



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Discurso del presidente del Banco Central de la República Argentina, Federico Sturzenegger, en la Conferencia Anual 2017 de la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL)

Buenos Aires, 28 de septiembre de 2017 - Muchas gracias por la invitación a esta conferencia. Es un placer volver después de un año para poder reflexionar con ustedes acerca de los progresos en la lucha contra la inflación en Argentina y comentar sobre la marcha de la economía en general. Quiero aprovechar esta invitación, hecha por Fernando y Daniel, a quienes considero de los mejores economistas argentinos, para discutir algunos de los aspectos de la política monetaria que han sido más debatidos durante el último año. Creo que, hoy, cuando ya estamos con la mira en nuestra meta del 10% para el año que viene, es un buen momento para hacerlo. Por ello, hoy prepararé unas palabras, donde busco dirigirme principalmente a mis colegas economistas con los cuales mantenemos un sano y rico debate sobre política monetaria en nuestro país.

Los beneficios de la desinflación

En muchas ocasiones, incluso en esta conferencia el año pasado, reiteré los beneficios casi incuantificables que tendrá para el país converger a una inflación en línea con la del resto del mundo, manteniendo al mismo tiempo un tipo de cambio flotante. **Los beneficios se materializan en términos de recuperación económica en el corto plazo, crecimiento estructural, equidad distributiva, reducción de las tasas de interés a largo plazo, resurgimiento del crédito, entre muchos otros.** A principios de la semana, Julio Velarde y Carlos Valdovinos (los presidentes de los bancos centrales de Perú y Paraguay) nos contaban los beneficios de haber derrotado a la inflación en sus países. Hace 10 años que tienen una inflación de aproximadamente 3% anual.

El año pasado estábamos batallando en la defensa de todos estos conceptos. Por ejemplo, las metas del BCRA eran vistas por una buena parte de la profesión como excesivamente ambiciosas. Sin embargo, desde la vez pasada que estuve aquí, en los últimos doce meses, la tasa de inflación cayó de 41% a 22,8% anual. Y tal cual esperábamos, **ni bien la inflación tomó rumbo descendente, la economía**



se empezó a reactivar, retomando una senda de crecimiento tras 5 años de estancamiento. El dato de INDEC de ayer mostró una actividad económica aumentando un 4,9% interanual. Hoy ya no se escuchan tantas voces presagiando lo que podría ocurrir con la economía si el BCRA persiste en su vocación antiinflacionaria (aunque algunos todavía lo hacen).

Tampoco se oye tanto a los que anticipaban el efecto negativo de una política monetaria restrictiva sobre el crédito. Es precisamente al revés, decíamos. **Una baja en la tasa de inflación es un prerequisite para el crecimiento sólido del crédito.** Hoy, con el crédito total creciendo a una tasa real de 20% anual, ese debate también va quedando atrás en el tiempo.

Como ustedes saben, **nuestro instrumento operacional para cumplir con las metas es la tasa de interés que determina el centro del corredor de pases a 7 días. También saben que tratamos de influir en la estructura de tasas de corto plazo a través de las licitaciones y operaciones en el mercado secundario de LEBAC. Quiero subrayar el concepto de “corto plazo” en relación a esas tasas que determinamos para inducir la desinflación.**

Resulta inverosímil pensar que una empresa decida una inversión en ampliar una fábrica, en construir una granja eólica o un centro logístico, cuya amortización será a 5, 10, 20 años o más, en base al costo de oportunidad de comprar LEBAC a 35 días, o incluso a 270 días. La tasa de interés relevante para evaluar un proyecto de inversión es en verdad la tasa de riesgo país, medida en el rendimiento de un bono emitido por el Gobierno Nacional para esos plazos, en pesos o dólares.

En ese sentido, las políticas económicas instrumentadas por la actual administración han permitido reducir tanto la tasa de interés en dólares, a mínimos en los últimos diez años, como la de pesos, éstas últimas de manera aún más contundente, ya que hasta el año pasado no era concebible que Argentina pudiera financiarse en pesos a 10 años a tasa fija.

Precisamente, es el compromiso del BCRA en pos de vencer a la inflación uno de los elementos que contribuye de manera clave para reducir el costo del financiamiento a largo plazo.

Asimismo, **la baja de la inflación tiene efectos benéficos tanto por el lado de la oferta como por el de la demanda.** La demanda se expande, justamente, porque mejora la disponibilidad de crédito, sobre todo en países donde los bancos tienen reservas excedentes de liquidez. También se incrementa la demanda porque con la baja de la inflación mejora la confianza del consumidor, y a su vez porque la inflación es un impuesto muy regresivo, que recae con más fuerza sobre los más



vulnerables, por lo que su disminución equivale a una reducción impositiva de gran progresividad.

Pero es simultáneamente un shock positivo de *oferta*. **A medida que cae la inflación, nuevamente, sube el crédito, y la mayor abundancia de fondeo es un extraordinario impulso para la productividad. Asimismo, mejora el funcionamiento del sistema de precios.** Y no sólo porque mejora el ambiente competitivo de los mercados¹. Hace unos años publiqué un trabajo con mi colega José de Gregorio, donde explicábamos cómo el mercado de crédito recupera la capacidad de identificar mejor los proyectos más rentables cuando la inflación baja, porque a las empresas les cuesta más esconder sus ineficiencias en dicho contexto². **Cae además el *pass through*, lo cual facilita las correcciones de precios relativos** (entre los años 2011 y 2015 la correlación entre inflación y devaluación era del 73%, pero desde diciembre de 2015 hasta el día de hoy esa correlación cayó a 18%).

Por otra parte, **la economía argentina, como resultado de décadas de alta inflación, ha generado una desvinculación entre la brecha de producto y la dinámica inflacionaria.** Esto también lo argumentábamos el año pasado. En la práctica, esto significa que la inflación puede acelerarse sin estar acompañada de ningún efecto positivo sobre el producto (afirmación seguramente compartida por muchos aquí), pero también implica que puede bajarse sin efecto negativo sobre el producto (que, a pesar de ser una afirmación idéntica a la anterior, seguro no la compartirán tantos economistas en la sala).

Por todo ello, insisto en que nuestros colegas no deberían criticar lo ambicioso de las metas, sino precisamente lo poco ambiciosas que son las mismas. Son los economistas los que mejor entienden que la inflación no es más que un impuesto regresivo, y son los que más necesitamos que expliquen por qué el reducirla es indispensable para que nuestro país pueda despegar en forma definitiva. Desde el Banco Central los convocamos a ayudar en la transmisión de este mensaje. **Sólo mejores cosas para nuestro país pueden venir asociadas a una baja más rápida de la inflación.**

Desde julio de 2016, la inflación en Argentina se ubica en un valor promedio de 1,6% mensual, que anualizado implica un ritmo de 21%. Es el menor valor en 7 años. Tomo ese largo período de 14 meses, porque la verdad es que la inflación ha sido bastante pareja durante ese lapso.

¹ Tommasi, M. (1994): "The Consequences of Price Instability on Search Markets: Toward Understanding the Effects of Inflation". *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 84(5), pp. 1385-96, diciembre.

² De Gregorio, J. y Sturzenegger, F. (1997): "Financial markets and inflation under imperfect information". *Journal of Development Economics*, vol. 54(1), pp. 149-168.



La excepción fueron los meses de febrero a abril de este año, donde, como hemos explicado también varias veces, un relajamiento de la política monetaria superior, *ex-post*, al necesario durante la segunda mitad del año pasado, desvió en cierta medida las variables de nuestros objetivos. Sacando esos tres meses, donde a la vez hubo influencia de cambios en los precios regulados, la inflación se ubicó en un promedio de 1,45% mensual, que anualizado equivale a 18,8%. Valores bastante inferiores a los registrados durante los últimos años.

Esta mayor estabilidad en la inflación es el resultado del accionar de una política monetaria que desde marzo de este año retomó una posición más contractiva, adquiriendo hoy el sesgo antiinflacionario más pronunciado, medido en función de la tasa de interés real *ex-ante*, de nuestra gestión.

Menciono estos números porque estamos progresivamente empujando la evolución de los precios hacia valores más acotados. Durante los últimos cuatro meses la inflación promedió un ritmo de 1,4% mensual (poco más 18% anualizado). Como dije, ya tenemos la menor inflación en 7 años, pero lo más importante es que nos encontramos ante un proceso de desaceleración que seguirá hacia adelante. Más allá de las subas y bajas que pueden aparecer en este camino, todas las mediciones de expectativas y pronósticos que se relevan coinciden en eso. No sólo del Relevamiento de Expectativas de Mercado que efectúa el BCRA se desprende la expectativa de los analistas acerca de una consolidación en el proceso de desinflación durante los meses y años venideros. La última encuesta de la consultora Poliarquía mostró que el porcentaje de los argentinos que veía los precios estables durante el último mes se ubicó en el valor más alto desde el año 2006. Y la mediana de las expectativas de inflación relevadas por la Universidad Di Tella viene mostrando hace cuatro meses consecutivos un nivel esperado de 20%, cifra hacia la cual nunca habían disminuido durante todo el período en el que convivimos con el cepo.

Dado este contexto, que es arduo, que es largo y sinuoso, es que quiero abordar cinco cuestionamientos centrales a la política antiinflacionaria del Banco Central que suelen oírse en el debate público. Quiero aprovechar este foro para abordarlas, porque veo un tratamiento a mi entender algo superficial, quizás excesivamente mediático, por parte de algunos de mis colegas, y me parece importante clarificar estas cuestiones con un poco más de precisión y rigurosidad.

Los cinco cuestionamientos son: a) que el Banco Central está solo en la lucha contra la inflación; b) que los agregados monetarios crecen demasiado rápidamente; c) que la dinámica salarial es inconsistente



con las metas; d) que el stock de LEBAC es demasiado grande; y e) que la baja utilización de los pases implica que el BCRA los ha abandonado como instrumento central de política monetaria.

El BCRA no está solo

Vamos entonces por partes. Cuando escucho que el Banco Central está solo, no puedo sino recordar las palabras que en una reunión del BIS escuché de Mario Draghi, las cuales, por más que ya las haya citado muchas veces, me parece apropiado hacerlo una vez más aquí:

“En el último medio siglo los bancos centrales han transitado un largo camino definiendo el modo en que abordan sus funciones de estabilización macroeconómica. Aún hacia fines de los recientes años ‘70, las visiones respecto de la eficacia de la política monetaria para lograr la estabilidad de precios todavía divergían entre los bancos centrales de las economías avanzadas. Algunos, como el Banco Central de Alemania y el de Suiza, ya estaban comprometidos con la implementación de medidas monetarias para controlar la inflación. Pero otros, como la Reserva Federal y varios Bancos Centrales de Europa, permanecían con enfoques pesimistas en este respecto, creyendo que la política monetaria constituía un medio ineficiente para domar la inflación, y que era mejor emplear otro tipo de políticas.

Ilustrando esta visión, el presidente de la Fed William Miller, en su primer Comité de Política Monetaria en marzo de 1978, sostuvo que “la inflación será encomendada a la Reserva Federal y eso definitivamente es una mala noticia. Un programa efectivo para reducir la tasa de inflación debe extenderse más allá de la política monetaria y necesita ser complementado con programas diseñados para fomentar la competencia y para corregir problemas estructurales.”

En este contexto de timidez respecto de la efectividad de la política monetaria, las expectativas de inflación eran propensas a desanclarse, abriendo la puerta a oleadas de alzas de precios que alcanzaron por aquella época el orden de los dos dígitos. El resultado fue una etapa denominada de “estanflación”, donde tanto la inflación como el desempleo aumentaron en tándem.

La lección de política que emergió de este período fue que el crecimiento económico sostenible no podía estar separado de la estabilidad de precios, y que la estabilidad de precios a su vez dependía de una política monetaria creíble y comprometida. Desde 1979 en adelante -con la asunción de Volcker como presidente de la Fed- los bancos centrales convergieron hacia esta orientación y se hicieron cargo plenamente de cumplir sus objetivos en materia inflacionaria. A



medida que el renovado compromiso para controlar la inflación fue comprendido, las tasas de inflación cayeron abruptamente, en un contexto de mejor anclaje de las expectativas. Los bancos centrales abandonaron así la noción auto-absolutoria de que la estabilidad de precios dependía de otras autoridades, no monetarias.”³

Vale la pena reflexionar sobre estos párrafos para comprender que **en el mundo se ha derrotado a la inflación, y que eso se ha logrado porque los bancos centrales se han hecho responsables de la tarea de reducirla. Sus instrumentos han probado ser suficientes y los resultados contundentes.** Les recuerdo que Perú y Paraguay hace más de 10 años que tienen una inflación del 3% anual. No hay que irse muy lejos para ver que esto es posible. Alcanza con cruzar el Pilcomayo.

Pretender que otros actores tercién en esta contienda, implica desconocer que la inflación es un fenómeno monetario. Por supuesto que el proceso inflacionario tiene sus complejidades y sus dinámicas de convergencia, pero, como escucho cuando voy a las reuniones de banqueros centrales en Basilea, no hay proceso inflacionario que pueda persistir si no hay un banco central atrás que lo monetiza y convalida.

Por ello el acompañamiento más importante que puede recibir un banco central es que el gobierno no le exija a su hoja de balance, ya sea comprometiendo sus reservas o reclamando financiamiento directo para el Tesoro.

Y la verdad que **este gobierno está realizando un esfuerzo enorme en pos de reducir consistentemente la asistencia monetaria al fisco. Siempre en un marco global de gradualismo como estrategia para la convergencia fiscal, el financiamiento del BCRA al Tesoro pasó de representar un 4,4% del PBI en 2015, a 2% en 2016, luego pasó a 1,5% en 2017, y será de 1,1% del PBI en el año 2018, con la certidumbre de que se seguirá achicando este monto progresivamente en los años subsiguientes.**

Con lo cual, quien diga que el Central está solo en esta contienda, no logra mensurar el extraordinario esfuerzo fiscal que está haciendo el Gobierno Nacional para reducir la incidencia del impuesto inflacionario, y que para 2018 representará un desprendimiento de 3,3 puntos del PBI respecto del monto financiado por el BCRA en el año 2015.

³ Fragmento del discurso de Peter Praet, miembro del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo, en la LUISS School of European Political Economy, el 4 de abril 2016, Roma (traducción propia).



Sé que quienes hacen estos comentarios lo hacen desde la voluntad de ayudar, de validar y alentar la batalla que lleva adelante el Central contra la inflación. Agradezco esta voluntad de apoyarnos, y de pedir aún más colaboración. Pero la ayuda que piden, en algún sentido, es peligrosa. En tanto se piense que son factores ajenos a la política monetaria los que mueven la inflación, mucho más difícil será nuestra tarea de coordinar expectativas. Esto es justamente lo que explicaba Draghi en la cita que mencioné recién.

Este debate se toca con otro asociado, que es la relación entre déficit fiscal e inflación. Si una situación fiscal no es sustentable, se resolverá ya sea apelando al impuesto inflacionario y/o no honrando las deudas contraídas. Entonces, una situación fiscal insostenible tiene un impacto acelerador sobre la inflación, porque uno anticipa que eventualmente implicará recurrir al impuesto inflacionario, anticipación que por arbitraje se refleja en lo inmediato. Esta era la intuición básica del modelo de Sargent y Wallace (1981)⁴.

Pero lo más importante de esto es el concepto de “sustentabilidad”. **Si la trayectoria fiscal es sustentable, no hay por qué pensar que un déficit fiscal necesariamente va a alimentar la inflación, ya que lo que se está diciendo es que encontrará maneras genuinas de financiarse.** La relación entre déficit e inflación emerge entonces en una situación extrema de insostenibilidad. Y sobre este respecto creo que existen hoy las mejores condiciones en décadas para pensar que el gasto público encontrará su sendero sustentable, ya que el gobierno ha explícitamente delineado una trayectoria de convergencia fiscal. El equipo de Hacienda y de Finanzas es, a mi entender, el mejor que Argentina ha tenido en mucho tiempo, y también de los más comprometidos con este objetivo. Y el propio presidente, quien ya demostró en su gestión en la Ciudad de Buenos Aires su compromiso con la sustentabilidad fiscal. A mi entender no existe ningún motivo, aun a sabiendas del extraordinario aumento en el tamaño del Estado que ocurrió durante el último gobierno, para dudar de la sustentabilidad intertemporal del programa fiscal.

Creo que lo que sorprende a muchos economistas es que el gobierno no tome posiciones dogmáticas con respecto al tema del gasto público. No dice, dogmáticamente, “todo lo que hace el Estado está bien”, como decía el gobierno anterior ni dice, dogmáticamente, que “todo lo que hace está mal”, como muchos economistas pretenderían que diga. Es que el gobierno tiene un enfoque que se centra y arranca a partir del ciudadano ¿Qué es lo que puedo hacer para servirlo mejor? ¿Cómo puedo servirlo sin despilfarrar sus fondos? Y esto puede significar

⁴ Sargent, T. y Wallace, N. (1981): “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, vol. 5, pp. 1-17.



agrandar el Estado o achicarlo. Este enfoque pragmático en la Ciudad de Buenos Aires implicó un crecimiento del Estado, simultáneamente con una mejora cualitativa en la calidad de los servicios públicos ofertados. Yo creo que es el enfoque correcto. El que se aleja de los dogmatismos puros, simplistas, casi diría necesariamente equivocados, y nos baja al mundo de la realidad, más complejo, pero mucho más constructivo.

Por favor, no me malinterpreten, no piensen que no pienso, o que el gobierno no piensa, que una convergencia fiscal es necesaria. Sólo digo: primero que el enfoque del gobierno es un enfoque basado en el concepto del servicio y no del dogma, y, segundo, que, garantizada la sustentabilidad intertemporal del gasto, la relación con la inflación se debilita drásticamente.

¿Los agregados monetarios van bien o mal?

No puedo empezar esta sección sin hacer referencia a la famosa frase de Gerald Bouey, el entonces presidente del Banco Central de Canadá, quien en noviembre de 1982 dijo: “nosotros no abandonamos a los agregados monetarios, ellos nos abandonaron a nosotros”, al momento que explicaba los motivos por los cuales el Banco de Canadá decidió dejar de fijar sus metas en función del agregado monetario M1.

Hace tiempo que los banqueros centrales se dieron cuenta que era muy difícil predecir los movimientos de la demanda de dinero: la misma se mueve en gran medida estacionalmente, entre meses, entre las semanas (y para que se den una idea, en el banco tenemos una estimación diaria de su estacionalidad). Pero a su vez **también se ve afectada por la calidad del circulante, la denominación de los billetes, el perfil de la actividad productiva, movimientos en el crédito, y muchas razones más.**

En una Argentina saliendo del cepo cambiario, con un dinamismo significativo por parte del crédito y del nivel de actividad, se imaginarán que predecir la demanda de dinero se torna un ejercicio aún más difícil.

Quiero compartir con ustedes un ejemplo al respecto. Todos saben que el sector asociado a la construcción está mostrando un dinamismo realmente muy sólido, por encima de la media del resto de la economía. Bueno, en el BCRA hemos hecho algunos cálculos econométricos, regresando la circulación de billetes en poder del público contra la actividad de la construcción (controlando por supuesto por la actividad económica en general y otros factores), y como resultado dio que el efecto de signo positivo de dicho sector particular sobre la demanda de billetes agregada es tremendamente significativo, tanto desde un punto de vista estadístico como



económico⁵. Creo que esto ilustra un poco lo difícil que es sacar conclusiones respecto de la evolución de la demanda de dinero del público, y lo confuso que resulta tomar como medida del sesgo antiinflacionario de la política monetaria el mero crecimiento de los agregados.

Pero más allá de si la demanda de dinero es fácil o difícil de estimar, la verdad es que bajo el esquema actual de política monetaria se vuelve innecesario. Porque en un régimen de metas de inflación con tasa de interés como instrumento principal, los cambios en los agregados responden a cambios precisamente de la demanda de dinero. Una mecánica similar ocurre en los regímenes con tipo de cambio fijo, que Argentina ha tenido y muchos. Entre los economistas es común decir que, con tipo de cambio fijo y libre movilidad de capitales, la cantidad de dinero pasa a ser endógena (una versión del enfoque monetario del balance de pagos). Así, aumentos de los agregados monetarios como supo tener Argentina en los años 1992 y 1993 del 46% y 40% anual, acompañados por inflaciones de 18% y 7% respectivamente, o en 2003 y 2004, cuando los agregados crecieron 59% y 35% y la inflación fue de 4% y 6% anual, no resultaron llamativos para la profesión.

La analogía está clara. Decir que no hay plan antiinflacionario porque los agregados crecen el 30% luce tan anacrónico como hubiera sido decir eso en el año 1993, cuando la inflación terminó resultando del 7%.

Supongo que la menor familiaridad con los esquemas de metas de inflación es en parte responsable de este pequeño desliz metodológico. Y recuerden que se los dice alguien que pone al equilibrio del mercado de dinero en el centro de la cuestión inflacionaria.

Un equilibrio monetario puede surgir a partir de una oferta de dinero constante (y entonces ajusta la tasa de interés) o puede ocurrir bajo tasa de interés constante (con oferta de dinero infinitamente elástica a esa tasa) y lo que ajustan son las cantidades. Así es, precisamente, cómo funciona el régimen de metas de inflación que estamos implementando.

Durante el último año hemos observado y testeado si el sistema está funcionando con los niveles de endogeneidad que menciono. Luego de pasar por varios episodios de shocks de liquidez (los más importantes asociados a la compra de reservas), uno llega a la conclusión que el sistema está operando correctamente.

⁵ Véase, por ejemplo, “Una asociación entre la intensidad de uso de efectivo y la actividad de la construcción”, nota publicada el 27 de septiembre de 2017 en el Blog “Ideas de Peso” del BCRA (disponible aquí: http://www.bcra.gov.ar/ideasdepeso/Blog_ideas_de_peso.asp).

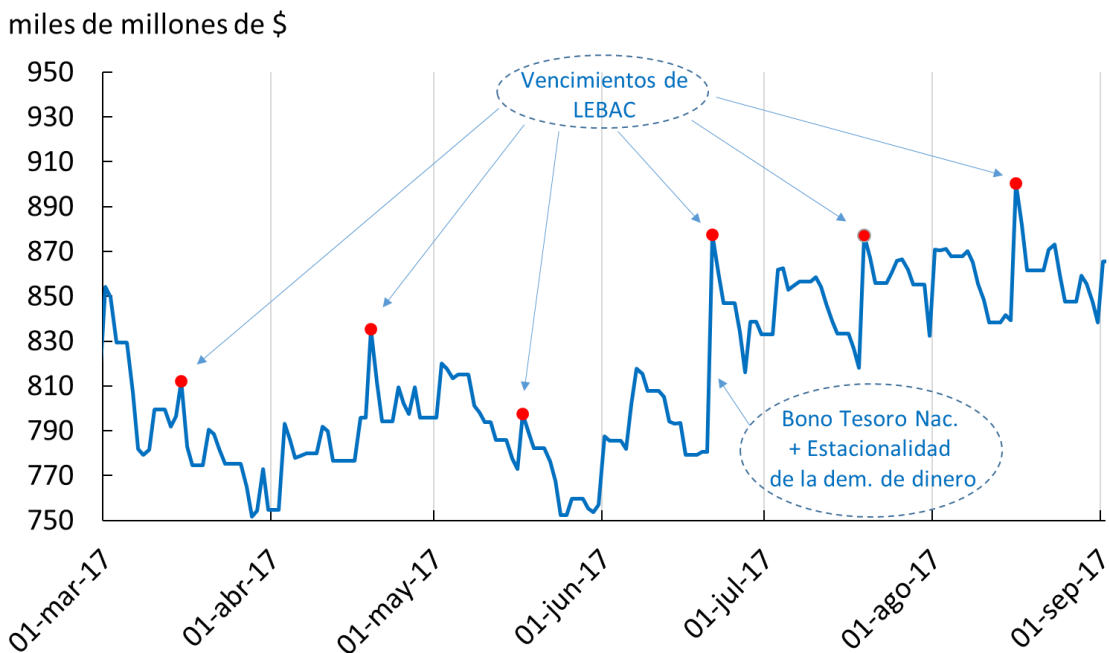


Déjenme ilustrarlo con las licitaciones primarias de LEBAC. Debido a la existencia de un único vencimiento mensual (dispuesto así para que dichos títulos posean mayor liquidez en su mercado secundario), los bancos ahora han modificado su patrón de integración de encajes y el manejo general de su liquidez. Las entidades financieras suelen utilizar la instancia del vencimiento de LEBAC para hacerse de cierta liquidez excedente para el resto del mes, de forma tal de cumplir con la exigencia de encaje regulatoria y abastecer la demanda de crédito que viene en alza. A eso se deben los grandes montos de emisión monetaria que se han visto en los días puntuales del vencimiento mensual de estos títulos.

Pero ¿debería la licitación de LEBAC modificar la demanda de dinero de la economía? En absoluto. Por ello, una vez que los bancos regularizan su posición de integración de encajes y van ganando mayor certidumbre respecto de su posición de efectivo, esa liquidez excedente debería volver a ser absorbida vía pasas y vía operaciones de mercado abierto en el mercado secundario, dejando inalterada la cantidad de dinero inicial.

¿Ocurre eso en la práctica? Yendo a los números concretos veamos un par de ejemplos. Como resultado de la licitación primaria de julio se produjo una emisión monetaria de \$65.000 millones en un solo día. Pero al final de julio, la base monetaria estaba en el mismo nivel exacto que al final del mes previo, justamente porque durante el íterin se absorbieron vía pasas y operaciones de mercado abierto un total de \$62.000 millones. Algo similar ocurrió en agosto, cuando por la licitación primaria se emitieron cerca de \$100.000 millones, pero en el transcurso de los días subsiguientes volvieron \$106.000 millones a través de los distintos instrumentos del BCRA, dejando la base monetaria prácticamente sin cambios

Saldo de la base monetaria





entre puntas del mes.

Podríamos replicar lo mismo con las emisiones de dinero asociadas al importante programa de acumulación de reservas. Cuando se compran reservas, se emiten pesos en contrapartida, y uno puede ver cómo en los días subsiguientes ese exceso monetario vuelve a ser absorbido por el BCRA. Tomando las operaciones de adquisición de divisas desde que se anunció el objetivo de incrementar el stock de reservas internacionales en abril⁶, la base monetaria recupera el nivel previo a cada compra, en promedio, en menos de dos días (1,64 días es el promedio exacto).

Como vemos que el mecanismo de dinero endógeno funciona en forma aceptada, la discusión más fértil, entonces, sobre la política monetaria es en torno a los niveles de la tasa de interés, como en cualquier país, y no en torno a los niveles de los agregados. El lunes Carlos Valdovinos (como les decía, el propio presidente del Banco Central de Paraguay, que lleva en su haber tener la inflación en 3% durante 10 años) dijo “no me pregunten dónde están los agregados que no sabría la respuesta”.

MI conclusión es que quien argumenta sobre la base de los agregados, está planteando la discusión en términos de un esquema monetario que no es el de la Argentina de hoy. Puede ser una discusión interesante en otro contexto y con otra política monetaria. Sé que algunos economistas, incluso aquellos que han defendido nuestro actuar piensan que sería mejor así, pero lo cierto es que el marco operacional argentino hoy hace que esa discusión deba darse sobre el nivel de la tasa y no tanto sobre los agregados.

Las paritarias

El tercer punto que quería discutir hoy tiene que ver con la dinámica salarial. Obviamente una parte importante del esquema de funcionamiento de las metas de inflación consiste en alinear las expectativas de todos los agentes a los fines de lograr una desinflación coordinada. Si algún agente no cree en la desinflación y ajusta sus precios por encima de lo estipulado, sin un fundamento por el lado de su productividad real, posteriormente encontrará dificultades para la venta de sus productos cuando el BCRA tiene una postura lo suficientemente contractiva como para conducir la evolución de los precios de acuerdo a sus objetivos.

⁶ Véase la presentación del Informe de Política Monetaria de abril 2017:
http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/Presentacion_IPOM_abril_2017_web.pdf.



Por ello, **es importante que los salarios también avancen de una manera consistente con el proceso de desinflación en curso. Esto implica que**

los mismos deben tener un significativo componente de “mirar hacia adelante” en negociaciones, las que también deben tener presente la evolución del salario real durante el período paritario anterior. Por ejemplo, si un gremio logró un aumento del 40% y la inflación en los meses siguientes fue del 21%, es diferente al caso de un gremio que aborda la discusión habiendo tenido un aumento del 15% o 20% inicial.

Creemos que en este punto residió quizás uno de los éxitos más visibles del sistema de metas en 2017, ya que las negociaciones salariales resultaron en valores de aumento nominales muy inferiores a los del año anterior, pero que luego fueron honrados por la autoridad monetaria luchando para consolidar el proceso de desinflación hacia adelante. A su vez ayudaron las cláusulas gatillo, que generaron la tranquilidad para los trabajadores de que no iba a haber deterioro de sus salarios en términos reales. **De este modo, aumentos nominales menores en 2017 que, por ejemplo, los de 2016, redundaron efectivamente en subas del salario real.** Al respecto es interesante traer a colación una frase algo menos conocida del General Perón, quien en uno de sus discursos⁷ contó que, en una reunión en el año 1954 con los secretarios generales de los gremios argentinos, unánimemente le dijeron: “No queremos aumentos de sueldos. Lo que queremos es que no aumenten tampoco los precios”. Creo que esta anécdota grafica de manera elocuente la importancia que tiene para los argentinos poder contar con un BCRA verdaderamente comprometido en garantizar la estabilidad de precios.

Lo que me gustaría pedirles a mis colegas aquí es que acordemos cómo debería evaluarse el efecto de las paritarias sobre el proceso de desinflación. Lo relevante es determinar cómo impacta el salario real durante el “período paritario”. Esto quiere decir que no tiene mucho sentido mirar únicamente el aumento nominal, ni siquiera el sumado de todo el año, sino que es fundamental mirar en qué momento del año se producen, cómo evolucionó ese salario durante el año pasado, cómo juegan los aumentos en relación a la expectativa de inflación durante todo el período paritario, y cómo es la letra chica de las cláusulas gatillo.

En otras palabras, **no hay que focalizar en el aumento puntual en un momento, sino en la evolución del salario real durante el período. No son la misma cosa.**

⁷ Disertación de Juan Domingo Perón en la Confederación General del Trabajo (C.G.T.) durante su tercera presidencia (año 1973).



Las LEBAC, ¿son muchas o pocas, son caras o baratas?

El cuarto punto tiene que ver con el stock de LEBAC. Aquí las críticas parten desde argumentos a mi entender flagrantemente erróneos, como quienes analizan aisladamente el nivel de intereses sin siquiera distinguir entre intereses reales o nominales cuando, obviamente, parte del interés de las letras del BCRA se ve compensado por la inflación. Pero no le asigno a estas críticas mayor peso desde lo técnico. Dados los niveles de inflación de Argentina, se entiende que una parte central del retorno de un instrumento en pesos compensa justamente el aumento del nivel general de precios. Mencionar estos números en el aire puede ser usado en algún programa de TV o políticamente, pero no es el cálculo razonable que un profesional de las ciencias económicas debería realizar.

De hecho, durante una buena parte del año pasado, la tasa de interés de las LEBAC, *ex-post*, fue negativa en términos reales. Con lo cual, el BCRA de hecho licuó sus tenencias de LEBAC, una historia bien distinta de la que muchas veces se escucha contar.

Pero el factor más importante es que **gran parte del crecimiento de las LEBAC son la contracara de un intenso programa de acumulación de reservas, que el BCRA ha encarado como parte de su estrategia de consolidación macroeconómica.**

En otras palabras, al hacer compras esterilizadas de reservas internacionales, el banco central hace crecer su hoja de balance, aumentando tanto su activo como su pasivo. Comprender esto es fundamental, porque entonces queda claro que ver un sólo lado del balance hace que nos perdamos parte de la película.

Entramos entonces en la discusión sobre si el Banco Central debiera acumular reservas y hasta qué punto. **Las reservas le sirven a la institución porque le generan un activo que justamente toma valor en el momento en que más se necesita. La acumulación de activos externos actúa como una suerte de “seguro” ante fluctuaciones internacionales,** y puede ser vista así como una medida macroprudencial muy útil para consolidar la estabilidad macroeconómica del país.

Un muy buen trabajo de Eduardo Levy Yeyati y otros del año 2013⁸ elabora sobre estos aspectos, y arriba a la conclusión de que la evidencia revela que los banqueros centrales con metas de inflación (de América Latina) no intervienen para luchar contra factores fundamentales sino, sobre todo, para mitigar excesos de volatilidad:

⁸ De la Torre, A.; Levy-Yeyati, E. y Pienknagura, S. (2013): “La desaceleración en América Latina y el tipo de cambio como amortiguador”. LAC Informe Semestral, Octubre, Banco Mundial.



compran dólares (y acumulan así reservas internacionales) cuando el tipo de cambio está sobrevalorado con respecto a su nivel de equilibrio y venden dólares (y reducen así las reservas internacionales) cuando está subvaluado. Dado que la intervención está motivada de este modo, los costos cuasi fiscales de estas operaciones no son significativos. De hecho, el informe muestra que, una vez que las ganancias y pérdidas de capital se tienen en cuenta debidamente, las intervenciones esterilizadas de los países de América Latina y el Caribe con metas de inflación durante la última década han generado costos bastante pequeños e incluso, en algunos casos, han generado ganancias para la autoridad monetaria.

Repasemos entonces los números de LEBAC. El arranque de la gestión requirió un esfuerzo considerable de esterilización, ya que hubo que absorber la emisión derivada de los pasivos que el BCRA había asumido en el mercado de futuros y el exceso de pesos en circulación (“*monetary overhang*”) que había dejado del cepo cambiario. Ambos factores implicaron la necesidad de aspirar en los primeros tres meses de gestión cerca de 125 mil millones de pesos.

Si tomamos entonces el stock de LEBAC y pasivos netos al 1 marzo del 2016, una vez efectuada la absorción de esos excedentes monetarios, el mismo representaba un total de 7,2% del PBI. Desde entonces, compramos reservas internacionales por 24.000 millones de dólares, mediante pesos que debieron luego ser esterilizados. Por ende, ese aumento en los activos se vio acompañado de un incremento en los pasivos de la institución. Las reservas adquiridas representan hasta ahora un monto cercano al 4,1% del PBI, mientras que el stock de pasivos no monetarios del BCRA alcanza el 11,1%. Como se puede ver al contemplar ambos conceptos, en realidad los pasivos netos de la institución han disminuido desde entonces a 7% del PBI, 0,2p.p. menos que el punto inicial en marzo de 2016.

	En millones de \$	En % del PIB
LEBAC y Pasivos netos al 01-mar-2016	453.077	7,2%
LEBAC y Pasivos netos al 15-sep-2017 (1)	1.069.876	11,1%
Reservas adquiridas por el BCRA desde 01-mar-2016 (2)	397.694	4,1%
LEBAC y Pasivos al 15-sep-2017, netos de Reservas adquiridas (1-2)	672.182	7,0%
Diferencia 15-sep-2017 vs 01-mar-2016		-0,2%



Este tipo de incrementos en el tamaño de sus hojas de balance ha sido experimentado por los bancos centrales de casi todos los países que se embarcaron en la recomposición esterilizada de sus reservas internacionales. Y es así que, si uno observa las hojas de balance de los bancos centrales de Perú, México, Sudáfrica, o Brasil, por poner algunos ejemplos, su dinámica resulta muy similar.

Es probable que en el futuro el BCRA siga acumulando reservas y siga creciendo su hoja de balance. Hay un debate, genuino me parece, sobre si este crecimiento de la hoja de balance es conveniente o no. Y será un debate que seguiremos teniendo una vez que el BCRA alcance su objetivo de reservas a PBI del 15%.

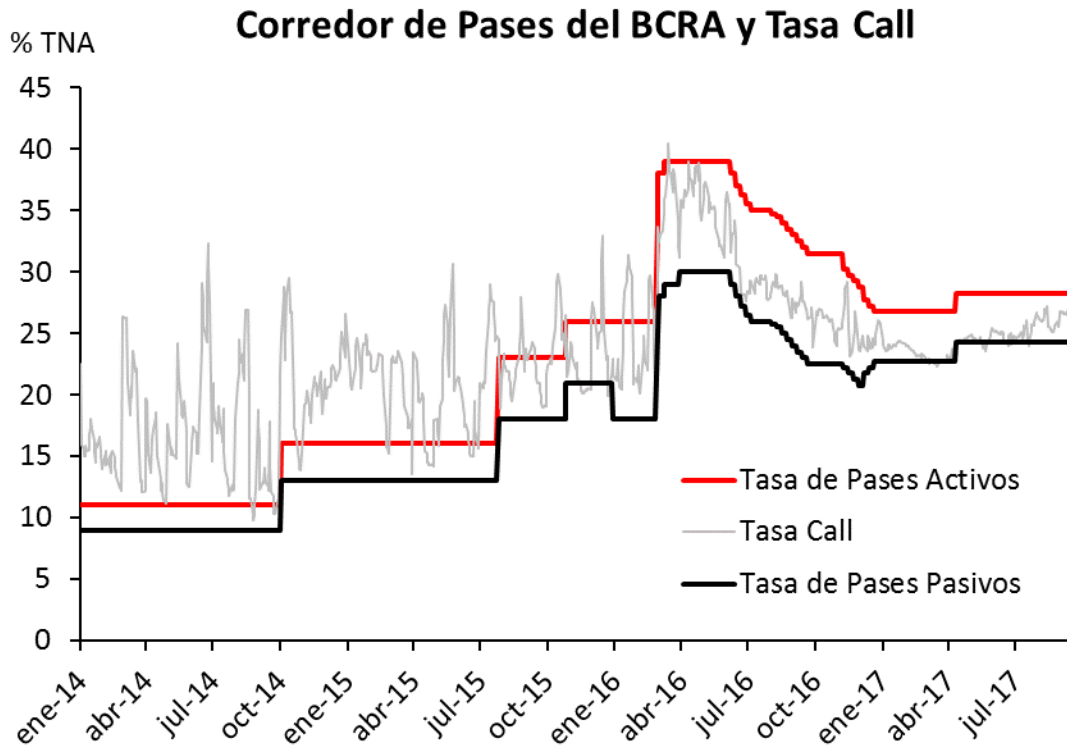
El rol de los pases

Antes de finalizar, quería hacer una pequeña referencia al tema pases. Recientemente he visto en muchas ocasiones que los analistas, al ver que el volumen de pases cayó durante estos meses, dicen que ya no constituyen un instrumento efectivo de regulación monetaria. La verdad es que esto no es así.

Los pases entran en escena cuando las tasas de interés se desvían del centro del corredor, ya que, justamente, su tarea consiste en inducir a las tasas de interés a ubicarse en el rango del corredor fijado por la autoridad monetaria. A principios de año, la suma de varios *shocks* de liquidez y un relajamiento *ex-post* superior al necesario de la autoridad monetaria ante los bajos registros de inflación de diciembre y enero, derrumbaron las tasas de mercado al piso del corredor de pases. No sorprende entonces que el BCRA haya acumulado una fuerte cantidad de pases pasivos en ese período.

El ciclo contractivo que siguió después logró ubicar las tasas de mercado más en el centro de dicho corredor, e incluso llevarlas a la parte superior del mismo. Por lo tanto, no es para nada sorprendente que para ese momento el stock de pases pasivos se haya desinflado, y, en realidad, fue reemplazado por el pedido de algunos pases activos por parte de entidades en los días previos a la última licitación.

El ubicar las tasas de mercado dentro del corredor, es, justamente, la prueba más cabal de que está más operativo que nunca.



Espero que las reflexiones de hoy contribuyan a esclarecer un poco más ciertos aspectos de la política monetaria en Argentina. Me pareció adecuado plasmar la visión técnica del BCRA en relación a estos temas, y ojalá estos comentarios sirvan para profundizar el tratamiento analítico de este tipo de discusiones en el debate público.

Muchas gracias.