7 \$MM. Como se ve, 6.7 \$MM es mayor que 4 \$MM. Los ingresos por las reservas son superiores al costo financiero de los papeles de esterilización.

Pero si la tasa de interés local pertinente (10%) es mayor que la suma de la tasa de interés internacional más la tasa de aumento del tipo de cambio (7%), ¿porqué los ingresos resultan mayores que los gastos? Lógicamente, porque el pasivo de esterilización del Banco Central es menor que el activo de reservas. Una razón de esta diferencia es que el Banco Central puede (y debe) colocar también otro pasivo, el incremento de demanda de base monetaria, que no rinde interés pero que también es demandado. Esta colocación de base se denomina señoraje y se resta de la necesidad de esterilización. Actualmente la existencia de base representa unos 70 \$MM. Si la demanda de base monetaria crece al ritmo del PIB nominal (una elasticidad unitaria), un 20% de aumento del PIB nominal, como el que aproximadamente tuvimos en 2006, representa un incremento de demanda de base monetaria de 14 \$MM.

Con las consideraciones expuestas estamos en condiciones de trazar un esbozo de los resultados de la esterilización completa en el año 2007, suponiendo que el Banco Central compra 10 mil millones de dólares en el año. Suponemos también un crecimiento del PIB nominal de 17% (menor que el de 2006). Las mencionadas compras de dólares representarían una expansión de aproximadamente 31 \$MM. Los pagos de intereses por los papeles de esterilización existentes (10% de 40 \$MM) representan 4 \$MM adicionales de expansión. Para calcular la esterilización, de esos 35 \$MM de expansión deben restarse 12 \$MM correspondientes al incremento de base monetaria (con una elasticidad-PIB unitaria, es el 17% del stock actual de base de 70 \$MM). Resulta una necesidad de esterilización de 23 \$MM. A fin de 2007, el pasivo de esterilización alcanzaría 63 \$MM y las reservas internacionales serían aproximadamente 42 mil millones de dólares.

Obsérvese que a fines del año que terminó, la relación entre pasivos monetarios más pasivos de esterilización y reservas era de 1.15 (pasivos por 110 \$MM / 96 \$MM de reservas). Suponiendo un aumento de 3% del tipo de cambio y un rendimiento de 4% de las colocaciones en el exterior, esa relación resultaría 1.08 a fines de 2007 (pasivos por 145 \$MM / 134 \$MM de reservas). ¿Me quieren decir dónde está el problema?

**Reservas internacionales, base monetaria
y lebac y nobacs en pesos**



Fuente: elaboración con datos del BCRA