



# Un Banco Central sin vocación anti-inflacionaria

Hernán Lacunza (\*)

La inflación es el principal problema económico argentino. La mayor parte de los síntomas de agotamiento del “modelo”, tanto coyunturales (atraso cambiario, crecimiento anémico, caída de reservas) como estructurales (pobreza estancada, estrés de economías regionales, carencia de crédito hipotecario), son consecuencia del aumento persistente y generalizado de precios de los últimos años.

Con un diagnóstico que inicialmente negó el problema en la estadística oficial, y luego atribuyó alternativamente al alza de los precios internacionales (que, con mucha puntería, sólo habría impactado aquí) y a la acción de mercados concentrados (como si en el resto del mundo los mercados fueran perfecta-

mente competitivos o los empresarios altruistas), la estrategia oficial procura contener los efectos nocivos de la dinámica de los precios (cepo cambiario, control de importaciones, atraso de tarifas energéticas, congelamiento de precios en góndolas), con magros resultados y numerosos daños colaterales sobre el circuito productivo (estancflación, déficit energético, falta de insumos, caída de inversión).

En ese marco, hace varios años que el Banco Central abandonó cualquier pretensión de influir sobre la dinámica de los precios, concentrando su esfuerzo en emitir pesos para financiar a un sector público cada vez más deficitario (bajo la insólita premisa de que la emisión no genera inflación, en cuyo

---

(\*) Ex Gerente General del Banco Central de la República Argentina.

caso no se entiende por qué se siguen cobrando impuestos, ya que todo el gasto podría financiarse con “la maquina” y en minimizar las tasas de interés con el presunto objetivo de dinamizar el crédito y la actividad económica.

Pero la estrategia muestra sus límites; los beneficios son cada vez más efímeros y los costos crecientes: no es difícil hilvanar un hilo conductor entre inflación – Indec – suba de riesgo país - atraso cambiario - abuso de reservas - cepo cambiario – desaparición de crédito externo - blanqueo. La última iniciativa es elocuente: por unas pocas divisas que aportarían evasores tributarios (vía Cedin y Baade), debieron arriarse banderas emblemáticas como la pesificación y el desendudamiento, además de los daños permanentes sobre la cultura tributaria.

Revertir la dinámica inflacionaria no sería difícil, aunque requiere una dosis de diagnóstico (reconocer las causas del problema inflacionario), pericia (combinación quirúrgica de instrumentos referidos al gasto público, emisión, tasa de interés, tipo de cambio) y voluntad política para administrar la escasez, que no parece disponible si la matriz de decisión es anticipar beneficios y postergar costos.

En ese marco, la política monetaria no envía señales de revisión de una estrategia inconsistente. Por el contrario, el marco jurídico configurado por la nueva carta orgánica del Banco Central, aprobada por el Congreso a instancias de las actuales autoridades monetarias, procura “profundizar la estrategia”, aunque el contexto financiero y cambiario (con el dólar marginal y la caída de reservas como la evidencia más elocuente) condiciona más severamente el margen de “prueba y error” que en los años de relativa abundancia.

## 1. EL ROL DEL BANCO CENTRAL: LA NUEVA CARTA ORGÁNICA

Aunque dice inspirarse en la última tendencia mundial, curiosamente la nueva ley cita en sus fundamentos los antecedentes internacionales de reformas recientes, pero de naturaleza totalmente contraria a la iniciativa local: países precursores en la implementación de “metas de inflación” (Chile, Brasil, Canadá, Reino Unido); otros que delegaron su política monetaria en un organismo supranacional (Alemania, Francia y España); dos potencias mundiales (EE.UU. y Europa) que cimentaron su desarrollo en su compromiso anti-inflacionario; y hasta a Ecuador, que resignó su soberanía monetaria al dolarizar su economía.

A pesar del problema inflacionario, el nuevo mandato legislativo diluye la preservación del valor de la moneda (es decir, mantener una inflación baja) como misión primaria y fundamental del BCRA, combinándola con objetivos tan deseables como ambiciosos, como el empleo y el desarrollo con equidad, pero que largamente exceden los instrumentos que dispone la autoridad monetaria en su tablero de control.

Subyace a la reforma un debate de raíces científicas, pero con ingredientes ideológicos que empañan la lente: la teoría

convencional postula una baja inflación como la mejor contribución de la política monetaria al desarrollo sostenido; la visión oficial abreva en la idea de que, ante la insuficiencia del mercado, el Banco Central debe potenciar el crédito para expandir la oferta. En la Argentina pendular de las últimas décadas, recorrimos versiones extremas de ambas escuelas, con el común desenlace de fracasos estrepitosos.

En Uruguay, Chile, Perú, Brasil, Colombia y México, por citar los casos regionales, no existe dilema entre crecimiento e inflación. En Argentina, no hace falta consultar algún libro de teoría monetaria, sino que basta repasar algunos viejos periódicos locales para recordar que, después de cierto umbral, la inflación elevada atenta contra el crecimiento, por la incertidumbre de precios relativos que desalienta la inversión, la caída de poder adquisitivo que deprime el consumo, y la pérdida de competitividad cambiaria que reduce exportaciones.

Tampoco necesitamos un tour mundial para saber que los enunciados normativos y la realidad son cosas distintas. La ley anterior fue testigo del “corralito” y el colapso de la convertibilidad; pero la hiperinflación de 1989, la crisis de la deuda de 1982 o el “rodrigazo” de 1975 fueron incubadas durante la vigencia de normas inspiradas en prismas ideológicos variopintos, más parecidos a la norma actual. No importa tanto la teoría, sino la práctica.

La reforma de objetivos del Banco Central no obedeció a principios ideológicos, ni a la necesidad de adecuar nuestra legislación a estándares internacionales, ni a reivindicaciones de regímenes monetarios de otrora, sino a razones más pedrestres: las necesidades de caja.

Se habían agotado ya los límites del uso de “reservas de libre disponibilidad” (definidas como el excedente de la base monetaria, valuadas al tipo de cambio oficial), que traumáticamente se había forzado un par de años antes, al tiempo que las crecientes necesidades de pesos de un déficit fiscal que venía desbordándose desde 2009 obligaba a remover los límites prudenciales de emisión para financiar al Tesoro.

En ese marco legal, que diluye el compromiso anti-inflacionario de la política monetaria, parece difícil, y hasta infantil, tratar de recrear una moneda nacional con plenas atribuciones (como medio de pago, unidad de cuenta, instrumento de ahorro), persuadiendo en el discurso y en las normas (por ejemplo, prohibiendo el crédito hipotecario en dólares) al ahorrista local a mantener sus activos en pesos, cuando hace rato que delegó a la moneda extranjera las funciones de reserva de valor o medición del valor de algunos bienes durables, como los inmuebles. Lo extraño habría sido que el mercado inmobiliario no se desplomara.

## 2. ASPECTOS INSTITUCIONALES: FEDERALISMO, INDEPENDENCIA Y REPÚBLICA

Convengamos que el Banco Central no es una “isla” en la estructura institucional de un país, sino un mero brazo instrumental de la política económica para alcanzar el desarro-

llo sostenido. Pero esa mirada amplia no debe ser la “excusa perfecta” para alentar políticas monetarias inconsistentes o subordinadas a las necesidades fiscales del gobierno de turno.

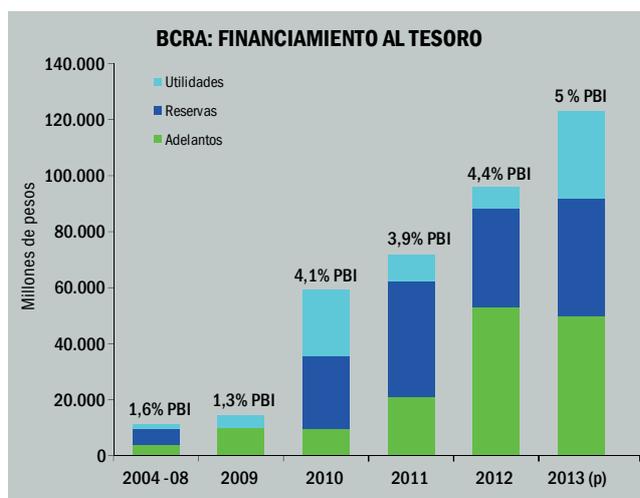
La independencia del Banco Central nada tiene que ver con los objetivos de la política monetaria, sino con los instrumentos (tasa de interés, tipo de cambio) para el cumplimiento del mandato legislativo; y con el control por oposición de intereses, propios de un régimen republicano: el Ejecutivo tiene a su cargo la ejecución del gasto público, el Legislativo aprueba el monto del gasto y su forma de financiamiento (deuda o emisión, en caso de aceptar un presupuesto deficitario). No sería bueno poner la impresión de billetes en las mismas manos de quien gasta, para evitar la tentación de que la confunda con la “maquinita” de la felicidad.

Por esa razón, y en consonancia con el mandato constitucional que resguarda el carácter republicano y federal del ente monetario (art. 75°), la carta orgánica prevé la intervención del Poder Legislativo en el nombramiento y remoción del directorio del Banco Central (art. 7°, designación con aval del Senado, y 9°, dictamen no vinculante del Congreso para remoción), ya que es una ley -de la naturaleza humana- que los funcionarios responden a aquel que los puede echar. Sin embargo, en la actualidad, más de la mitad de los miembros del directorio están nombrados “en comisión” por el Ejecutivo (desde hace tres años, sin aprobación parlamentaria), incumpliendo el mandato legal, y transformando el Banco Central en un apéndice del Ejecutivo.

En el extremo opuesto, no debe confundirse independencia con tecnocracia: ceder la soberanía monetaria a un grupo de técnicos presuntamente iluminados no sería compatible con la democracia; y una política monetaria desarticulada con los otros brazos del programa económico –en particular, con el fiscal– no sólo sería impotente, sino contraproducente.

Pero tampoco debe confundirse coordinación con subordinación. Si en nombre de la articulación el Banco Central debe adaptar pasivamente la emisión monetaria a las necesidades de financiamiento de gasto público, siempre susceptibles al ciclo electoral, entonces mejor abandonar los eufemismos. Entre 2010 y 2013, la asistencia financiera del BCRA al Tesoro subió exponencialmente (desde un promedio del 1,5% del PBI entre 2004 y 2009 a un promedio del 4,5% del PBI entre 2010 y 2013).

Lo peligroso es que, en nombre de objetivos nobles como el pleno empleo o la profundidad del mercado de crédito, se pretenda implementar políticas inconsistentes con finales dedicados en términos de bienestar (inflación y pobreza).



### 3. NUEVAS HERRAMIENTAS Y DETERIORO PATRIMONIAL DEL BANCO CENTRAL

El nuevo mandato legislativo pone nuevas herramientas a disposición de la autoridad monetaria. Algunas no necesariamente nocivas, en tanto se utilicen con prudencia. Un bisturí usado con pericia salva vidas; en manos inexpertas puede ser fatal.

**a) Reservas.** Pone a disposición del Ejecutivo las reservas del Banco Central (“chequera en dólares”). Al remover la barrera prudencial normativa (ahora el giro de reservas depende exclusivamente del “criterio” del Directorio a requerimiento del Ejecutivo, ya no de un tope legal), la tentación de “abusar” de las reservas (que no son un ahorro, sino un activo que respalda pasivos, como los pesos y las letras que se emiten para comprarlas) puede resultar irresistible (una especie de “maquinita de emitir dólares”, total pueden ser recompradas con pesos).

Pagar deuda en moneda extranjera con reservas no implica un “desendeudamiento” neto, sino de un mero cambio de acreedor: lo que antes se debía a bonistas, ahora se debe al Banco Central, y por carácter transitivo, a los acreedores del Central: residentes locales que tienen pesos y letras, con la ventaja/riesgo de ser susceptible de licuación por devaluación/inflación.

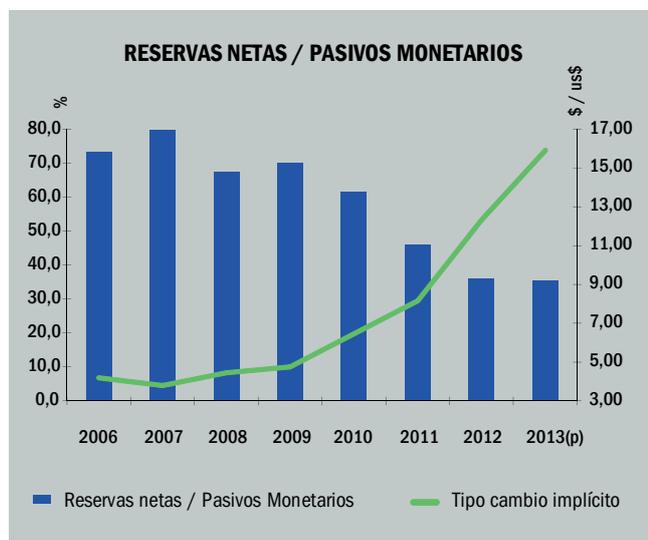
FUENTE (EN PESOS)	2004-08	2009	2010	2011	2012	2013 (P)
Adelantos	3.800	10.000	9.600	20.950	53.062	49.712
Reservas	6.000	0	26.116	41.420	35.342	42.215
Utilidades contables	1.550	4.585	23.546	9.300	7.750	31.000
Total	11.350	14.585	59.262	71.670	96.154	122.926

(en millones de pesos)

En su balance, el Banco Central sustituye activos de alta calidad (reservas internacionales en dólares) por activos de dudosa “realización” (letras del Tesoro a diez años, intransferibles, sin liquidez, sin amortización y tasa casi nula). A fin de 2013, el volumen de letras intransferibles será algo superior al de las reservas líquidas (alrededor de US\$ 35.000 millones).

La aparente conveniencia financiera de pagar deuda con reservas, bajo el argumento de que éstas rinden poco (menos del 1% anual) y la deuda devenga intereses altos, no está exento de falacias: si luego se emiten pesos para recuperar esas reservas, el costo inflacionario se traslada al tenedor de pesos; y si se pretende esterilizar el efecto inflacionario vía emisión de letras del Banco Central (Lebac), la tasa pagada (hoy alrededor del 15%) no es inferior a la de la deuda cancelada. Sí es cierto que cambia la moneda de endeudamiento (pesos por dólares) y la naturaleza del acreedor (ahora acreedores internos, antes bonistas externos).

En cualquier caso es difícil argumentar que el deterioro del respaldo monetario resulte inocuo para las expectativas: bajará del 70% a fines de 2009 al 35% a fines de 2013. Lo más delicado es que buena parte del deterioro no se produjo durante una depresión, cuando es natural que el Banco Central asista financieramente al Tesoro, sino en fase de auge (2010-11), cuando la economía se expandía al 8% anual y la recaudación crecía a un ritmo del 35%.



El riesgo es que el límite lo exprese –de manera desordenada y tardía– el ahorrista argentino medio, que fijará el mínimo de reservas “aceptable”, como comenzó a manifestarlo a mediados de 2011. De hecho, el “cepo cambiario” no es muy distinto al “corralito”: en 2001 se limitaba la disposición del efectivo para comprar dólares, ahora se dispone libremente de los pesos, pero se anula la posibilidad de acceder a divisas para atesoramiento.

**b) Adelantos en pesos.** Relaja los límites de financiamiento al Tesoro (“chequera en pesos”). Antes acotados al 12% de la base monetaria y el 10% de la recaudación, ahora se elevó al

20% el último tope (\$ 60.000 millones, sólo en 2012). Nuevamente, el abuso de emisión sin respaldo aumenta la exposición del balance del Banco Central al Tesoro (entre bonos, letras en dólares y adelantos en pesos), que ya orilla el 60% de sus activos (desde el 30% vigente en 2009). Obviamente, esos “pagadíos” serán inútiles frente a cualquier situación de estrés cambiario o financiero.



Si se excluyeran los activos del sector público sin cotización de mercado (que por lo tanto, no pueden “hacerse líquidos” frente a una contingencia monetaria), el patrimonio neto del Banco Central sería –a fines de 2013– 12% negativo en términos del PBI.

**c) Ancla nominal.** Aunque se trataba de un instrumento muy devaluado (por sus metas poco exigentes y “maleables”), la eliminación del programa monetario (se cambió por un ambiguo requerimiento de informar “planes y objetivos”) exime al Banco Central de la obligación de proveer algún parámetro nominal que oriente al sector público y privado a la hora de hacer sus planes de ingresos, consumo y ahorro: no informa ningún compromiso u objetivo cuantitativo respecto a la tasa de inflación, cantidad de dinero, tasa de interés o tipo de cambio. Como efecto colateral, el control parlamentario no tendrá referencia cuantitativa para evaluar su desempeño. Un formato inédito en el mundo moderno.

**d) Regulación y orientación de crédito:** entre las nuevas atribuciones de la autoridad monetaria, se amplía la facultad de regular plazos, tasas, comisiones y cargos de operaciones crediticias; orientar crédito por encajes u “otros medios apropiados”. Desde mediados de 2012, el Banco Central impone a los bancos objetivos cuantitativos (empezó con el 5% de la cartera activa, y ya va por el 15%) a tasas reales fijas y negativas (15,25%) de crédito a la inversión. Es la primera intervención directa en el balance del sistema financiero, fijando simultáneamente precios máximos (tasas) y cantidades mínimas (de crédito). Aunque aún se mantiene en niveles moderados, no parece una estrategia sostenible, y pronto someterá al sistema a un dilema cada vez más agudo entre rentabilidad y liquidez.



Más recientemente, el Central pautó las formas que deben observar las comisiones que cobran los bancos por sus servicios. Aunque no está claro el impacto sobre la rentabilidad del sistema y su eventual traslado a las tasas de interés, parece acertado obligar a transparentar el precio de los servicios (hasta aquí disperso entre comisiones múltiples y cargos indirectos). En igual sentido, sería deseable la obligación de informar un único precio de los productos crediticios (el costo financiero total), y no varios (tasa de interés parcial), que terminan abrumando y confundiendo al cliente no especializado.

**e) Bancarización:** quizás las mejores iniciativas –no tanto en resultado, sí en su naturaleza– que puede acreditarse esta administración sean las destinadas a ampliar la bancarización (cuenta básica, transferencias gratuitas) y una mayor cobertura geográfica de los servicios bancarios. Entre otros avances, el nuevo plexo normativo también amplió el perímetro de supervisión del Banco Central (cámaras compensadoras, remesadoras y transportadoras de caudales), que era difuso, y formaliza un esquema de protección de los derechos de los usuarios de servicios, todavía desprotegidos frente a algunos abusos de los contratos financieros.

En definitiva, que el Banco Central se haya transformado en la agencia casi exclusiva de financiamiento al Tesoro no es inocuo; no sólo en términos macroeconómicos (inflación), sino también patrimoniales para la autoridad monetaria, que se traducen en una menor calidad de los activos, persistente incremento de los pasivos, mayor exposición al sector público, y erosión del patrimonio neto. Así, en un momento de tensión financiera, no sólo limita su poder de fuego sino que inclusive podría retroalimentar el estrés: el Central necesitará de más inflación para licuar sus pasivos (pesos emitidos) y más devaluación para valorizar sus activos (reservas).

#### 4. COYUNTURA ELECTORAL: CEPO, BLANQUEO, PRECIOS CONGELADOS, TECHO DE TASAS

La política económica en general, y monetaria y cambiaria en particular, aparece condicionada desde mediados de 2011 por un déficit cambiario persistente, que desafía la necesidad política de primer orden del Gobierno (no quedarse sin reservas), y que no responde a patrones culturales ni a operaciones conspirativas: los argentinos, como los tailandeses o los noruegos, compramos lo que está barato, como el dólar oficial tras varios años de haber perdido la carrera contra la inflación.

Si hubiéramos sido capaces de “seducir” en lugar de “espan-tar” los US\$ 80.000 millones que se fueron entre 2007 y 2011 (antes del cepo), hoy estaríamos enfrentando problemas de abundancia y no de escasez de divisas, como nuestros vecinos uruguayos, peruanos o chilenos.

Las restricciones cambiarias no reflejan una repentina voracidad regulatoria ni un giro ideológico del Gobierno al iniciar su noveno año de mandato, sino la vocación de reprimir la demanda ante la escasez de divisas. Hoy es difícil importar, viajar, comprar y vender inmuebles; complicado girar utilidades, disponer de efectivo en el exterior; imposible ahorrar en divisas.

Más allá de su eficacia para contener la demanda, el cepo no es gratuito: automáticamente desapareció la oferta voluntaria, no sólo de residentes argentinos, sino del crédito externo para empresas o bonos públicos de provincias y de inversión extranjera directa en activos locales. Corolario, las reservas siguen cayendo.

El *dólar blue* es hijo del cepo: si se raciona la demanda por cantidad, la escasez se refleja en el precio. Para buena parte de las transacciones económicas, la devaluación ya ocurrió: blue para ahorrar, CEDIN para propiedades, contado con liqui para girar al exterior, dólar soja para producción agropecuaria, dólar turista para viajar; paridades múltiples de un mercado con demanda reprimida y oferta compulsiva.

Soslayar el mercado informal no es una buena idea: no importa su tamaño, sino su efecto nocivo sobre las expectativas inflacionarias y devaluatorias, la postergación de la inversión por incertidumbre, y el contagio al mercado formal de divisas por retraso de la oferta (se posterga la liquidación de granos, los turistas extranjeros no venden en el circuito legal) y anticipo de la demanda (salida de depósitos en dólares).

El blanqueo es el fracaso del cepo: a pesar de la represión de la demanda, el Central sigue sufriendo una persistente sangría de reservas (US\$ 6.000 millones en 2011, US\$ 3.000 en 2012, no menos de US\$ 7.000 en 2013). El indulto fiscal, de resultados efímeros y daño permanente a la cultura tributaria, procura acercar algunas divisas en el año electoral.

El congelamiento de precios es un antifebril para evitar



convulsiones, pero de efectos transitorios si no se combate la infección. Por el contrario, reprimir los síntomas puede resultar contraproducente cuando desaparezca el efecto balsámico.

A mediados del primer semestre de 2013, el Banco Central brindó saludables indicios de cambio de estrategia, convulsiando –y hasta impulsando- subas de la tasa de interés para contener la suba del dólar paralelo, en combinación con otras dependencias públicas que habrían ofrecido activos en moneda extranjera (bonos), a fin de brindar alternativas de dolarización que compitieran con el mercado informal.

No obstante, la autoridad monetaria sigue moviéndose dentro de estrechos márgenes políticos, que no tardaron en poner límites a la suba de la tasa de interés (asociado al período pre-electoral), y en impulsar instrumentos de dudosa eficacia, como los controles informales a las operaciones cambiarias.

La estrategia de usar el “libro” los días pares y el “látigo” los impares, no preanuncia éxito, sino volatilidad de la paridad informal (y de las expectativas inflacionarias y devaluatorias).

## 5. ESCENARIO POST-ELECTORAL: MÁS DE LO MISMO O ESTRATEGIA CONSISTENTE

Aunque al principio parezcan inofensivos, los efectos de una adicción son acumulativos. Tras varios años de registros inflacionarios cercanos al podio internacional, el atraso cambiario no da para más. Conspicuos funcionarios refuerzan esa idea, con peligroso efecto bumerán, cuando advierten al ahorrista que, en los últimos años, “el que apostó al dólar perdió”. Sabe el ahorrista, “más por viejo que por zorro”, que en materia de rendimiento financiero a mediano plazo, el futuro suele ser la inversa del pasado.

El actual tipo de cambio real es 30% inferior al de mediados de 2009; que no sería tan preocupante si el piloto no diera muestras de obstinación. El record del déficit comercial manufacturero (casi duplica al del peor año de la convertibilidad) o el estancamiento del empleo (el salario en dólares es 40% superior al de fines de 2001) ponen de manifiesto el límite del atraso cambiario, que irá mutando de incipiente y curable, a agudo y con pronóstico reservado.

Mientras tanto, será imposible remover el cepo mientras no se haga nada con la inflación. Como los controles tienen rendimientos decrecientes (cada vez menos eficacia y más



costos), la secuencia “adictiva” suma alcances, frecuencia y agresividad para contener los daños colaterales de la medida anterior.

Los acuerdos de precios y salarios pueden ser complementarios, no sustitutos de políticas fiscales y monetarias anti-inflacionarias. Aisladamente, sólo tienen efectos balsámicos de corto plazo. Pueden inventarse las más variadas alquimias financieras, vestidas bajo sofisticados esquemas de tipos de cambio múltiples, o con disfraces más rudimentarios como escuadrones caninos olfateando maletines en la “city”, que darán resultados efímeros si no se enfrenta el problema inflacionario.

No hacer nada no parece una opción, como lo refleja la evolución del mercado cambiario informal. Si se persiste en la estrategia de los últimos años, cabe citar la reflexión que se atribuye a Einstein: “sería una locura esperar resultados distintos si seguimos haciendo lo mismo”.

No habrá solución al problema inflacionario sin el esfuerzo concurrente del Banco Central: mientras siga emitiendo en torno al 30% anual, la inflación no bajará. Pero paradójicamente, una reacción aislada de la autoridad monetaria podría ser contraproducente. Si antes no tendiera a reestablecerse cierto equilibrio fiscal, los ahorristas percibirían la insostenibilidad de una política monetaria disociada de las necesidades del Tesoro sin acceso a otras fuentes de financiamiento.

En consecuencia, no habrá convergencia al equilibrio sin un programa anti-inflacionario que respete algunos criterios básicos:

a) Gradualismo: sin prisa pero sin pausa. No será posible –ni conveniente– procurar una reducción brusca de la inflación, sino gradual pero persistente –sin reversiones letales para la

credibilidad del programa– para guiar las expectativas de los agentes y converger a una inflación de un dígito bajo en un plazo de tres años.

b) Consistencia: una medida aislada no sólo sería inútil sino contraproducente. Por ejemplo, que el Banco Central intentara racionalizar su política monetaria con necesidades fiscales insaciadas.

c) Secuencia: postular inicialmente un acuerdo de precios y salarios sería como “empezar a cenar por el postre”. Antes el “anfitrión” (Gobierno) debe disponer los ingredientes adecuados para una cena frugal:

- No hay chance de alinear expectativas sin termómetro confiable.
- Coordinación y publicación de un “sendero desinflacionario” entre el Ejecutivo y el Banco Central, que asegure enfoque de equilibrio general y prioridad en la agenda pública, comprometiendo a la autoridad monetaria (pautas de emisión monetaria, límites al financiamiento público, uso de reservas como última instancia, neutralidad de la tasa de interés) y a las carteras que regulan las variables nominales de gasto público (Economía), salarios (Trabajo), tarifas y subsidios de servicios públicos (Interior, Planificación).
- Luego podrá convocarse a empresarios y sindicatos para adecuar sus expectativas y comportamientos, minimizando el costo en términos de nivel de actividad.

Por otro camino la inflación también puede bajar, pero “por las malas” y con mayor costo social. Desde hace rato sabemos que las crisis se incuban por gastar a cuenta en períodos de abundancia.