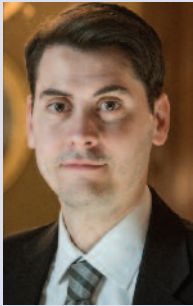


# Política monetaria y desinflación: en busca de la consistencia



Lic. Manuel Oyhamburu\*

La actual política monetaria no parece consistente con las metas de inflación planteadas a corto y mediano plazo. A causa del enorme déficit fiscal, el Banco Central incrementa en exceso la Base Monetaria, lo que provoca un aumento general de los precios y, asimismo, de los Pasivos Remunerados para morigerar el excedente monetario.

**N**o hay duda de que para poder eliminar la inflación es necesario evitar que la cantidad de dinero se incremente a un ritmo superior al que aumenta el producto real de la economía. Cualquier incremento de la cantidad de dinero por encima de este ritmo se traducirá en un aumento general de precios, es decir, en inflación. La velocidad del aumento de precios (la tasa de inflación) dependerá de la velocidad con la que se incrementen los medios de pago por unidad de producto potencial. Por lo tanto, el exceso de incremento de **Base Monetaria (BM)** sobre la producción definirá la tasa de inflación.

A partir de esta premisa, aceptada por casi todos los economistas profesionales en el mundo y contrastada empíricamente, la política actual del Banco Central de la República Argentina (BCRA)

parece inconsistente con las metas de inflación planteadas para 2017 y los años siguientes.

Las metas de inflación del BCRA son las siguientes:

- 2017 - Rango 12% a 17%
- 2018 - Rango 12% a 8%
- 2019 - Rango entre 6,5% y 3,5%, con un promedio del 5%.

En solo seis meses de 2017 ya se llegó al piso del rango de la meta, con una tasa de inflación que, por ahora, se mantiene en niveles similares a los de 2015

(según el indicador que se tome, puede dar muy levemente por encima o por debajo, pero en promedio la inflación del primer semestre es similar a la del mismo período de 2015).

La visión de que la actual política monetaria no parece consistente con las metas de inflación planteadas no solo se basa en la evolución de la tasa de inflación del primer semestre, también se verifica en los datos de la evolución del Balance del BCRA de los últimos meses.

Tasa de crecimiento interanual de la BM\*



\* Media móvil de 10 días  
Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA



### UN PELIGRO PARA LA INFLACIÓN.

*“El aumento de la Base Monetaria es la materia prima de la creación de oferta de dinero, por lo tanto supone un peligro para la inflación” (Alan Greenspan, “La era de las turbulencias”).*

Un tema muy relevante a considerar es que el BCRA actúa con cierta particularidad respecto de otros muchos Bancos Centrales del mundo, como es el caso de la Reserva Federal de los Estados Unidos, ya que la mayor parte de la absorción de exceso monetario la realiza incrementando otros pasivos (principalmente LEBAC y en menor medida pasivos), que aquí denominaremos **Pasivos Remunerados (PR)**. Esta cuestión no es menor, debido a que el incremento de la BM estará vinculado inexorablemente al stock de estos Pasivos Remunerados y a la tasa de interés con la que se los remunera. Veamos cómo funciona.

#### Caso 1: Sin crecimiento de Pasivos Remunerados

Supongamos que el BCRA quiere evitar que el stock de pasivos remunerados, por los que paga un interés, siga creciendo;

así, el incremento de la BM quedará definido por:

$$\Delta BM = i \times PR$$

Y la tasa de incremento de la BM, estará definida por:

$$\frac{\Delta BM}{BM} = \frac{i \times PR}{BM}$$

Si no hay otro factor que genere un aumento en la Base Monetaria, y si el BCRA no quiere seguir incrementando los Pasivos Remunerados, la tasa de crecimiento de BM dependerá de la tasa de interés y de la razón entre el stock efectivo del PR y la BM.

Es decir, la nueva Base Monetaria será:

$$BM_{t+1} = i_t \times PR_t + BM_t$$

Y la tasa de variación de la BM en cada período vendrá dada por:

$$\frac{BM_{t+1}}{BM_t} - 1 = \frac{i_t \times PR_t}{BM_t}$$

Obsérvese que si el ratio PR/BM es igual a 1, la Base Monetaria crecerá al ritmo de la tasa de interés que se paga por el Pasivo Remunerado; pero si PR/BM es superior a 1, para evitar que PR continúe creciendo, necesariamente BM deberá aumentar a una tasa superior que la tasa de interés que se paga por PR.

Las condiciones iniciales de BM son relevantes y, si la tasa de interés se mantiene inalterada, con el correr del tiempo la tasa de incremento de la BM deberá ir bajando gradualmente.

Si el BCRA quiere evitar que el stock de pasivos remunerados continúe incrementándose, siempre que no haya otros factores de expansión, la Base Monetaria crecerá de acuerdo con el interés que paga por sus pasivos remunerados, y la tasa de incremento dependerá de este interés y del ratio PR/BM. Con el tiempo, si la tasa de interés baja o se mantiene constante, la tasa de incremento de BM tenderá a cero.

La situación actual es la siguiente:

**PR = AR\$979.000 Millones**  
(AR\$40.000 en Pases y  
AR\$939.000 en LEBAC).

**BM = AR\$871.000 Millones**

La tasa que el BCRA paga actualmente por PR es cercana al 26,5%. Se considera un promedio de la tasa que paga por operaciones de pases y las LEBAC más cortas. Si bien es cierto que las LEBAC de mayor plazo tienen una tasa algo menor, no es menos cierto que cerca del 70% del stock de LEBAC se concentra en los

plazos más cortos, por lo cual esa tasa es un buen indicador de la realidad.

Por lo tanto, bajo los supuestos expuestos, si el BCRA quisiera evitar que el stock de pasivos remunerados continuara creciendo, la BM debería aumentar en los próximos 12 meses un 29,79%, algo que no es demasiado compatible con una inflación del 17%.

Si se pretende que PR no varíe, dada la relación PR/BM actual, manteniendo la tasa que el BCRA paga por PR en los niveles actuales, se puede demostrar que llevaría entre 9 y 10 años que la BM creciera a un ritmo compatible con una inflación del 5% anual (En este cálculo se consideró la cantidad de años necesaria para que la BM, dadas las condiciones iniciales, crezca alrededor 8.75% anual. Dado un incremento del PBI real de 3,75%, esto estaría en línea con una inflación del 5%).

Se podría argumentar, con buen criterio, que la alternativa es que la tasa de interés baje; esto tiene sentido en la medida en que las expectativas de inflación se reduzcan. Justamente, el espíritu de este artículo es mostrar que para que esto ocurra el incremento actual y futuro de la BM tiene que ser compatible con las metas mencionadas.

### Caso 2: Con crecimiento en el stock de Pasivos Remunerados

Imaginemos por un instante el fenómeno contrario; supongamos que el objetivo es mantener a raya la tasa de incremento de BM (Podríamos incorporar una política basada en el agregado M2. Para

la Argentina, dado el bajo impacto del multiplicador monetario, considerar el incremento de BM es una aproximación a la tasa de incremento en el largo plazo de M2. Parte de la argumentación se debe al bajo impacto que tiene el circuito de depósitos y créditos en la creación secundaria de dinero. De hecho, la crítica de este trabajo al BCRA es por su adopción de una política basada en la tasa de interés, que actúa principalmente por el canal del crédito, más que en la tasa de incremento de M0). Es este caso, la BM se transformaría en una constante y el stock de PR crecería al siguiente ritmo:

$$\Delta PR_t = i \times PR_t$$

$$\frac{(PR_{t+1} - PR_t)}{PR_t} = \frac{i \times PR_t}{PR_t} = i$$

La cuestión aquí es que, a diferencia de la Base Monetaria, si la tasa que se paga para remunerarlos no varía, a medida que pasa el tiempo, el stock de PR crece a la misma tasa  $i$ , ya que comienza a jugar la composición del interés.

$$\text{Stock}PR_{t+n} = \text{Stock}PR_t \times (i+1)^n$$

Recordemos que, en el caso de la BM, la tasa de crecimiento iba disminuyendo gradualmente; sin embargo, para el PR la tasa de crecimiento se mantiene al mismo ritmo, que viene determinado por la tasa de interés. Otra cuestión es que la tasa de incremento será independiente de las condiciones de stock iniciales.

En este sentido, partiendo de la situación actual y con los supuestos establecidos, si el BCRA quiere que la BM se mantenga

constante y la tasa de interés no varíe, el PR crecerá al 26,5% anual de aquí en adelante (En realidad, la tasa efectiva anual será algo mayor, ya que el plazo de los pasivos es menor al año. El efecto del interés compuesto hace que la tasa efectiva anual sea mayor a la nominal del 26,5%).

Ahora bien, si este fuera el caso, en menos de tres años estaríamos diciendo que el PR del BCRA más que duplica la BM. Una política de este tipo sería insostenible ya que, si se recuerda el **Caso 1**, en algún momento será necesario frenar el aumento de PR y la Base Monetaria deberá crecer a  $i \times PR/BM$ . Si PR/BM es 2,5, la BM crecerá inicialmente a un ritmo de dos veces y media la tasa de interés que se pague...

### Caso 3: Una combinación

Si el BCRA quisiera seleccionar un mix entre el incremento de BM y stock de PR, ¿cuál debería ser la elección?

Imaginemos que se desea mantener inalterada la relación PR/BM en el tiempo, por lo tanto, PR y BM deberían crecer a la misma tasa. Esta tasa es un mínimo para el incremento de BM, a partir de la cual cualquier guarismo mayor satisface el cumplimiento de una reducción gradual y permanente en la relación PR/BM. Actualmente, esa tasa mínima es 13,239% (ver Cuadro 1).

Obsérvese que a partir de esta tasa de incremento de BM, cualquier tasa superior permite disminuir cada vez más el ratio PR/BM, con independencia de que la tasa de interés permanezca constante.

Cuadro 1

Período (años)	i del PR	Stock de PR que habría si $\Delta$ BM=0	Stock PR con BM en crecimiento	Stock de BM	Tasa de crecimiento elegida para la BM	Tasa de crec. del PR	Relación PR/BM
0	26,50%	979.000	979.000	871.000			1,124
1	26,50%	1.238.435	1.116.290	993.145	14,024%	14,024%	1,124
2	26,50%	1.566.620	1.272.834	1.132.418	14,024%	14,024%	1,124
3	26,50%	1.981.775	1.451.330	1.291.223	14,024%	14,024%	1,124
4	26,50%	2.506.945	1.654.858	1.472.298	14,024%	14,024%	1,124
5	26,50%	3.171.285	1.886.927	1.678.765	14,024%	14,024%	1,124
6	26,50%	4.011.676	2.151.541	1.914.187	14,024%	14,024%	1,124
7	26,50%	5.074.770	2.453.264	2.182.623	14,024%	14,024%	1,124
8	26,50%	6.419.584	2.797.298	2.488.703	14,024%	14,024%	1,124
9	26,50%	8.120.774	3.189.579	2.837.706	14,024%	14,024%	1,124
10	26,50%	10.272.779	3.636.872	3.235.652	14,024%	14,024%	1,124

La tasa del 14,024% surge de repartir el crecimiento, de acuerdo con la tasa de interés continua, en partes iguales entre BM y PR.

Ésta es la única tasa de incremento para la BM que determina un crecimiento constante en PR, manteniendo la relación PR/BM inalterada. *Cualquier tasa superior hará que el ritmo de incremento de PR se reduzca en el tiempo.*

Si el BCRA intenta una política de este tipo, aun sin disminuir la tasa de interés e incluso proponiendo ciertos aumentos puntuales ante la necesidad de incrementar esporádicamente la BM por un factor determinado

(por ejemplo, por aumento de Reservas Internacionales), la máxima autoridad monetaria podrá obtener una inflación relativamente baja y estable para el largo plazo, y al mismo tiempo lograr una dinámica sostenible desde el punto de vista del Balance del BCRA (por lo menos, desde su pasivo). En este sentido, los Pasivos Remunerados irían disminuyendo en relación con el pasivo no remunerado (BM).

Nuevamente, lo relevante de esta cuestión es que, **incluso sin bajar la tasa de interés**, iniciando una política de aumento en la BM compatible con metas de infla-

ción cumplibles, dadas las condiciones iniciales, se podrían obtener resultados estables y sostenibles. Una baja gradual de tasas serviría para mejorar y acelerar el proceso (ver Cuadro 2).

Llegado este punto, la cuestión es: ¿Por qué un Banco Central liderado por un Directorio capaz y con amplia experiencia no parece estar trabajando en este sentido?

La respuesta a este interrogante es muy sencilla: **El BCRA aún mantiene un sesgo expansivo adicional de BM a causa del enorme déficit fiscal.** Ampliemos el modelo e introduzcamos el activo del BCRA en el análisis.

Cuadro 2

Período (años)	i del PR	Stock de PR que habría si $\Delta$ BM=0	Stock PR con BM en crecimiento	Stock de BM	Tasa de crecimiento elegida para la BM	Tasa de crec. del PR	Relación PR/BM
0	26,50%	979.000	979.000	871.000			1,124
1	23,00%	1.238.435	1.081.655	1.027.780	18,00%	10,49%	1,052
2	18,00%	1.523.275	1.176.269	1.181.947	15,00%	8,75%	0,995
3	13,00%	1.797.465	1.281.622	1.288.322	9,00%	8,96%	0,995
4	11,00%	2.031.135	1.332.284	1.404.271	9,00%	3,95%	0,949
5	9,00%	2.254.560	1.352.450	1.530.656	9,00%	1,51%	0,884
6	8,00%	2.457.470	1.336.412	1.668.415	9,00%	-1,19%	0,801
7	8,00%	2.654.068	1.293.168	1.818.572	9,00%	-3,24%	0,711
8	8,00%	2.866.393	1.232.949	1.982.243	9,00%	-4,66%	0,622
9	8,00%	3.095.705	1.153.184	2.160.645	9,00%	-6,47%	0,534
10	8,00%	3.343.361	1.050.980	2.355.103	9,00%	-8,86%	0,446



## Caso 4: La BM cuenta con otros factores de expansión

En este caso, la BM no sólo se incrementa debido al interés del PR sino también por otros factores:

$$\frac{\Delta BM}{BM} = \frac{(i \times PR)}{BM} + \frac{\Delta AD}{BM} + \frac{\Delta RI}{BM} - \frac{\Delta PR}{BM}$$

En este último punto basta ver que, al igual que antes, las condiciones iniciales son relevantes, y que el cambio en la BM no depende exclusivamente del pasivo remunerado y de la tasa de interés que se paga por éste. Veámoslo con un ejemplo: si los Adelantos Transitorios (AD) implican un incremento del 15% anual de BM, la marcha del último cuadro mostrado para el **Caso 3** se alteraría notablemente (Ver Cuadro 3).

Se puede observar el notorio deterioro en el Balance del BCRA en estas circunstancias, debido a que su pasivo se incrementa más rápido que su activo y, sobre todo, a que la relación PR/BM empeora, ya que su pasivo remunerado crece más que su pasivo no



### DINERO ESPURIO.

*“La causa próxima de la inflación es siempre y en todas partes la misma: un incremento demasiado rápido de la cantidad de dinero en circulación con respecto a la producción” (Milton Friedman, “Paro e Inflación”).*

remunerado. Ya se demostró en el **Caso 1** que en cualquier momento, si se pretende que el pasivo remunerado deje de crecer, la BM debería crecer adicionalmente: .

Dado que el PR no puede crecer eternamente, en algún momento habría que permitir que la BM crezca más, y el ritmo de ese crecimiento se tornaría incompatible con cualquier política de baja inflación.

El factor de explicación adicional para el crecimiento de la BM son los Adelantos Transitorios, nominados en la misma moneda que el pasivo. En el ejemplo, el Activo del BCRA (AD) crecería al 15% pero el pasivo (BM+PR) aumentaría más. ¿Cuánto más aumentaría? Ello dependerá de la tasa de interés y de la relación elegida entre PR/BM. Si bien se podría obtener un resultado en el cual el Activo creciera más rápidamente que el pasivo,

Cuadro 3

Periodo (años)	i del PR	Stock de PR que habría si $\Delta BM=0$	Stock PR con BM en crecimiento	Stock de BM	Incremento de BM por AT	Tasa de crecimiento elegida para la BM	Tasa de crecimiento del PR	Relación PR/BM
0	26,50%	979.000	979.000	871.000				1,124
1	23,00%	1.369.085	1.212.305	1.027.780	130.650	15%	18,00%	23,83%
2	18,00%	1.838.142	1.491.135	1.181.947	154.167	15%	15,00%	23,00%
3	13,00%	2.346.299	1.830.456	1.288.322	177.292	15%	9,00%	22,76%
4	11,00%	2.844.566	2.145.715	1.404.271	193.248	15%	9,00%	17,22%
5	9,00%	3.368.109	2.466.000	1.530.656	210.641	15%	9,00%	14,93%
6	8,00%	3.900.837	2.779.779	1.668.415	229.598	15%	9,00%	12,72%
7	8,00%	4.463.167	3.102.266	1.818.572	250.262	15%	9,00%	11,60%
8	8,00%	5.093.006	3.459.562	1.982.243	272.786	15%	9,00%	11,52%
9	8,00%	5.797.783	3.855.262	2.160.645	297.337	15%	9,00%	11,44%
10	8,00%	6.585.702	4.293.321	2.355.103	324.097	15%	9,00%	11,36%

esto duraría muy poco, ya que volveríamos al problema de raíz: PR/BM crecería muy rápidamente, algo que no puede ocurrir permanentemente; y nuevamente el sistema se haría inconsistente con una meta de inflación del 5% en el largo plazo.

Si la causa del incremento de BM es la compra de Reservas Internacionales, el razonamiento es el mismo. Ahora bien, la apreciación del Dólar podría mejorar la relación entre el Activo y el Pasivo. Sin embargo, esto solo podría ser una respuesta si, luego de la suba del tipo de cambio, el BCRA dejara de incrementar BM a causa de la compra de divisas; caso contrario, en poco tiempo se volvería a la misma situación o se necesitarían depreciaciones permanentes del Peso, algo que no es compatible con un modelo estable de baja inflación.

### Conclusiones:

En este artículo se intentó demostrar que la política que actualmente lleva a cabo el BCRA no parece consistente con una tasa de inflación del 17% para este año y del 5% en el mediano

plazo, principalmente porque la tasa de interés no alcanza por sí sola como un mecanismo de regulación de la tasa de crecimiento de la BM, el principal combustible de la inflación.

Actualmente, la tasa de interés impacta al morigerar la suba del tipo de cambio; sin embargo, como se demostró, esto es insostenible en el tiempo ya que, o bien el PR sube permanentemente (algo que no es viable) o en algún momento la BM deberá crecer más rápidamente, debido al incremento del ratio PR/BM.

Por último, si dadas las condiciones iniciales, el BCRA debe afrontar un factor adicional para la expansión de la BM, a una determinada tasa constante, las metas de inflación planteadas se volverán incompatibles con una política sostenible en el tiempo; ya que si se pusiera un objetivo de crecimiento de BM en línea con las metas de inflación de corto plazo, esto impactaría positivamente en la relación PR/BM, que a la larga, dada la tasa de interés, es lo que determinará el ritmo de crecimiento de la BM.

**Por lo tanto, lo que podría ser**

**viable en el corto plazo, se vuelve un obstáculo para lograr el objetivo de mediano y largo plazo; lo que normalmente se denomina: inconsistencia intertemporal.**

A pesar de estas observaciones “pesimistas”, se pudo demostrar que, con independencia de la tasa de interés escogida a corto plazo, se podría optar por una política centrada en la tasa de incremento de la Base Monetaria compatible con las metas de inflación, *generando un modelo intertemporalmente consistente*. Para esto es imprescindible que el BCRA abandone los aumentos permanentes en la BM como consecuencia de Adelantos Transitorios o compra de dólares al Tesoro. **La política de aumento de Reservas del BCRA debería centrarse solo en las compras al sector privado, lo que claramente estaría vinculado con un incremento en la demanda de dinero, no proveniente de un desequilibrio.**

La crítica expresada en esta nota es absolutamente constructiva y comprensible del papel esencial que cumple la credibilidad de la política monetaria para que el proceso de desinflación sea fructífero. Abandonar las metas haría perder credibilidad al BCRA, pero estar lejos de cumplirlas también.

Quizá es momento de abandonar el sesgo expansionista debido a la dominancia fiscal y centrarse en el control del crecimiento de la BM más que en la tasa de interés. Si el ratio PR/BM continúa creciendo, cumplir con un 5% de inflación en 2019 será literalmente imposible. Todavía se está a tiempo de cambiar... |

#### PRECIOS Y DINERO.

*“En el largo plazo el nivel general de precios se mueve al ritmo de la unidad de oferta monetaria, ya que los precios se definen en términos de dinero. Cuanto más dinero circule por unidad de producto más alto será el precio medio” (Alan Greenspan, “La era de las turbulencias”).*

\* Economista

Gerencia de Difusión y Desarrollo  
de Mercado de Capitales

