

08 de abril de 2016

## Discurso del Presidente del BCRA

Desde hace varias décadas, los Bancos Centrales utilizan la comunicación como un instrumento más en el manejo de la política monetaria. Este mecanismo tiene como principal objetivo brindar señales sobre el camino a seguir por parte del Banco Central. El revuelo que se arma cada vez que Janet Yellen (FED) o Mario Draghi (BCE) hablan, demuestra la importancia del instrumento para algunas economías.

Las nuevas autoridades del BCRA comenzaron a utilizar este instrumento en las últimas semanas. Para nosotros, algo bastante novedoso luego de muchos años de tener un Banco Central sin ningún tipo de autonomía ni margen de maniobra. A continuación, comparto los fragmentos más importantes del discurso de Federico Sturzenegger sobre el balance de los primeros 100 días de gestión. Debajo de cada párrafo, [agrego unos comentarios](#) para pensar lo que viene en materia cambiaria en los próximos meses. Pueden leer el discurso completo [acá](#) o verlo [acá](#).

### Principales puntos y comentarios

“Desatender la responsabilidad de la política monetaria en la evolución de los precios internos condujo en los últimos años a un inaceptable e insostenible entorno de alta inflación.”...

...“Actual gestión: inducir una baja sistemática y sostenible de la tasa de inflación, llevándola, en un plazo razonable, a niveles similares a los que exhiben las economías que manejan su política monetaria bajo esquemas de metas de inflación.”

[Más claro imposible, vamos derecho a un régimen de metas de inflación. En estos esquemas, el tipo de cambio se determina en el mercado y el Banco Central no interviene \(en teoría\) o lo hace de forma ocasional \(en la práctica\). El principal instrumento de política monetaria pasa a ser la tasa de interés.](#)

“Recordemos que esta administración asumió luego de un año de extraordinaria expansión monetaria, la cual condicionaba la evolución de los precios del año siguiente, porque sabemos que la política monetaria opera con importantes rezagos (discutimos en el BCRA si estos rezagos son de 6 meses o más, pero no son menores a ese tiempo); pero también tuvimos que lidiar con la bomba de tiempo que representaba el pasivo por la venta irresponsable de dólares futuros en el último tramo de la gestión anterior, equivalente a no menos de 10% de la base monetaria. Es decir que el objetivo inflacionario planteaba desafíos importantes de arranque.”

[Este es un punto importante. En Resúmenes previos remarcamos un error del nuevo Gobierno: no explicar bien que parte de la inflación del primer semestre ya estaba jugada por la política monetaria de la última parte del 2015. A esto hay que sumarle el regalito de ventas a futuro que por el momento implicó una emisión cercana a los \\$60.000 millones. Es un hecho empírico que la relación entre la emisión y los precios opera con rezagos, con lo cual, la imprudencia monetaria de la gestión anterior todavía se siente hoy.](#)

“La experiencia internacional muestra que Argentina debe evitar la tentación cortoplacista de recurrir a los esquemas de tipo de cambio rígido que han sido típicamente “pan para hoy y hambre para mañana”...

...“la evidencia mostraba que una estabilización basada en el tipo de cambio generaba una rápida reducción de las tasas de interés, lo que se acompañaba de un boom inicial del consumo (algo que era, naturalmente, políticamente bastante tentador para las autoridades). Sin embargo, en el largo plazo el tipo de cambio fijo no es tan deseable.”..

...“Es por ello, que aunque tal vez sea políticamente menos atractiva, ya que una estrategia de estabilización con tipo de cambio flotante y ancla monetaria, puede implicar tasas de interés eventualmente algo mayores y un comportamiento menos expansivo del consumo durante la fase inicial, permitirá luego una recuperación en el marco de una mayor sostenibilidad macroeconómica.”...

Aplaudo. A diferencia de otras ocasiones que luego de un shock devaluatorio se utilizaba como ancla al tipo de cambio para domar la inflación, ahora propone no hacerlo. Concuero que los efectos positivos en el consumo de este camino nos terminan llevando al punto inicial, otra vez el atraso cambiario y la necesidad de corregir nuevamente el dólar.

A los fines de mercado, no intervendrían para anclar el dólar mientras la inflación local continúe por encima de la internacional.

“Desde varios ámbitos, por ejemplo, se ha reclamado en las últimas semanas al BCRA que intervenga mucho más activamente en el mercado cambiario y se ha criticado la decisión de tolerar una mayor volatilidad en las cotizaciones del tipo de cambio. A nuestro entender, reaccionar de este modo e intervenir en forma sistemática en el mercado de cambios, sería un intento de tomar otro atajo más, persiguiendo resultados efímeros sin el sustento de bases duraderas.”

Definitivamente propone pasar a un régimen de flotación. El tipo de cambio se moverá como en las últimas semanas según lo determinen la oferta y demanda. Las intervenciones del BCRA serán la excepción y no la regla. En los primeros 100 días, algo así como 70 días de mercado, la mesa del Central salió a operar solamente en 7 ruedas.

Acá planteo mi primera duda. El Presidente del BCRA dejó en claro que dejará flotar el tipo de cambio pero también afirmó que no van anclarlo para contener la inflación. Ahora bien, ¿Qué pasaría si en los próximos meses ingresan dólares comerciales y financieros que sobre compensan la demanda de divisas? ¿No intervienen? ¿Lo dejan apreciar? Recordemos que a partir de ahora mantener el tipo de cambio nominal, dado ajustes salariales por arriba del 30%, implica dejar apreciarlo en términos reales. Justamente el atajo que quiere evitar.

En este escenario, la primera tentación es salir a intervenir y recomprar algunas

reservas. Pero el problema es que esta política conlleva a emitir pesos y salir a esterilizarlos al 38%, operando en sentido opuesto al objetivo primordial de bajar la inflación.

Por esto, el punto siguiente es el más importante.

De cualquier manera, como ustedes saben, no hay posibilidad de un régimen monetario estable si no viene acompañado de una política fiscal que permita a la autoridad monetaria concentrarse en su trabajo de estabilización nominal. Esto no requiere de mucho análisis y es un prerequisite básico para un país con baja inflación. Como también se ha anunciado, la idea de las autoridades monetarias es acompañar un proceso de ordenamiento fiscal gradual, lo que implica comprometer recursos monetarios al financiamiento del déficit durante una transición. Este año hemos acordado con el Ministerio de Hacienda y el propio presidente de la Nación una transferencia anual de 160.000 millones de pesos (alrededor de 2% del PIB). En términos reales esto implica una reducción del orden del 30% respecto del financiamiento monetario otorgado al fisco el año pasado (\$ 178.000 M, equivalente a 3,1% del PIB).

Acá veo una inconsistencia. Creo que hay una incompatibilidad en financiar por \$160.000 millones al Tesoro (aproximadamente un tercio del déficit fiscal) y las metas de inflación. Hagamos un ejercicio lleno de supuestos pero útil para ver los grandes números.

Supongamos que la base monetaria crece al 25% este año (34% el año pasado). Con lo cual, si el Banco Central quiere ser prudente debe esterilizar el sobrante de emisión. Esto deja para fines de año un stock de títulos superior a los \$550.000 millones, lo cual obliga a pagar más intereses. Si somos optimistas y suponemos que el BCRA logra bajar las tasas de las Lebac a niveles del 25%, esto implica que el compromiso de futuros intereses se ubica entre los \$130.000-160.000 millones anuales. Esto provoca un aumento del 25% de la base monetaria el próximo año sólo para hacer frente a los intereses. Además

podría inducir un desplazamiento del sector privado del mercado crediticio a costa del sector público.

¿Y el objetivo primordial de bajar la inflación y la autonomía del BCRA? Para alcanzar estas metas el Tesoro deberá avanzar más rápido en el frente fiscal o financiarse en menor proporción con el Banco Central y en mayor volumen con el sector privado a plazos más prolongados.

En la práctica esto implica que en tanto la inflación se ubique por encima de sus objetivos, la tasa de interés deberá aumentar o mantenerse en modo contractivo, mientras que podrá bajar cuando se perciban señales inequívocas de una merma en los registros de inflación. Quiero anticipar que no consideramos que una baja de algunas décimas en la inflación de marzo será suficiente para cambiar la visión de la autoridad monetaria en el corto plazo sobre la necesidad de seguir en modo contractivo.

**Volviendo al mercado, este párrafo nos dice que vamos a tener tasas atractivas de Lebac por un tiempo más.**

Nuestra expectativa es que, una vez superados los efectos transitorios que han afectado en estos meses a los registros inflacionarios, las políticas implementadas se traduzcan en que la inflación subyacente se vaya ubicando en los próximos trimestres en niveles claramente inferiores a los observados el año pasado.

Es bastante optimista, si no lo es él que nos queda. Comparto parte del optimismo, creo que una vez que pasen los saltos en los precios relativos y la mayor prudencia monetaria comience a tener sus efectos, la inflación se desacelerará en la última parte del año. Sin embargo, como detallamos, será importante avanzar más agresivamente en la reducción de la monetización del déficit.

Buen fin de semana,

***Juan Battaglia***