

Con otro esquema, el BCRA no deja de emitir

En el kirchnerismo, se financiaba al Tesoro Nacional en forma directa.

Ahora, se emite para comprar dólares del endeudamiento y capitales de corto plazo.

Paula Martínez pmartinez@lavozdelinterior.com.ar

INFLACIÓN



Banco Central. El organismo comandado por Federico Sturzenegger tiene un rol fundamental en la economía argentina. (LA VOZ / ARCHIVO)

Cuando Mauricio Macri asumió en diciembre de 2015, bajar la inflación fue uno de los principales objetivos que planteó, y las autoridades monetarias tomaron el diagnóstico clásico de que la emisión de dinero en exceso era el combustible para acelerar los precios.

Sin embargo, dos años y medio después, la base monetaria siguió creciendo a un ritmo que convalidó la tasa de inflación.

La cantidad de dinero aumentó por vías diferentes a las de la gestión anterior, pero la razón de fondo continúa siendo la misma: el déficit fiscal.

Esa es la variable que hoy vuelve al centro de la escena y que el Gobierno nacional, al fin, reconoce como trasfondo de los diversos problemas que tiene la economía argentina.

Después del cimbronazo que produjo la corrida cambiaria del último mes, el Banco Central de la República Argentina (BCRA), comandado por Federico Sturzenegger, volvió a poner la mirada en la tasa de interés para no aumentar aún más la brecha con las metas de inflación, pese a que esa herramienta no ha sido demasiado efectiva en los últimos años.

"Hubo un error de diagnóstico inicial que pensaba que la Argentina funcionaba de otra manera. Esto es, pasamos de decir que la

» SIGUE EN PÁGINA 4

Primer plano

nos Aires, Argen



Federico Sturzenegger. Titular del Banco Central. (LA VOZ / ARCHIVO)

» VIENE DE PÁGINA 3

emisión monetaria no era inflacionaria a decir que con la tasa de interés se podía manejar la inflación", advierte Marina Dal Poggetto, directora ejecutiva del estudio Eco Go.

Enrique Neder, docente de Economía Monetaria de la Facultad de Ciencias Económicas de la UNC, remarca que el Banco Central considera que cuando controla la tasa, emitir para comprar divisas o financiar al Tesoro no genera un exceso de dinero que repercuta en la inflación, "pero si uno analiza los valores de 2016 y de 2017, ambas variables acompañaron la suba de precios", remarca.

Por qué crece

Durante 2015, la base monetaria creció casi 35 por ciento; al año siguiente, aumentó casi 32 por ciento, y en 2017 la suba fue de 22 por ciento, en línea con los niveles inflacionarios.

Pese a estos promedios, hay meses de aceleración en la cantidad de dinero, como en mayo de este año, por encima del 30 por ciento interanual, aunque en lo que va del año el resultado acumulado marca una disminución.

El déficit fiscal vuelve a ser lo que está detrás de la emisión de dinero. "En 2015, las operaciones con el Tesoro Nacional, es decir, la monetización del déficit fiscal, fueron la principal causa. En 2016 y en 2017, cobra gran importancia la compra de divisas al Tesoro, provenientes de la colocación de deuda en moneda extranjera, y el uso de títulos del BCRA (Lebac) para esterilizar la base monetaria", puntualizan Florencia Costantino y Emmanuel Cuesta, jefes de investigación del Instituto de Investigaciones Económicas (IIE) de la Bolsa de Córdoba.

¿Cómo funcionan ambos mecanismos? En el primero, el Central directamente emite para darle los pesos al Tesoro y cubrir el "rojo" fiscal.

El segundo es más complejo, pero también se origina en el déficit. El Tesoro emite deuda en dólares, el Banco Central los compra para acumular reservas e, indirectamente, para que ese ingreso de divisas no impacte de lleno en el mercado cambiario (y atrase, aún más, el tipo de cambio).

En el proceso pone a funcionar la maquineta de emitir (aumenta la base monetaria) y larga pesos al mercado.

Para evitar que ese exceso de dinero impacte en los precios, los esteriliza (saca de circulación) mediante la colocación de Letras del Banco Central (Lebac), en su mayor parte; y, en menor medida, de pases y de Letras de Liquidez.

"En lo que va de 2018, la venta de divisas al sector privado y la colocación de títulos del BCRA lograron esterilizar completamente el crecimiento de la base monetaria a fines de mayo", agregan los economistas de la Bolsa.

Nadín Argañaraz, presidente del Iaraf, puntualiza que "en 2018 el instrumento por excelencia fue la venta de reservas, que extrajo prácticamente la misma cantidad de pesos del mercado que las Lebac en todo 2017".

El proceso se acentuó por el ingreso de capitales financieros de muy corto plazo (la mayoría, a no

más de 90 días) atraídos por las altas tasas de las Lebac con un tipo de cambio casi fijo que prometía elevadísimos retornos en dólares (carry trade o bicicleta financiera). Cuando esa corriente se dio vuelta, a fin de abril, se desataron los problemas.

Esos dólares también fueron comprados por el Banco Central a cambio de emisión de pesos, que debía ser esterilizada con las Lebac, para lo cual ofrece altas tasas de interés.

Dificultades crecientes

No son pocos los que critican la decisión de abrir la compra de Lebac al público, en lugar de mantenerlas como instrumentos monetarios, sólo colocados entre los bancos.

"La mitad del ahorro de los argentinos está en pasivos remunerados del Banco Central. La falta de coordinación entre la política fiscal y monetaria derivó en una montaña de Lebac, y hoy tenemos 1,3 billones de estos pasivos, con una tasa altísima, del 40 por ciento", cuestiona Dal Poggetto.

"En algún momento, eso genera una expansión monetaria y la gente sale corriendo al dólar", agrega la economista, quien el año pasado estuvo a un paso de ingresar al directorio del BCRA.

Por su parte, Neder advierte que "para esterilizar con Lebac, hay que tentar a la gente con la tasa de interés. Eso es un pasivo que en algún momento hay que pagar".

Otro problema que señala el economista de la Universidad Nacional de Córdoba es que, en Argentina, la gente demanda dólares por anticipado para mantener su poder de compra en operaciones futuras (cuando cambiarán las

divisas por pesos).

"En esto se genera un mecanismo perverso: el Gobierno toma deuda para financiar su déficit con fondos externos, y con ellos provee al público de los dólares que necesitan para financiar su consumo y mantener su poder adquisitivo en pesos. Eso genera una inflación estructural elevada", alerta.

"Los argentinos compran dólares siempre. El deporte nacional es sacar del Tesoro todos los pesos que se puedan y comprar al BCRA todos los dólares posibles. Cuando se consiguen dólares, todo se tranquiliza un poco. Para eso se necesita financiamiento. Habrá que esperar el arreglo con el Fondo Monetario", remarca Marina Dal Poggetto.

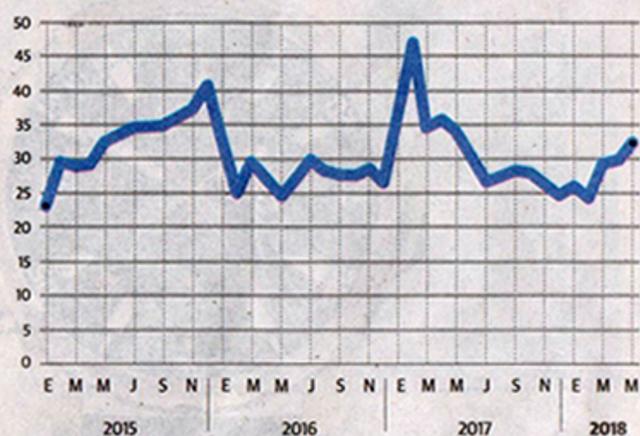
Cuánto nos cuesta financiar el déficit

El dinero que se emitió en 2015, en 2016 y en 2017.

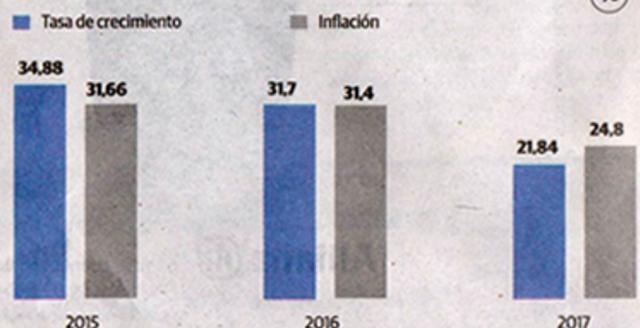
La emisión del BCRA para financiar el déficit fiscal fue de 176 mil millones de pesos, en 2015, lo que explica el aumento de la base monetaria de 161 mil millones. En la gestión actual, la compra de divisas al Tesoro fue de 160 mil millones de pesos, en 2016, y de 272 mil millones, en 2017, con emisión por 198 mil millones y 179 mil millones, respectivamente. La esterilización mediante títulos del BCRA fue 132 y 225 mil millones, respectivamente.

La máquina de imprimir

El ritmo de la emisión. Variación interanual de la base monetaria.



Evolución de base monetaria e inflación



Fuente: IIE, sobre la base de BCRA. DÍF-UNC, sobre la base de datos del BCRA e Index y Dirección de Estadística de San Luis.