Fortalecimiento del Régimen de Metas de Inflación

Junio de 2018

BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Fortalecimiento del Régimen de Metas de Inflación

BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Índice

Fortalecimiento del Régimen de Metas de Inflación | Página 3

Metas de inflación | Página 4

Fortalecimiento financiero del BCRA | Página 5

Independencia del Banco Central | Página 7

Transparencia de los estados contables del BCRA | Página 9

Apéndice I. Régimen de metas de inflación | Página 12

Apéndice II. Evolución del balance del BCRA
desde el 10 de diciembre de 2015 | Página 16

Fortalecimiento del Régimen de Metas de Inflación

El programa económico anunciado por el gobierno argentino el 7 de junio de 2018, contiene una serie de medidas que fortalecen el marco de la política monetaria con el objetivo de bajar la inflación.

Los ejes del fortalecimiento institucional de la política monetaria son la profundización de la autonomía operacional y financiera del Banco Central de la República Argentina, la ratificación del régimen de metas de inflación con tipo de cambio flotante y el anuncio de nuevas metas de inflación.

El programa establece la eliminación de la asistencia financiera del BCRA al fisco y la cancelación por parte del Tesoro de su deuda con el Banco Central (letras intransferibles) en el orden de los US$25.000 millones. Estas dos acciones convertirán al Tesoro en una fuente de absorción monetaria.

El programa propone una reforma de la Carta Orgánica de la institución que establece límites estrictos para las razones por las que sus autoridades pueden ser removidas y elimina todo financiamiento directo o indirecto al Tesoro. A la vez, esta reforma fortalecerá la transparencia contable del BCRA e introducirá nuevos mecanismos de rendición de cuentas de sus autoridades.

Finalmente, las nuevas metas de inflación, establecidas en coordinación con el nuevo programa fiscal, son 17% para 2019, 13% para 2020, 9% para 2021 y 5% para 2022. Este documento explica las medidas adoptadas y como éstas contribuirán al logro de su objetivo primario de promover la estabilidad de precios.

Metas de inflación

Los cambios en el escenario internacional que propiciaron la depreciación del peso y el aumento del costo de la energía a nivel global impiden el cumplimiento de la meta de inflación vigente. Esto requiere una redefinición de las metas de inflación para los próximos años, que ahora serán 17% en 2019, 13% en 2020, 9% en 2021 y 5% en 2022. El BCRA considera que estas son metas realistas que a la vez obligan a ser muy estrictos en materia de política monetaria. Dadas las incertidumbres del estadio inicial de este programa, esta institución se compromete a mantener el actual sesgo contractivo de la política monetaria hasta observar signos tangibles de que tanto la inflación de los próximos meses como las expectativas de inflación para 2019 comiencen a descender.

Este nuevo esquema de metas de inflación decrecientes se presenta en circunstancias muy diferentes a las del esquema lanzado originalmente, que mejoran la capacidad del Banco Central para lograr su cumplimiento. El proceso corrección de precios relativos se encuentra mucho más avanzado que en 2016, el déficit fiscal es más bajo, el nivel de reservas internacionales es más elevado, no habrá transferencias del BCRA al Tesoro, y esta institución contará con mayor independencia financiera e institucional.

El Banco Central es consciente de que la desinflación le impone una exigencia a la situación fiscal, ya que algunos gastos se actualizan por la inflación pasada mientras los ingresos crecen al ritmo de la inflación corriente. Por eso, estas nuevas metas de inflación fueron establecidas en coordinación con las autoridades fiscales, para asegurar la consistencia integral del programa de reducción del déficit fiscal y la baja de la inflación.

Las metas de inflación anuales presentadas en el primer párrafo tienen implícito un sendero de inflaciones interanuales para cada trimestre. El BCRA será más explícito en la comunicación de su política monetaria acerca de su objetivo de influir sobre la inflación futura, presentando en cada momento el objetivo de la inflación para los siguientes 12 meses. **El BCRA buscará una inflación por debajo de 22% para los 12 meses a partir de julio de este año.**

El Banco Central reafirma así su convicción de la importancia de bajar la inflación para lograr un crecimiento sostenido en nuestro país. Como demuestra la experiencia, Argentina crece cuando reduce la inflación.

Fortalecimiento financiero del BCRA

El programa establece la eliminación de la asistencia financiera del BCRA al fisco y la cancelación por parte del Tesoro de su deuda con el Banco Central (Letras Intransferibles) en el orden del equivalente a US$25.000 millones. Estas dos acciones convertirán al Tesoro en una fuente de absorción monetaria.

La hoja de balance del BCRA incluye un stock de pasivos remunerados equivalente a 10,4% del PIB. Estos pasivos surgieron a raíz de la esterilización de déficits fiscales hasta el 10 de diciembre de 2015, la esterilización de los excedentes monetarios del cepo cambiario y de las perdidas por ventas de contratos de futuros de dólares anteriores al 10 de diciembre de 2015, y la adquisición de reservas por parte del Banco Central a partir del 10 de diciembre de 2015.

Rubros del balance del BCRA al 6 de junio de 2018 (en % del PIB)

Activo		Pasivo	
Reservas Internacionales	10,7%	Base Monetaria	9,0%
Letras Intransferibles	10,4%	Pasivos remunerados	10,4%
Adelantos Transitorios	4,6%	- Stock al 10/12/15	5,4%
		- Futuros y excedente monetario por cepo	2,0%
		- Resultado de la acum. de reservas internac.	3,0%

El nuevo programa contempla reducir los pasivos remunerados del BCRA a través de dos mecanismos: la aplicación del aumento de la demanda de dinero a la compra de Letras del Banco Central (LEBAC) y la venta de pasivos de mediano y largo plazo por parte del tesoro para comprarle al BCRA letras intransferibles emitidas por el tesoro. De esta manera se reducirá el stock de deuda del estado argentino consolidado y se alargará su perfil de vencimientos. Asimismo, estas operaciones reducirán el stock de pasivos de corto plazo del BCRA con relación a sus reservas internacionales.

Este proceso se implementará reduciendo a cero de aquí en adelante el financiamiento monetario del BCRA al fisco. Por otra parte, el Tesoro se ha comprometido a un esquema por el cual fortalecerá financieramente al Banco Central comprando Letras Intransferibles adeudadas con la entidad. El objetivo es que el tesoro compre al BCRA letras intransferibles por el equivalente en pesos a US$25.000 millones a una velocidad que dependerá de las condiciones de mercado.

A modo de ejemplo, si el Tesoro consigue pesos en el mercado con una emisión de deuda usará parte de esos pesos para cancelar anticipadamente deuda del Tesoro con el BCRA (Letras Intransferibles). Con lo cual esos pesos desaparecen del mercado. El propio mercado necesitará los pesos faltantes y la única manera de conseguirlos será vendiéndole LEBAC al Banco Central. De este modo al final del camino habrá menos LEBAC circulando y la misma cantidad de pesos. Asimismo, la deuda de corto plazo del BCRA se transformará en deuda a un plazo más largo del Tesoro.

Este esquema, en el cual el Banco Central no le transfiere pesos al fisco y en el que éste cancela sus deudas con el BCRA constituye un cambio radical en la historia monetaria argentina. Hasta ahora, típicamente, el Tesoro fue una fuente de expansión monetaria, mientras que en este programa será una fuente de absorción de dinero, lo cual fortalecerá la hoja de balance de la institución.

Al final del proceso, la hoja de balance del BCRA tendrá la estructura descripta en la siguiente tabla:

Rubros del balance proyectado del BCRA (en % del PIB)

Activo		Pasivo	
Reservas Internacionales	10,7%	Base Monetaria	9,0%
Letras Intransferibles	5,3%	Pasivos remunerados	5,3%
Adelantos Transitorios	4,6%		

Independencia del Banco Central

El Poder Ejecutivo enviará al Congreso un proyecto de reforma de la Carta Orgánica del BCRA cuyos ejes principales serán el aumento de su independencia operacional y financiera al mismo tiempo que se le exigirá a la institución una mayor transparencia en la presentación de sus balances. Asimismo, se jerarquizará el objetivo de estabilidad de precios del BCRA y sus autoridades deberán rendir cuentas acerca del logro de sus objetivos.

A fin de alcanzar los objetivos del BCRA, es fundamental que la credibilidad de la autoridad monetaria permita a las instituciones y a la población en general, confiar en que sus decisiones son creíbles y estables a mediano y a largo plazo. Un factor importante que contribuye a lograr dicha credibilidad es la independencia institucional, funcional y financiera de la autoridad monetaria[1].

En el mundo, existe un consenso generalizado acerca de la importancia de la independencia de los bancos centrales, entendiéndola como una de las características institucionales fundamentales para una buena administración. De hecho, en los últimos años, un número importante de países han modificado la normativa de sus bancos centrales en términos de su independencia y el fortalecimiento de la misma[2]. Numerosos estudios demuestran los beneficios económicos que implica la independencia del banco central y, en particular, su impacto en la inflación y el crecimiento.

La independencia institucional resulta fundamental frente a la existencia de un objetivo claro en materia de política monetaria, reduciendo el riesgo de presión política y de cualquier conflicto posible con el gobierno nacional. La capacidad de un banco central para operar independientemente del gobierno, en particular en el ámbito de la política monetaria, es tan ampliamente aceptada como deseable. Por ello el proyecto de reforma de la Carta Orgánica establece límites estrictos acerca de las razones por las cuales el presidente, el vicepresidente y los directores de la autoridad monetaria pueden ser removidos de sus puestos.

En materia de independencia financiera, el proyecto eliminará todo financiamiento directo o indirecto del BCRA al Tesoro. Además, a partir de que el Banco Central logre un nivel de capitalización adecuado, limitará la transferencia de utilidades sólo a aquellas que hayan sido realizadas.

---

[1] Sobre cuestiones de relación entre capital, independencia de los bancos centrales y política monetaria, recomendamos la lectura del "WORKING PAPER SERIES NO. 392: THE ROLE OF CENTRAL BANK CAPITAL REVISITED" emitido por el Banco Central Europeo en septiembre de 2004 y disponible en: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp392.pdf?e7bba27cdd7b653529fc35400ff0a3c0

[2] Khan, Ashraf, "Central Bank Legal Frameworks in the Aftermath of the Global Financial Crisis", IMF Working Paper, WP/17/101.

Esta mayor independencia del BCRA irá de la mano con una mayor transparencia y la obligación de rendir cuentas acerca de su accionar. A tal efecto, se adoptarán nuevas normas contables (ver sección correspondiente en este documento) y las autoridades del BCRA deberán dar explicaciones al Congreso y al presidente de la Nación toda vez que se desvíen de sus objetivos. Esta es la práctica usual en los países con un régimen de metas de inflación.

Transparencia de los estados contables del BCRA

Con la modificación de la Carta Orgánica en 2012, las normas aplicables para la preparación de los Estados Contables del BCRA dejaron de estar ligadas a los mismos principios generales establecidos por la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias para el conjunto de entidades (de acuerdo al artículo 34 de la Ley 24.144 y modificatorias).

Sin embargo, es intención del Banco Central comenzar un proceso de convergencia hacia las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) para la elaboración de sus estados contables, en línea con lo requerido a las entidades financieras y con lo actuado por otros bancos centrales de la región.

La transparencia de la información que publica el Banco Central es fundamental para garantizar un mayor nivel de credibilidad y certidumbre respecto de su situación financiera y patrimonial. En este sentido, la aplicación de estándares internacionales mejora la transparencia en la exposición de sus activos y pasivos, otorgando mayor confiabilidad y objetividad a la información financiera de la entidad, y permite así una más cabal compresión tanto para los usuarios locales como para la comunidad internacional.

En ese contexto, se analizaron los potenciales efectos de moverse en la dirección de estándares contables más transparentes sobre los principales activos y pasivos, detectando diferencias significativas en relación al marco contable actualmente aplicado.

Las mayores diferencias cuantitativas se presentan en los activos vinculados a operaciones con el gobierno nacional, que de acuerdo a las políticas contables actuales se registran a valor nominal, en tanto que, aplicando los criterios contenidos en las NIIF, su valor expresado en los balances se reduce significativamente. Este efecto se produce porque, según el nuevo marco contable a ser aplicado, estos activos deben registrarse de acuerdo a valores por los cuales podrían intercambiarse entre partes independientes. En tanto se trate de títulos sin liquidez, debe recurrirse a técnicas de valuación específicas, siendo una de ellas el descuento de flujos de fondos futuros según las tasas de los instrumentos de mercado vigentes con características de madurez similares.

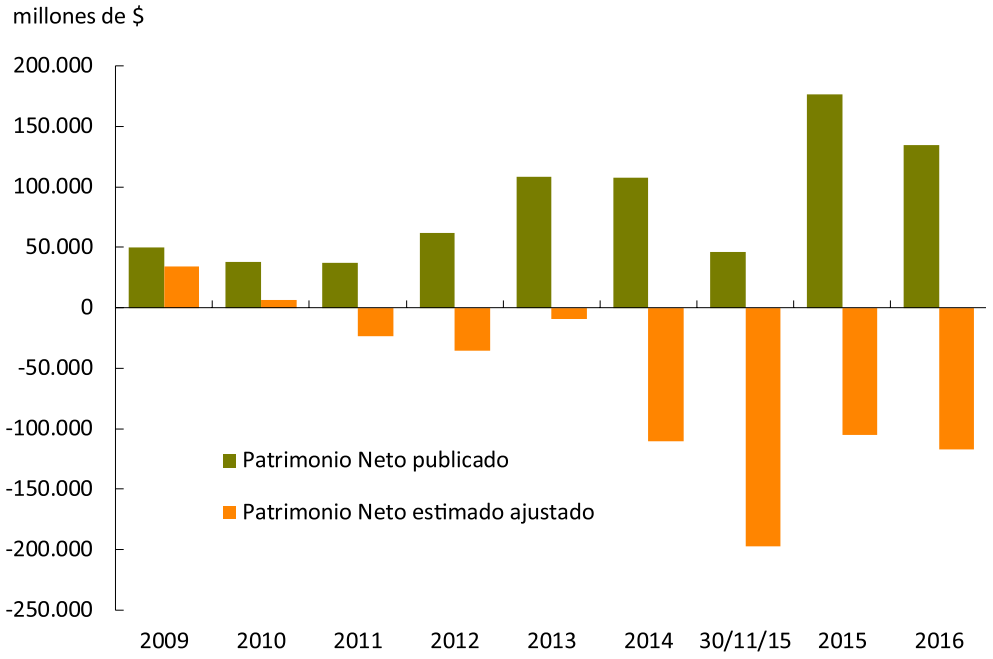
El principal impacto se daría en las Letras Intransferibles recibidas del Tesoro Nacional en contrapartida por el uso de reservas internacionales para la atención de sus obligaciones con organismos internacionales y tenedores de deuda pública. Las tenencias a la fecha ascienden a unos US$49.000 millones, las cuales registrarían una disminución en su valuación del orden de los US$9.700 millones, equivalentes a unos $240.000 millones.

Los adelantos transitorios otorgados en pesos al Gobierno Nacional en virtud de lo establecido en el artículo 20 de su Carta Orgánica, que ascienden actualmente a $530.430 millones, también se verían afectados por una readecuación de índole semejante. Registrarían una baja estimada en la valuación del orden de los $60.000 millones.

En conjunto, a la fecha, se estima una reducción del activo en el orden de los $300.000 millones como consecuencia de la menor valuación que corresponde asignar a estos activos bajo las normas internacionales.

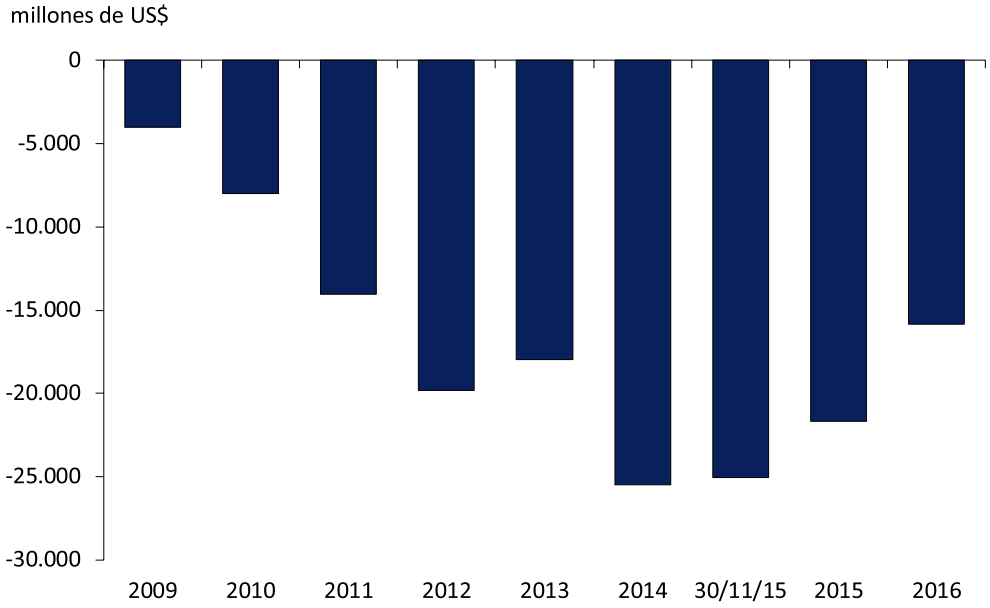
A continuación, se muestra una estimación del impacto en el patrimonio neto (PN) de los ajustes de valuación estimados para el período 2009-2016, observándose que a partir de 2011 el PN pasa a ser negativo por impacto de la incorporación de nuevas letras intransferibles, agregando a partir de 2012 el impacto por los mayores adelantos transitorios a partir de la modificación de la Carta Orgánica de la institución.

Patrimonio neto del BCRA



En el siguiente gráfico se muestra una estimación de la diferencia entre el patrimonio neto publicado y el estimado en base a los ajustes de valuación de los rubros mencionados, medidos en dólares para el período 2009-2016.

Diferencia entre el Patrimonio Neto publicado vs. Patrimonio Neto corregido



Si bien el proceso de convergencia requerirá varios ejercicios, se ajustarán en el corto plazo los criterios de valuación de los activos mencionados para llevarlos a criterios en línea con las normas internacionales, reduciendo de esta manera las diferencias señaladas.

Bajo normas internacionales también se implementarán cambios en la forma de registrar contablemente ciertas operaciones que, si bien no afectan al resultado del patrimonio neto, tienen impacto en la exposición y composición de los rubros involucrados, modificando en el mismo monto tanto el total de los activos como de los pasivos. En este sentido se destaca el cambio en la forma de expresar contablemente a las operaciones de pase y las de swap de monedas. Se estima una reducción, tanto de los activos como de los pasivos, en el orden de los $210.000 millones (según datos al 31/05/2018).

A modo de resumen, se detallan en la siguiente tabla los ajustes estimados con mayor impacto en el balance (en pesos) de la institución, al 31/05/2018:

	Activo	Pasivo	Patrimonio Neto
Saldos según contabilidad actual al 31/05/2018	**3.784.664**	**3.206.533**	**578.131**
Principales ajustes por modificaciones en el criterio de valuación (*)	**-300.000**	**-**	**-300.000**
- Letras Intransferibles	-240.000	-	-240.000
- Adelantos Transitorios	-60.000	-	-60.000
Principales ajustes por cambios de exposición	**-210.000**	**-210.000**	**-**
Saldos estimados después de ajustes al 31/05/2018	**3.274.664**	**2.996.533**	**278.131**

(*) Las cifras de los ajustes corresponden a estimaciones preliminares

Cabe señalar, que los cuadros de la sección anterior han sido calculados con la metodología contable actual.

Apéndice I. Régimen de metas de inflación

Un régimen monetario diseñado para mantener una baja inflación debe contar con un ancla nominal. Las alternativas usadas en la historia argentina y en la experiencia internacional fueron típicamente agregados monetarios, el tipo de cambio nominal y las metas de inflación. La elección de una de estas opciones tiene importantes implicancias para el desempeño de la economía[3].

El BCRA ratifica la adopción del régimen de metas de inflación con tipo de cambio flotante, como ha sido la norma tanto en países desarrollados como emergentes desde la década del 90. Este régimen ha probado ser efectivo a nivel internacional para anclar las expectativas de inflación, manteniendo así una inflación baja y reduciendo el traslado a precios de los movimientos de tipo de cambio, permitiendo que el tipo de cambio real cambie para estabilizar el crecimiento. Así se ha verificado que los países emergentes que adoptaron este sistema tuvieron mayores descensos en la inflación con menor volatilidad en el producto[4].

En las siguientes subsecciones se explica con más detalle la comparación entre este régimen y sus alternativas.

Meta de inflación o agregados monetarios

Las razones habitualmente mencionadas para usar un agregado monetario son la rapidez con las que los datos sobre esta variable están disponibles y por lo tanto la posibilidad de extraer señales casi inmediatas sobre el sesgo de la política monetaria. Estas señales podrían actuar rápidamente sobre las expectativas de inflación y reducir la tasa de variación de los precios, a la vez que proveer una rendición de cuentas casi inmediata de la autoridad monetaria. Pero estas ventajas dependen de un supuesto clave: debe haber una relación fuerte y estable entre la variable objetivo (inflación) y el agregado monetario usado como instrumento.

Si hay grandes variaciones en la velocidad de circulación del dinero, y la relación es tan débil como la que se observa en la práctica, entonces el uso de agregados monetarios no funciona. ¿Por qué? Porque cumplir el objetivo sobre el instrumento no va a producir el resultado deseado en el objetivo y por lo tanto el agregado monetario no va a proveer una señal adecuada sobre el sesgo de política monetaria. La ruptura de la relación entre

[3] Frankel, J. (2011). Monetary Policy in Emerging Markets, en Handbook of Monetary Economics, Benjamin Friedman y Michael Woodford (2011), vol. 3B, Chapter 25, , p.p. 1456.
[4] Goncalves, C.E. y Salles, J. (2008). Inflation targeting in emerging economies: What do the data say?. Journal of Development Economics 85 (1–2), 312–318.

la variación de los agregados monetarios y la inflación fue verificada no solo en Estados Unidos sino también en Alemania, que siguió un régimen de este tipo por un período mayor. De acuerdo a Bernanke y Mishkin (2007), otro buen ejemplo en este sentido es el Reino Unido entre 1979 y 1982 donde "el agregado monetario más restringido y el más amplio daban señales respecto del sesgo de la política monetaria muy distintas"[5].

El mismo problema de inestabilidad de la relación entre variación de agregados monetarios e inflación se encontró en países emergentes, entre ellos los latinoamericanos[6]. En este sentido, Mishkin y Savastano (2007) al respecto afirman que "un régimen con metas de agregados monetarios en países emergentes [cuando analizan especialmente países de Latinoamérica] no es viable debido justamente a la inestabilidad de la relación entre agregados monetarios en inflación"[7].

Yendo al caso particular de Argentina, debe tenerse en cuenta que su economía ha experimentado diversos cambios de régimen a lo largo de las últimas décadas, lo que vuelve más difícil de predecir la demanda de dinero y, por la tanto, el crecimiento de los agregados necesarios para implementar un determinado nivel de inflación buscado. Además, el crecimiento estructural del crédito bancario que se está experimentando, y la perspectiva de que este fenómeno continúe hasta que el desarrollo financiero de nuestro país alcance niveles normales, impone una fuente adicional de dificultad para obtener una relación estable entre el crecimiento de los agregados monetarios y la inflación.

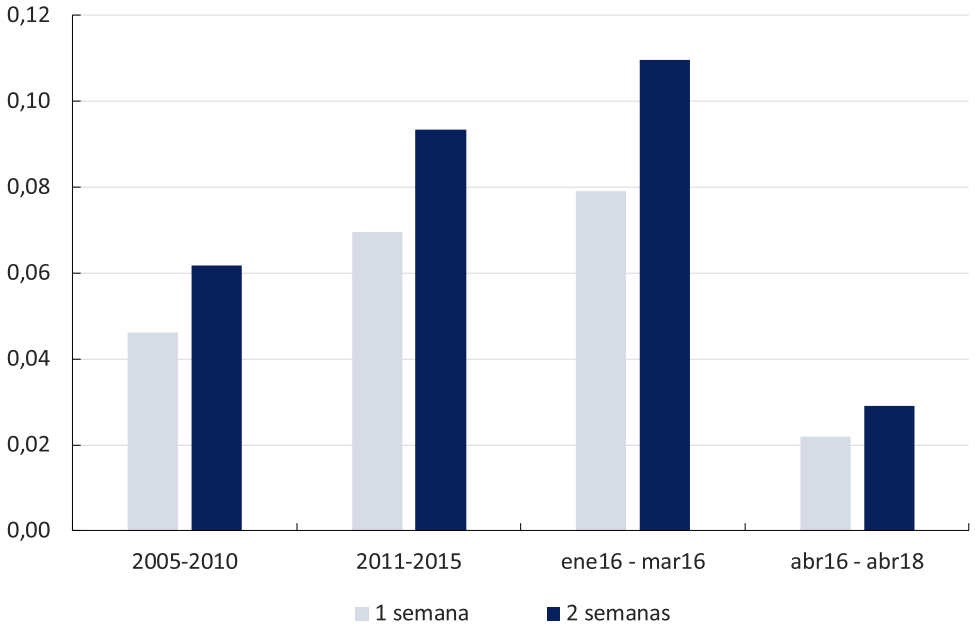
A modo de ejemplo, el intervalo de confianza de 95% para la proyección del crecimiento de M2 privado a 12 meses tiene un tamaño de aproximadamente 10 puntos porcentuales. Esto dificulta claramente el uso de este agregado para implementar un objetivo inflacionario elegido, presentándose el mismo problema para otros agregados relevantes.

Repasando el período reciente de nuestra historia de operatoria de la política monetaria, podríamos decir que entre 2005 y 2010 se instrumentó la política monetaria mediante el control de los agregados monetarios, entre 2011 y 2015 mediante el control del tipo de cambio (con cepo cambiario), en los primeros 3 meses de 2016 se volvió transitoriamente a los agregados para retirar el excedente monetario heredado, y a partir de abril de 2016 se comienza a utilizar la tasa de interés como instrumento[8]. Como se ve en la siguiente tabla, el período de los últimos 2 años es el de menor volatilidad[9] de la tasa de interés de call entre bancos privados. Esta menor volatilidad reduce la incertidumbre en la planificación financiera de los bancos y las empresas, y facilita el desarrollo del mercado de crédito.

---

[5] Bernanke, B. y F. Mishkin (2007). "Central Bank Behaviour and the Strategy of Monetary Policy: Observations from six industrialized countries", en Monetary Policy Strategy, Frederic S. Mishkin, pp 195, The MIT Press, 2007.
[6] Mishkin, F. (2006). Monetary policy strategy: how did we get here?, NBER, wp 12515. Section 3: Central Banking in the late 1970s and the 1980s: The Failure of Monetary Targeting?
[7] Mishkin, F. y M. Savastano (2007). " Monetary policy strategies for emerging market countries: lessons from Latin America ", en Monetary Policy Strategy, Frederic S. Mishkin, pp 341, The MIT Press, 2007.
[8] Se excluye el período en el que de manera extraordinaria se amplió el ancho del corredor de pases del BCRA.
[9] Medida por el coeficiente variación: relación entre el desvío estándar y la media.

Coeficiente de variación de la tasa call entre privados



Tipo de cambio flexible o fijo

Muchos planes de estabilización en los 90 estuvieron basados en tipos de cambio fijos o administrado. Por más que el tipo de cambio fijo puede ser una herramienta exitosa para lograr una estabilización inicial, suele ser difícil luego de lograda salir de él. A lo largo de los 90, muchos de estos países continuaron en estos regímenes y se observaron en ellos episodios de volatilidad en el crecimiento, algunos de ellos acompañados de crisis cambiarias. Por eso, en la siguiente década la mayoría de los emergentes abandonó este régimen por el de las metas de inflación con flotación cambiaria, aunque la mayoría de las veces reservándose la posibilidad de intervenir en el mercado cambiario en situaciones particulares.

La literatura económica ha llegado a un consenso razonable sobre las condiciones en las que puede ser recomendable un régimen de tipo de cambio fijo. Frankel (2011), por ejemplo, enumera las características que debería tener una economía para que le sea óptimo mantener una paridad rígida frente a la moneda de otra economía:

1. Ser pequeña.

2. Ser abierta y tener un socio comercial predominante.

3. Tener shocks simétricos con la economía con respecto a la cual se va a fijar.

4. Tener movilidad laboral con esa economía (para que los trabajadores puedan migrar en caso de desempleo).

5. Tener remesas contracíclicas.

6. Tener transferencias fiscales contracíclicas. (habituales dentro de Estados Unidos pero ausentes a nivel internacional).

7. Tener un sistema financiero desarrollado.

8. Tener la voluntad de abandonar la soberanía monetaria (posibilidad de hacer política monetaria de manera autónoma).

Se puede ver que Argentina no cumple con las características recomendadas. En países como el nuestro, un sistema de tipo de cambio flotante permite una respuesta apropiada a los shocks externos. Cuando los términos de intercambio caen, por ejemplo, el tipo de cambio nominal debería depreciarse, para facilitar el ajuste de precios relativos requerido. Berg, Borensztein, y Mauro (2002)[10] encuentran en una amplia muestra de países en desarrollo que a los países con tipo de cambio fijo que enfrentan shocks negativos en los términos de intercambio les lleva 2 años alcanzar la depreciación necesaria del tipo de cambio real, sufriendo grandes caídas del PIB mientras tanto. En contraposición, los países con tipo de cambio flexible sufren mayores depreciaciones nominales y reales inmediatamente después del shock, con menores caídas de producto.

Por otra parte, si se fijase el tipo de cambio contra el dólar, el tipo de cambio real multilateral de la argentina podría verse afectado por las fluctuaciones en el valor de las monedas de nuestros socios comerciales con respecto al dólar. Por ejemplo, en lo que va del año, el valor el real, la moneda de nuestro principal socio comercial, se depreció aproximadamente un 18%. Si el valor del peso con respecto al dólar estuviese fijo, esto llevaría a una apreciación significativa del peso con respecto al real, afectando la balanza comercial bilateral.

Además de la incapacidad de responder monetariamente a los shocks, existen otras desventajas de la rigidez cambiaria: dificultar la actuación como prestamista de última instancia del Banco Central, pérdida de señoreaje (especialmente por la dolarización doméstica de las transacciones que favorece) y fragilidad frente a ataques especulativos no provocados por fundamentos económicos (crisis de balance de pagos de segunda generación).

Levy-Yeyati y Sturzenegger (2003)[11] confirman esta visión en un estudio empírico sobre los efectos del régimen cambiario en el crecimiento, con la innovación de tener en cuenta el comportamiento efectivo del tipo de cambio para clasificar el régimen. En efecto, confirman que hay una relación negativa entre la volatilidad del producto y la flexibilidad cambiaria para los países no industrializados. Adicionalmente, encuentran que para los países en desarrollo, los regímenes cambiarios menos flexibles están asociados con un menor crecimiento. Para los países industrializados, sin embargo, encuentran que el arreglo cambiario no tiene un impacto estadísticamente significativo sobre el crecimiento.

---

[10] Berg, A., E. Borensztein, P. Mauro (2002). An evaluation of monetary regime options for Latin America. The North American Journal of Economies and Finance, Elsevier 13 (3), 213–235 December.
[11] Levy-Yeyati, E. y F. Sturzenegger (2003). To float or to trail: Evidence on the impact of exchange rate regimes on growth, American Economic Review 93 (4), 1173–1193.

Apéndice II. Evolución del balance del BCRA desde el 10 de diciembre de 2015

Al 10/12/2015, el balance del Banco Central de la República Argentina se encontraba sumamente debilitado. Poseía reservas netas negativas, mientras que el stock de pasivos remunerados —LEBAC y pases— era de 5,4% del PIB. Esa deuda en LEBAC era resultado de la esterilización del financiamiento al Tesoro mediante emisión monetaria. Asimismo, entre 2006 y 2015 se habían entregado al Tesoro reservas internacionales por un monto de US$64.500 millones, a cambio de Letras Intransferibles, títulos sin liquidez y sin posibilidad de colocación en el mercado por parte de la autoridad monetaria.

Adicionalmente, durante los primeros meses de 2016 la institución debió absorber los excedentes monetarios existentes al momento del cambio de Gobierno. Los mismos tenían su origen en dos factores fundamentales: por un lado, el pago de los futuros de dólar vendidos a precios inconsistentes con el mercado durante 2015, y a eso se le sumaba el efecto del cepo cambiario, que atrapaba una demanda de pesos no necesariamente voluntaria por parte de los depositantes. Ambos conceptos representaban en conjunto un excedente de dinero en circulación por aproximadamente 2 puntos porcentuales del PIB, que debieron ser esterilizados, y explican el aumento en el stock de LEBAC entre mediados de diciembre de 2015 y marzo de 2016, que pasó a representar un 7,3% del PIB.

Rubros del balance del BCRA al momento de cambio de Gobierno (en % del PIB)

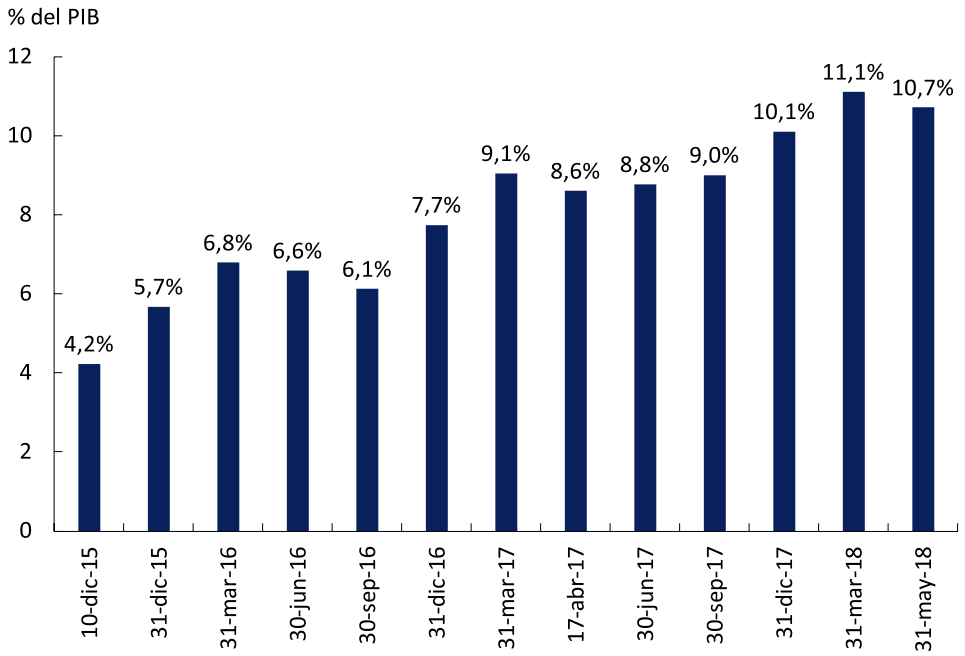
Activo		Pasivo	
Reservas Internacionales	4,2%	Base Monetaria	10,4%
Letras Intransferibles	10,6%	Pasivos remunerados	7,3%*
Adelantos Transitorios	5,5%	- Stock al 10/12/15	5,4%
		- Futuros y excedente monetario por cepo	2,0%

*Nota: es el stock de pasivos remunerados al 1 de marzo de 2016. Se incorpora en el presente cuadro con el fin de cuantificar el efecto de los excedentes monetarios presentes al momento de cambio de Gobierno, originados por el pago de los futuros de dólar y el efecto del cepo cambiario sobre la demanda de dinero.

Una vez saneados estos desbalances en el mercado monetario, la nueva gestión del BCRA comenzó un proceso de acumulación de reservas internacionales, con el objetivo de fortalecer el deteriorado balance de la institución. El aumento de las reservas se trata fundamentalmente de una medida macroprudencial, ya que actúan a modo de un "seguro" para la economía, que le imprime gran fortaleza a la entidad monetaria ante la eventualidad de

vaivenes en el frente externo[12]. Como corolario de este proceso de acumulación, el BCRA llegó a adquirir en términos netos un máximo de US$38.600 millones entre el 10 de diciembre de 2015 y marzo de 2018, alcanzado récords históricos en volúmenes de reservas totales e incrementando sustancialmente sus tenencias en porcentaje del PIB.

Reservas Internacionales



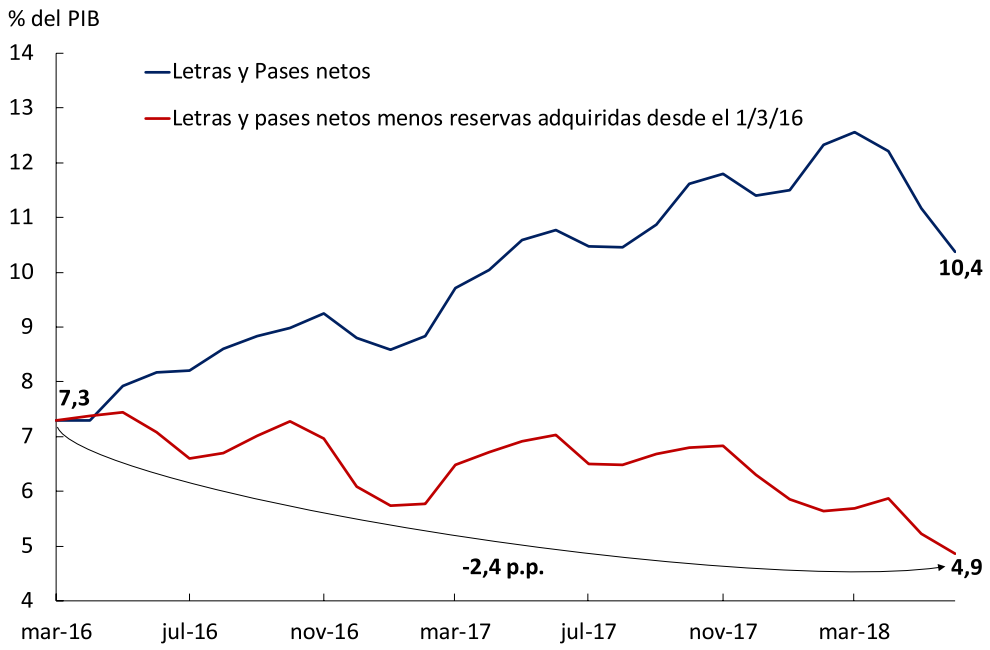
Desde 2016 el Banco Central implementó un esquema de metas de inflación con tipo de cambio flotante, donde el principal instrumento de la política monetaria comenzó a ser la tasa de interés. Bajo este régimen operativo, una vez que la autoridad monetaria define la tasa de interés de referencia, la cantidad de dinero en la economía se determina luego endógenamente, en función de la demanda de liquidez que posea la sociedad en cada momento. Si se produce un excedente monetario dada esa tasa de interés, el BCRA lo absorberá mediante pases pasivos o alguno de sus títulos, mientras que si existe un faltante, la autoridad monetaria lo abastece a través del otorgamiento de pases activos o de recompras de sus títulos en circulación.

En el marco del esquema monetario establecido, es preciso esterilizar los pesos emitidos para comprar las reservas mediante la colocación de títulos del BCRA en función de lo que determine la demanda de dinero, de acuerdo a la tasa de interés en cada momento. El resultado de este proceso consistió en un aumento simultáneo en los activos y en los pasivos de la institución. Esta dinámica puede visualizarse claramente en el siguiente gráfico, donde se observa que, a pesar de que el stock de pasivos remunerados del Banco Central aumentó en porcentaje del PIB durante estos dos años en 3,1 p.p., una vez que

[12] Véase en mayor detalle este tema en el "Apartado 3: Fortalecimiento de la hoja de balance del banco central" del Informe de Política Monetaria del BCRA de abril de 2017.

se contempla el valor de las divisas adquiridas en contrapartida para fortalecer el activo, los pasivos netos de la institución en realidad muestran una caída de 2,4 p.p. en términos del PIB en el período. Esto significa, en términos llanos, que el resultado de la compra esterilizada de reservas internacionales durante estos años redundó en la reducción de los pasivos netos de la autoridad monetaria.

Letras y pases netos menos reservas internacionales adquiridas



Tras este proceso de acumulación esterilizada de reservas, los rubros anteriormente citados del balance del BCRA muestran los siguientes valores, de acuerdo con los últimos datos disponibles al momento de redactarse este documento:

Rubros del balance del BCRA al 6 de junio de 2018 (en % del PIB)

Activo		Pasivo	
Reservas Internacionales	10,7%	Base Monetaria	9,0%
Letras Intransferibles	10,4%	Pasivos remunerados	10,4%
Adelantos Transitorios	4,6%		

Este aumento en el nivel de reservas internacionales fue uno de los elementos que permitió transitar con mayor fortaleza la turbulencia financiera de las últimas semanas, originada por el endurecimiento en las condiciones financieras globales en conjunción con factores locales. Ese proceso no estuvo exento de dificultades, pero la posición del BCRA ante los eventos acontecidos resultó mucho más fortalecida gracias al haber acumulado tal nivel de activos externos.

Reconquista 266
(C1003ABF) Buenos Aires
República Argentina
www.bcra.gob.ar

BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA