

*Disertación del Presidente del Banco Central de la República Argentina, Dr. Federico Sturzenegger, como expositor invitado al Bloomberg Argentina Summit 2016.*

## ***Los primeros 100 días de un Banco Central que vuelve a ocuparse de sus objetivos primordiales***

El último fin de semana se cumplieron 100 días desde la asunción de la nueva gestión en el BCRA. Aunque el tiempo transcurrido ha sido relativamente corto, es mucho lo que se ha hecho. Es mi intención aprovechar esta oportunidad para efectuar un mínimo balance (por preliminar que éste sea) de lo realizado hasta el momento y reflexionar sobre lo logrado en este corto período, así como sobre los importantes desafíos que se le plantean de aquí en adelante a la autoridad monetaria.

Tal como dijéramos en el discurso de asunción de la presidencia del BCRA el 14 de diciembre pasado, una de las tareas primordiales de la nueva gestión sería volver a enfocar el accionar de la institución en los objetivos prioritarios que le plantea su Carta Orgánica. En particular, el de velar por la estabilidad monetaria. 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. Por necesidad o por convicción (creo que más por esto último) en el pasado reciente la política monetaria se había convertido en la principal fuente de financiamiento del desequilibrio fiscal y se dejó a un lado su responsabilidad primordial en la preservación del valor de la moneda, abandonando esencialmente a su suerte a los tenedores de pesos. Entre tanto, de manera grotesca, se negaba el fenómeno inflacionario a través de la manipulación de las estadísticas públicas y se reprimían sus manifestaciones con intervenciones administrativas y “cepos” de toda clase, dando lugar a un marco general de estancamiento.

En dicho contexto, se entiende la prioridad absoluta que se planteó desde su mismo inicio la 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.

El logro de una moneda confiable y de poder de compra estable es el principal aporte que el Banco Central puede hacer para favorecer el cumplimiento de los otros objetivos que le manda su Carta Orgánica: el logro de la estabilidad

financiera, el empleo y el desarrollo con equidad social. Es también la manera de contribuir a una de las consignas compartidas de pobreza cero.

Entre los teoremas con mayor sustento empírico de la teoría económica se dice que, en el largo plazo, los cambios permanentes en la cantidad de dinero sólo se traducirán en alteraciones proporcionales en otras variables nominales, sin alterar -más allá de efectos cíclicos transitorios- las variables reales de la economía (v.gr. las cantidades producidas y los precios relativos).

No hay atajos y no se han inventado recetas “mágicas” para alcanzar sin “costos” ritmos acelerados de incremento de la productividad agregada de la economía. Como solemos decir los economistas: “nada es gratis”. Pero así como está suficientemente establecido por un amplio cuerpo de evidencia empírica que la cantidad de dinero es neutral en el largo plazo, también está suficiente (y dolorosamente) probado que el intento de utilizarla como "atajo" para acelerar la tasa de crecimiento bien puede producir efectos exactamente contrarios a los deseados.

En efecto, en un entorno de elevada inestabilidad nominal, las señales de precios relativos que reciben los agentes económicos son extremadamente confusas, empeorando la calidad informativa del sistema de precios y reduciendo el nivel de competencia efectiva tal cual ya demostrara Mariano Tommasi hace muchos años en un excelente trabajo -uno de los mejores escritos sobre la inflación- en el *American Economic Review* (véase Tommasi, 1994).

En un contexto de ese tipo tienden a producirse redistribuciones enteramente arbitrarias de la riqueza, los agentes asignan un premio elevado a la posibilidad de corregir rápidamente decisiones pasadas (buscan estar "flexibles") y ello los conduce a acortar dramáticamente su horizonte temporal de referencia, reforzando el cortoplacismo de las decisiones.

Entre tanto, la incapacidad de la moneda doméstica para funcionar como reserva creíble de valor provoca que la demanda por activos financieros domésticos se resienta, con sus secuelas de desintermediación financiera y desnacionalización de los flujos de ahorro. Cuando ello ocurre, la estructura de contratos de la economía se comprime y muchos mercados (en particular, los de crédito de largo plazo) reducen su volumen o directamente desaparecen. En tal contexto, se ven resentidas todas aquellas actividades críticas para el crecimiento y la igualdad de oportunidades. Sin mercados de crédito, sólo tienen acceso al financiamiento, aquellos que ya tienen recursos y el sistema económico perpetúa la inequidad existente.

Con alta inflación no puede esperarse, entonces, profundidad financiera en la economía y, por tanto, ni crecimiento económico sostenido ni creación de empleos genuinos y de alta calidad; mucho menos, desarrollo con equidad social.

Quisiera ser muy enfático en este punto porque hace a lo que consideramos nuestra misión. Nuestra capacidad desde el Banco Central para contribuir al bienestar de la sociedad es dotarla de una moneda con poder de compra estable como resultado de un entorno de baja inflación. No podemos lograr casi ningún otro objetivo.

Esta definición es central. Hemos pasado de un Banco Central que pensaba que podía hacer de todo y que no tenía nada que ver con la inflación, a un Banco Central que piensa que no puede hacer casi nada, excepto bajar la inflación.

Se comprende, entonces, por qué -para dar cumplimiento cabal a los objetivos señalados en su Carta Orgánica- el Banco Central ha otorgado en esta nueva etapa prioridad absoluta al logro de la estabilidad monetaria a través de una reducción paulatina de la elevada tasa de inflación heredada.

¿Qué es lo que hemos hecho en este período para empezar a lograrlo?

Todas las acciones encaradas desde el inicio mismo de la gestión estuvieron orientadas a ese fin. Puede, por ello, ser útil repasar los principales hitos ocurridos en este corto, pero intenso, período en forma cronológica, a medida que las mismas se fueron produciendo.

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.

A esto se sumaba el compromiso electoral de una inmediata normalización en materia cambiaria, aspecto sobre el que se avanzó rápidamente. Permítanme, un breve pie de página al respecto. Recordemos que la mayoría de los analistas consideraba que la normalización cambiaria no podría lograrse de la manera en que se produjo. Por el contrario, nosotros estábamos convencidos de que sí era posible, porque durante la década previa los argentinos habían acumulado una gran cantidad de activos externos, con lo cual existía una suerte de oferta excedente de dólares en el portafolio de los agentes, en tanto estos agentes percibieran un

cambio en el clima de inversión. La prudencia con la que se la ejecutó, cuidando el equilibrio del mercado monetario, por ejemplo no saliendo a comprar reservas con su correlato de expansión monetaria, fue la clave de la transición ordenada.

Una vez normalizada la situación cambiaria, resultó importante precisar cuál es el régimen cambiario y monetario que estimamos apropiado para la economía argentina. En este punto fuimos muy claros desde un comienzo: 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”. Por el contrario, su régimen monetario debe migrar a los esquemas de metas de inflación y creciente flexibilidad cambiaria e integración financiera, que han mostrado ser el mecanismo más efectivo y duradero en numerosos países para alcanzar la estabilidad de precios y procesos de crecimiento ordenados.

La migración a un esquema de metas de inflación es una decisión central de la gestión de esta conducción. Una decisión que responde al imperativo de pensar en el largo plazo. Digo esto porque es posible que plantear un régimen de metas de inflación, implique en lo inmediato mayores dificultades, pero llevará al establecimiento de un esquema macroeconómico más sostenible y mucho más apropiado para la economía argentina en el largo plazo.

Me explico: en los años noventa hubo un rico debate en la literatura acerca de si las estabilizaciones debían hacerse utilizando el ancla del tipo de cambio o intentando fijar las variables monetarias. Este debate está muy bien sintetizado en varios trabajos de Calvo y Vegh (véase, entre otros, Calvo y Vegh (1993)). Según esa literatura 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. Cuando la inflación es baja, este esquema monetario requiere de ajustes deflacionarios ante shocks negativos como lo indican los ejemplos del fin de la convertibilidad y de Grecia post 2008. El tipo de cambio flexible, en cambio, permite que el tipo de cambio nominal sea un estabilizador automático cuando la economía experimenta shocks de demanda contractivos. 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.

¿Por qué querría este Banco Central optar por la trayectoria que resulta más difícil y menos “redituable” en el arranque? Porque, justamente, de lo que se trata es de construir un régimen macroeconómico más estable para nuestro país.

Pese a ello, es notable el atractivo que tuvo (y continúa teniendo) la estabilización basada en el tipo de cambio en nuestro país. 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. Por el contrario, es necesario acostumbrar al mercado al funcionamiento de un esquema de flotación, ayudando a disociar el comportamiento de los precios domésticos y las expectativas inflacionarias del público respecto de la dinámica observada del tipo de cambio. Ese será, a nuestro juicio, el modo más efectivo –trabajoso, por cierto- de quitarle al tipo de cambio nominal el rol central que ha tenido hasta ahora en la formación de las expectativas de inflación.

Creo que estamos siendo coherentes con este planteo. Desde la apertura del cepo el Banco Central ha intervenido en tan solo 7 jornadas, todas ellas concentradas en la segunda mitad de febrero. El propósito de estas intervenciones fue reducir el costo de neutralizar la inestabilidad monetaria producida por la liquidación diaria de la posición del BCRA en contratos de dólar futuro. La última intervención fue durante el cierre de nuestra mayor posición de futuros la semana pasada, para suplir una oferta de divisas que había mermado, creo yo estratégicamente, en dicha fecha.

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).

Como parte del sendero de reducción prevista del déficit y de la transición hacia un esquema de financiamiento fiscal sobre bases definitivamente más sustentables que las de estos años, el compromiso es que esta cifra vaya reduciéndose

rápida en los años subsiguientes. Salir de la configuración de dominancia fiscal sobre la política monetaria y eliminar este factor autónomo de creación de base monetaria que estuvo en la base del desequilibrio monetario y de la aceleración de la inflación en los últimos años, es clave para la credibilidad de todo lo que hacemos, y confío plenamente en la capacidad del Ejecutivo para lograrlo.

Hecha esta salvedad sobre el régimen monetario que perseguimos, vale la pena retomar nuestra descripción de los acontecimientos.

Una vez normalizada la situación cambiaria, el BCRA avanzó en forma decidida en el restablecimiento del equilibrio en el mercado monetario. Como parte de esa estrategia, la autoridad monetaria se involucró en un agresivo proceso de contracción de los excesos de liquidez generados por la fortísima expansión monetaria experimentada en la segunda mitad del año pasado. El instrumento principal en ese proceso de absorción monetaria fueron las licitaciones semanales de Letras del BCRA, que fueron modificadas tanto en términos de las especies existentes (como en términos de plazos con la introducción de variedades a partir de los 35 días) y mecanismos de licitación (eliminándose los segmentos a tasas predeterminadas).

Como consecuencia de estas acciones, el ritmo de crecimiento interanual de la base monetaria –que había llegado a ubicarse por encima de 45% a/a en la primera mitad de diciembre de 2015- experimentó una rápida desaceleración y pasó a expandirse al 32,8% en enero, y a alrededor de 25% a fines de febrero.

Este proceso de marcada contracción de la tasa de incremento de la base monetaria se dio en un contexto de baja de tasas que, en parte, sorprendió al mercado. ¿Qué es lo que explica que pudieran coexistir durante el primer bimestre reducciones muy importantes en la cantidad de dinero y tasas de interés en declinación? (aunque, habría que aclararlo, desde los elevados niveles en que los había situado la propia política monetaria tras la apertura del cepo).

Tres fueron los factores que se combinaron para darle al sistema una liquidez inédita durante los meses de enero y febrero. A la ya mencionada liquidez excesiva creada por la administración anterior se sumó la liquidez inyectada al sistema proveniente de la liquidación diaria de las pérdidas y ganancias asociadas a la posición del BCRA en contratos de futuros del dólar. Hubo, sin embargo, un tercer factor, de naturaleza regulatoria, que influyó en el proceso: dado que en el período diciembre/febrero la integración de encajes se calcula en forma trimestral y los bancos habían efectuado una sobre integración inédita de efectivos mínimos en el mes de diciembre, por lo que en el bimestre posterior las entidades se encontraron con una mayor capacidad de liquidez excedente que volcaron, en buena medida, a la demanda de títulos emitidos por el BCRA. De este modo, la base monetaria se

contraía al tiempo que la mayor demanda por LEBAC presionaba en la dirección de una reducción de las tasas de interés.

El Banco Central acompañó esta baja, muy criticada por cierto, porque el mercado secundario de Lebac marcaba tasas sustancialmente más bajas. Haber mantenido las tasas altas hubiera implicado una inmediata ganancia de capital para los tenedores de esos títulos que era innecesario convalidar.

A fines de febrero, el BCRA anticipó públicamente que dicha situación cambiaría radicalmente durante el mes de marzo, momento a partir del cual los bancos debían readecuar sus niveles de efectivo mínimo a exigencias mensuales (lo cual implicaba la necesidad de aumentar, en algunos casos drásticamente, sus niveles de integración). Esta situación redundaría en un proceso por el cual la base monetaria tendería a aumentar, aunque sin mayores efectos en los agregados monetarios más amplios, generando entretanto una fuerte mejora patrimonial para el BCRA, ya que ello implicaría sustituir recursos esterilizados vía LEBACs por integración legal de efectivo mínimo a costo cero.

Esto fue exactamente lo que ocurrió durante el mes de marzo: ahora la base monetaria aumentaba por razones puramente regulatorias (mayor integración de encajes), al tiempo que la necesidad de los bancos de deshacer alguna porción de las LEBACS previamente demandadas tendía a presionar al alza en el costo del dinero en los mercados de fondos de corto plazo.

Para evitar un impacto aún mayor en las tasas durante el curso de marzo, el BCRA devolvió liquidez al sistema. Hizo esto renovando un stock menor al que vencía en las operaciones de licitación primaria de Lebac. Por esta vía inyectó al mercado unos \$ 22.853 millones. Otros factores de expansión de base monetaria fueron el efecto de \$1.495 millones creados por operaciones de compras de divisas y la asistencia al Tesoro por \$40.500 millones (entre adelantos y utilidades, y como parte del programa ya mencionado de \$ 160.000 millones anuales). Esta expansión se vio parcialmente compensada por los efectos contractivos de los mercados de futuros por \$15.495 millones y de ventas puntuales en el mercado secundario de LEBAC por \$ 9.972 millones).

En conjunto, tomando en cuenta adicionalmente las operaciones de pase, la base monetaria se incrementó entre puntas en unos \$13.882 millones y culminó exhibiendo un incremento interanual de 30,1%. Esta expansión no alcanzó, sin embargo, para compensar el aumento necesario de efectivos mínimos y el crecimiento estacional de la demanda de dinero, por lo cual las tasas de call y repo entre bancos se elevaron en forma importante, llegándose a pactar en hasta 45%, algo que ha tendido a revertirse en los últimos días.

Más allá de este comportamiento irregular de la base monetaria explicado mayormente en factores puntuales y de naturaleza normativa, lo cierto es que el sesgo contractivo de la política monetaria se mantuvo en forma persistente a lo largo de todo el período. Por ejemplo, la tasa de incremento interanual de M2 privado (el agregado monetario de naturaleza más transaccional y que guarda una elevada correlación con el gasto agregado) se redujo en forma sistemática, pasando de un crecimiento del 39,3% a mediados diciembre a 30,4% en enero y 28% en febrero, para ubicarse en la actualidad en torno de 25%. De este modo, en términos desestacionalizados, ese agregado se sitúa en la actualidad alrededor de 3,5% por debajo (11,2% en términos reales) de los niveles que exhibía en el mes previo al inicio de la actual gestión al frente del BCRA.

Realizada esta agresiva tarea inicial de absorción monetaria, en las últimas semanas el BCRA ha comenzado a migrar formalmente hacia un esquema en el que la herramienta principal de política monetaria es el uso de la tasa de interés, mientras que la cantidad de dinero se determina endógenamente (por lo tanto, sin una meta explícita para su evolución). Esta es la práctica habitual en los países con regímenes de metas de inflación, el esquema hacia el que ha comenzado a transitar formalmente el BCRA. A juicio del BCRA, la adopción de la tasas de interés como instrumento principal para llevar adelante e implementar las decisiones de política monetaria, permitirá señalar de manera más clara y transparente el sesgo de sus políticas y la postura de la autoridad monetaria frente a la inflación.

En este contexto, la autoridad monetaria ha definido como tasa de política la que resulta de las licitaciones de Letras en pesos a 35 días, mientras que busca determinar, a su vez, un corredor de tasas de pasivos y activos que sea consistente con aquella tasa de referencia de las decisiones de política monetaria. Por ejemplo, en el nuevo esquema de regulación de tasas de interés, cambia radicalmente la interpretación de las licitaciones de Lebac. En los primeros meses, cuando lo que se buscaba era bajar el nivel de agregados, el “éxito” de la licitación de Lebac era medido por si se podían renovar los vencimientos y absorber cantidades crecientes. Pero en un esquema de control de la tasa de interés, la lectura es diferente: una licitación que expande la base monetaria indica que la liquidez existente era escasa en relación al objetivo de tasa buscado, es decir que el BCRA estaba excesivamente contractivo; por el contrario, una contracción de la base monetaria indica un exceso de liquidez en relación al objetivo de tasa de interés.

¿Estamos empezando a lograrlo?

Descritos entonces los objetivos de la política monetaria, el régimen monetario al que transitamos, las principales decisiones adoptadas y los instrumentos elegidos



para implementarlas vale la pena efectuar una reflexión final sobre los resultados alcanzados hasta el momento.

Como dije en el comienzo, la estimación de los mecanismos de transmisión de la política monetaria es compleja. Nuestros modelos sugieren una traslación de dinero a precios de aproximadamente 6 meses o más. Esto significa que la fuerte expansión monetaria ocurrida el año pasado está todavía ejerciendo sus efectos, mientras que la decidida contracción de los agregados implementada desde el comienzo de esta gestión, tardará en manifestarse todavía. En este sentido, parece incorrecto atribuir la aceleración observada en los registros inflacionarios en los últimos meses al cambio de régimen de políticas y, por el contrario, pareciera más apropiado imputarlo a decisiones de política adoptadas previamente.

Y, por supuesto, a esto se suma el hecho de que estamos viendo el efecto de eliminar algunas anclas que eran inconsistentes con la política fiscal y que habían llevado al país a cuatro años de estancamiento.

Me gustaría apuntar un segundo éxito de estos tres meses. El pasado 31 de marzo venció una importante posición abierta en futuros, con lo que hoy la exposición del BCRA en este mercado ha mermado sensiblemente. La alta exposición del BCRA en este mercado generaba un mecanismo de retroalimentación entre el movimiento del tipo de cambio y la política monetaria. Es muy sencillo. Un aumento de la paridad cambiaria provocaba la necesidad de emitir liquidez para integrar los márgenes requeridos. Pero esa liquidez alimentaba la propia demanda por activos externos. Esta potenciación de la inestabilidad se dio tanto en el ciclo de alza (febrero) como en el de baja (marzo). Consideramos que haber traspasado el umbral de marzo, lo que nos deja con una posición que es sólo un 37% de la que heredamos, cierra este capítulo, llevando la exposición a niveles ya no peligrosos, aunque este BCRA mantiene como objetivo la cancelación de sus posiciones en este mercado en los próximos meses.

Dicho esto, consideramos que la fuerte contracción monetaria implementada por esta gestión es responsable de que el traslado a precios proveniente del movimiento cambiario (el denominado coeficiente de traslado o pass through) se haya reducido en forma importante respecto del observado en experiencias previas de depreciación del peso (pasando de valores algo superiores a 0,4 a niveles del orden de 0,2). Hemos dicho en otras ocasiones que ese pass-through no puede analizarse como una relación meramente estadística sin tener en cuenta la política monetaria. Como dijimos el parametro para medir el posicionamiento del Banco Central será la tasa de interés. Y esperamos que en el futuro gran parte del debate, que tengan ustedes entre otros, se concentre en esta variable.

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.

Es por ello que en los últimos comunicados que acompañan a las licitaciones de LEBAC hemos afirmado que las tasas se mantendrán en sus actuales niveles hasta que tenga la certeza de que la inflación se ha ubicado en un sendero claramente descendente. 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.

Sin duda, es mucho lo que todavía falta pero se han dado pasos decididos en la dirección de poner al Banco Central alineado con los objetivos que nunca debería haber abandonado en su accionar: defender la estabilidad de la moneda.

Muchas gracias.