

10 de Noviembre de 2017

“Gradualizar” al Banco Central

Durante la gestión anterior el debate monetario tenía básicamente dos vertientes. En un primer grupo, estaban los que disociaban el comportamiento de precios a la cantidad de dinero¹, básicamente funcionarios y algunos académicos distraídos. El heterogéneo segundo grupo englobaba a la inmensa mayoría. Dejado atrás el primer grupo, la vieja discusión (por suerte) ya resulta absurda.

A partir de entonces, el segundo grupo se divide y nace el debate sobre los diferentes regímenes monetarios y sus implicancias para la inflación. La nueva gestión del BCRA implementó un régimen de metas de inflación. Novedoso en nuestro país pero aplicado en muchas y diversas economías. Estos esquemas se caracterizan por no tener estrictamente un objetivo ni monetario ni cambiario y sólo buscan cumplir una meta, mantener la inflación en un rango determinado. Para lograr dicha meta, el principal instrumento es la tasa de interés.

Con lo cual, lo relevante es establecer el nivel de tasas apropiado. Si la tasa de interés fuera menor a la adecuada, los agregados monetarios (cantidad de dinero) y el crédito crecerían a un nivel no compatible con la meta de inflación. Por otro lado, vía una tasa de interés nominal por encima de la inflación esperada, tasa real positiva, diferentes mecanismos operarían para desinflar la economía y converger a la meta propuesta.

En teoría, todo maravilloso. Sin embargo, como en casi todo en la vida, el contexto influye. Tomemos por ejemplo el 2017. La meta del Banco Central era el 17%, pero cerrará varios puntos por encima. ¿Por qué? Básicamente por dos motivos. El primero, es porque la corrección de precios relativos (tarifas) es inflacionaria en el corto plazo. Los precios regulados (gas, electricidad, agua y petróleo) también se encuentran en la formación de precios del resto de los bienes y servicios, desde la producción de acero o vidrio, un bar o la peluquería. En segundo lugar, la siempre presente dominancia fiscal. Si bien la autonomía monetaria ganó muchos grados de libertad, todavía el bache fiscal complica el manejo de la política del BCRA. En

¹ "Es totalmente falso decir que la emisión genera inflación". La Nación, [domingo 25 de marzo de 2012](http://www.lanacion.com.ar/1411111-es-totalmente-falso-decir-que-la-emision-genera-inflacion).

lo que va del 2017, el Central asistió al Tesoro (adelantos y transferencias de utilidades) por \$123.500 millones. Por otro lado, el BCRA compra parte importante de las divisas que entran por emisiones de deuda en el exterior, presionando sobre los agregados monetarios. Este año compró divisas por el equivalente \$240.000 millones. La realidad fiscal y la corrección tarifaria entorpecen el elegante esquema.

Por otro lado, en teoría, la suba de la tasa de interés tendría que disminuir la demanda agregada. Pero el crédito está creciendo, por suerte, al 40% anual. Este crecimiento del crédito es mayor al crecimiento nominal de la economía, con lo cual la mayor bancarización es una buena noticia. Entonces, ¿para que sube la tasa de interés el BCRA? Ahí tenemos dos candidatos. El primero, son las expectativas. A pesar que el BCRA comenzó a subir la tasa a partir de marzo de este año, nunca pudo encajar las expectativas dentro de la meta establecida.

Dicho esto, el BCRA debería estar más que conforme con las expectativas de inflación vigentes. El mercado espera para el 2018 un 16%, un número más para celebrar que para preocuparse. Se están acomodando los precios relativos (tarifas) con una economía que comienza a ponerse en marcha, y aun así, la inflación logrará el menor registro en los últimos diez años. En el contexto en el cual opera, el BCRA debería estar más que satisfecho con la desinflación que estamos viendo, y sobre todo, con la esperada por el mercado para el 2018 (16%) y 2019 (11%)

Sin embargo, la excesiva ambición en el objetivo propuesto por el Central, junto a su accionar de manual, lo obliga a poner una tasa de interés excesivamente alta. Esto conlleva un influjo de capitales y una rotación de cartera, que en el corto plazo pueden presionar al tipo de cambio. Hasta el momento, el tipo de cambio real resistió bastante bien gracias a la debilidad del dólar a nivel global en los últimos trimestres. Todos se apreciaban contra el dólar. Este fenómeno que se interrumpió hace algunas semanas.

El gobierno eligió el gradualismo. Los potenciales avances con la reforma fiscal, la previsional, la inversión en infraestructura, el mejoramiento de la logística, la caída en los costos de comercialización, etc., ayudarán a mejorar la competitividad. Más que bienvenidos, pero con mucha paciencia.

Mientras tanto, deberíamos evitar un mayor atraso cambiario, sobre todo cuando es producto de una meta caprichosamente exigente (casi incumplible). La sostenibilidad de las cuentas externas (restricción externa) continúa siendo el gran desafío de largo plazo. En el marco del gradualismo, el BCRA debería acompañar.

Como decía Napoleón Bonaparte, vísteme despacio que estoy apurado. Como decía Reinaldo Merlo, paso a paso.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
Economista Jefe