

Problemas potenciales de la esterilización (Esterilización II)

Roberto Frenkel

Escribí recientemente un artículo técnico sobre la sostenibilidad de la política de esterilización¹. El artículo es ilegible para el público no especializado, pero sus resultados pueden escribirse en castellano y hacerse accesibles para el lector no economista, como se intenta esta nota. La presentación también sirve el propósito de llamar la atención sobre algunos problemas potenciales de la política cambiaria y monetaria, que podrían y deberían ser resueltos rápidamente, antes que se conviertan en verdaderos problemas.

La política de esterilización se refiere a las operaciones de absorción de liquidez que hace el Banco Central (BC) mediante la colocación de papeles que pagan interés (pasivos remunerados del BC) con el objetivo de controlar la evolución de los agregados monetarios y la tasa de interés local. El BC “esteriliza” parte de la creación de dinero (base monetaria) que resulta de las compras de moneda extranjera que realiza para controlar el tipo de cambio y acumular reservas internacionales. Otra parte de esa creación de dinero es absorbida por la economía a través de la creciente demanda de base monetaria derivada del aumento de la actividad económica y la inflación.

En el mencionado trabajo técnico planteamos como criterio de sostenibilidad de la política de esterilización que los pasivos totales del BC – base monetaria más pasivos remunerados – no se incrementen más que las reservas internacionales valuadas en pesos, de modo que, con el transcurso del tiempo, se mantenga constante o se reduzca la relación entre los pasivos totales del BC y sus activos de reserva.

De este criterio se deriva una sencilla condición sobre la tasa de interés que pagan los papeles de esterilización del BC. Hay una tasa de interés máxima que permite la sostenibilidad de la política. La política es sostenible para tasas de interés iguales o inferiores a esa tasa. Dicha tasa sostenible máxima es el cociente de dos números. Arriba está la suma de la tasa de interés percibida por las reservas más la tasa de aumento del tipo de cambio. Esta suma está dividida por un número que es igual a

¹ Frenkel, R. “La sostenibilidad de la política de esterilización”, CEDES, mimeo, abril de 2007.



la relación entre el monto de pasivos remunerados del BC y el valor en pesos de las reservas internacionales.

La intuición de la expresión es clara. El numerador es el rendimiento en pesos de las reservas (la tasa internacional más la tasa de aumento del tipo de cambio). El denominador es un número menor que uno, de modo que la tasa sostenible máxima es mayor que el numerador. Cuanto menor es el denominador, esto es, cuanto menor es la proporción entre el stock de pasivos remunerados del BC y las reservas valuadas en pesos, menor es la proporción de pasivos por los que el BC paga intereses y mayor es entonces la tasa de interés sostenible máxima.

En el gráfico presentado al final de la nota se muestra la relación entre la tasa sostenible máxima y el cociente pasivos remunerados/reservas valuadas en pesos, para distintos valores de la tasa de aumento del tipo de cambio. Utilizamos cifras semejantes a los datos observables a mediados de abril de 2007. Se supone que el rendimiento de las reservas en moneda internacional es 4.6%. En el gráfico está indicado un valor del cociente de 0.45, aproximadamente igual a la relación entre pasivos remunerados y reservas en pesos vigente en la fecha indicada. A una tasa de aumento del tipo de cambio de 3% (anual) corresponde una tasa sostenible máxima de 16.9%. La esterilización sería sostenible para cualquier tasa igual o inferior a ésta (en este caso habría un grado relativamente alto de autonomía monetaria).

Obsérvese que con una tendencia nula del tipo de cambio, como la observada en los últimos seis meses previos a abril de 2007, la tasa sostenible máxima resulta 10.2%, aproximadamente igual a la tasa de interés pagada actualmente por los papeles de esterilización del BC. Si la tendencia del tipo de cambio fuese nula nos encontraríamos en el borde del espectro de tasas de interés que permiten la sostenibilidad de la esterilización.

El problema potencial es más serio porque la tasa de interés sostenible máxima tiende a reducirse con el paso del tiempo. En el mencionado trabajo técnico analizamos la permanencia de la condición de sostenibilidad. La condición de permanencia es obvia: que no aumente la relación entre los pasivos remunerados del BC y sus reservas valuadas en pesos. Esto es, que el stock de pasivos remunerados del BC crezca a un ritmo igual o inferior al valor de las reservas valuadas en pesos. Tomando como parámetros las tasas de interés internacional y local, la tasa de aumento del tipo de cambio y la evolución de la demanda de base monetaria, la condición de permanencia puede expresarse como una restricción sobre las compras del BC en el mercado de cambios. Esto es, para que la tasa de



interés sostenible máxima no se reduzca con el paso del tiempo, el flujo de compras de dólares del BC, en proporción a las reservas, debe ser menor que cierto límite.

El hecho preocupante es que tomando parámetros que reflejan aproximadamente la situación de los mercados cambiario y monetario de nuestro país, se verifica que el flujo de compras que viene realizando el BC supera ampliamente el límite máximo que permitiría la permanencia de la condición de sostenibilidad. En efecto, la tasa sostenible máxima tiende sistemáticamente a reducirse.

Como fue dicho arriba, si la tendencia de aumento del tipo de cambio es nula, la tasa de interés de los papeles de esterilización se encontraría en el máximo del espectro que permite la sostenibilidad de la esterilización. Pero ese máximo tiende a reducirse por las voluminosas compras de dólares que debe hacer el BC.

Hay una conclusión inmediata: una tendencia nula del tipo de cambio amenaza la sostenibilidad de la esterilización, dado el flujo de compras del BC. Por lo tanto, hay que aumentar la tendencia del tipo de cambio. Por cada punto porcentual de aumento de la tendencia del tipo de cambio, la tasa sostenible máxima se eleva 2.2 puntos porcentuales, con los parámetros de abril de 2007. No se me escapa la probable incidencia en la inflación, pero ésta no debe combatirse atrasando el tipo de cambio y arriesgando en conjunto la sostenibilidad de la política monetaria y cambiaria. También puede apuntarse a reducir el flujo de compras del BC, incrementando las compras del gobierno y/o endureciendo las restricciones a los ingresos de capital.

En resumen, hay un conjunto de medidas que pueden y deben adoptarse. Lo importante es tener en cuenta que hay problemas potenciales cercanos y actuar rápidamente para evitar que se conviertan en verdaderos problemas.



Relación entre la tasa sostenible máxima y el cociente Pasivos remunerados / Reservas en pesos, para distintas tasas de aumento del tipo de cambio nominal (e)

