

Tarde o temprano, tendremos la necesidad de reorganizar la política fiscal de modo de no seguir alegremente tirando manteca al techo. Por **Alejandro Banzas**

# Política monetaria: en línea con el modelo

La reciente modificación del programa monetario obedeció, entre otros motivos, al fuerte crecimiento que evidencia la economía, a un ritmo superior al concebido al momento de la elaboración del programa. Así también, se debió al desequilibrio del exceso de emisión de pesos que tenían como objetivo principal la compra de divisas. En efecto, al comienzo del año la estimación del BCRA era de una expansión de 2,5% el PIB, en tanto que en la actualidad se estima un aumento de casi el 9%. A pesar de este desfase, no es menos cierto que la política monetaria está fuertemente condicionada a la compra del excedente de dólares y a convalidar los incrementos de precios en una economía con un fuerte incentivo al consumo. Si repasamos las nuevas metas establecidas por el ente rector a partir del segundo semestre del año, el M2 no debería superar a final de diciembre los \$254.706 millones, con un promedio de \$245.643 millones. Al cierre del mes de octubre, el M2 en promedio se ubicó en \$228.093, 11,7% por debajo (unos \$26.613 millones) del máximo permitido cumplimentando los nuevos objetivos trazados. Por otra parte, al inicio del mes de noviembre las reservas prepararon hasta alcanzar los U\$S 52.100 millones, evidenciando un aumento en lo que va del 2010 de U\$S 4.133 millones. De esta manera se ha revertido el comportamiento registrado en el mismo lapso del año anterior, cuando las reservas habían retrocedido U\$S 235 millones. En consecuencia, la política monetaria continúa por la misma senda de compra de divisas con emisión de pesos que luego son esterilizados vía Lebac y Nobacs. Si bien es cierto que las reservas son colocadas en el ex-



## LA LLUVIA DE DÓLARES LE PERMITE AL BCRA SOSTENER EL TIPO DE CAMBIO SIN CAMBIAR LAS TASAS.

terior a tasas cercanas a cero (0,3%, aproximadamente), las tasas de interés que demandaron dichos instrumentos de esterilización de pesos en lo que va del año han tenido una promedio del 13%. En consecuencia, desde una mirada estrictamente financiera, existiría déficit cuasi fiscal. Lo que en realidad sucede es que se produce una revalorización de activos que le permite al BCRA hacerse de los fondos suficientes como para cumplir con los pagos de intereses del stock de Letras y, al mismo tiempo, girar los excedentes a la Tesorería. Por otra parte, los excedentes de pesos se vuelcan irremediablemente a la compra de bienes, tanto por parte del consumo privado como del público, presionando a la oferta y generando una mayor presión en el nivel general de precios. Las bajas tasas de interés en términos reales incentiva al consumo y no a la colocación de pesos en el sistema. No obstante, lo que mantienen a los particulares dentro del sistema bancario es la política del BCRA de mantener anclado "de hecho" o realizar correcciones

muy modestas del valor tipo de cambio nominal, permitiendo interesantes retornos en dólares.

### ¿Es posible continuar con esta receta?

Tal como sostiene, y se preguntaba allá por agosto de 2007, Roberto Frenkel en su trabajo de investigación número 17 del Cefid-ar sobre la sostenibilidad de la política de esterilización: "¿Es posible realizar continuamente esa política? No en cualquier circunstancia, la sostenibilidad de la política depende de la tasa de interés que se obtiene por las reservas internacionales y de la tasa de interés local, de la trayectoria del tipo de cambio y de la evolución de las variables que determinan la demanda y la oferta de base monetaria". Más adelante, el investigador del CEDES manifiesta que "existe una tasa de interés local máxima que permite la sostenibilidad de la política de esterilización. En condiciones de exceso de oferta de moneda internacional al tipo de cambio meta, el Banco Central puede determinar el tipo de cambio y tiene libertad para fijar sosteniblemente una tasa de interés local igual o inferior a esa tasa máxima". Lo cierto es que el BCRA mantiene controlada la situación pero debe recurrir a la revaluación de sus activos para enfrentar el desequilibrio cuasi fiscal al mismo tiempo que las ganancias se derivan a la Tesorería. Este mecanismo es sostenible bajo condiciones de exceso de oferta de dólares ya que, en caso contrario, sería imposible sostener el objetivo de tipo de cambio sin afectar la tasa de interés. En una mirada hacia el año entrante y repasando las principales proyecciones que están viendo los analistas que participan del Rele-

vamiento de Expectativas de Mercado (REM), que elaboran para el BCRA, se destaca una baja en las reservas ubicando el stock a fin del 2011 en U\$S 50.000 millones, probablemente como resultado de una mayor incertidumbre por cuestiones electorales con alguna salida de capitales -aunque no traumática- y un menor saldo de la balanza comercial. Esto es compensado con un corrimiento en el valor del tipo de cambio a \$4,29, con lo cual se mantendría un similar nivel de generación de intereses por la colocación de reservas en el exterior. Del otro lado de la ecuación, los economistas vislumbran un escenario de mayor tasa de interés (14,5% en Lebac y 10% en pasivos) para poder esterilizar los pesos sobrantes. Al mismo tiempo, proyectan un crecimiento en los depósitos del sector privado en el orden del 22,2% y del 23,2% para los préstamos al sector privado. Finalmente, la inflación (medida indirectamente a través del índice de salarios) se ubicaría en el 24,2%. En consecuencia, considerando estos parámetros, el modelo monetario cerraría 2011 sin dificultades. Si barajamos una disminución en las ganancias del BCRA en dicho ejercicio, se reduciría la capacidad de maniobra hacia el año 2012 (para poder utilizar dichos resultados para ser volcados a la Tesorería). Más allá del monitoreo que uno deberá hacer de todo esto, existirá tarde o temprano la necesidad de reorganizar la política fiscal de modo de no seguir alegremente tirando manteca al techo, algo que podría disminuir los plazos ya mencionados si el Gobierno ingresa a la arena electoral de una manera más agresiva a la que ya nos tiene acostumbrando en materia de gasto público electoral.