

Repensando el BCRA

Informe Mensual Septiembre

Jueves 30 de septiembre de 2010

labourcapitalgrowth

Castañeda 1873 – Oficina 17

(5411) 4787-2326

www.lcgsa.com.ar

contacto: info@lcgsa.com.ar

Editorial

La economía llegará a las cruciales elecciones presidenciales de 2011 con una combinación de alto crecimiento (aunque naturalmente menor que en 2010) y alta inflación. La estrategia del Gobierno será compensar a los empleados formales con incrementos salariales similares (o incluso por encima) a la suba de los precios, y a los jubilados y beneficiarios de planes sociales con subas nominales de las prestaciones y pagos puntuales por única vez, de forma de mantener un “mundo feliz” en términos de política de ingresos. Con buenos precios de los *commodities* y un real brasileño hiper fuerte, hay colchón (al menos en términos agregados) para que la economía resista la mayor apreciación real, ya que el tipo de cambio nominal seguirá acaparando todo el peso de la “lucha” contra la inflación. Y para mantener la demanda doméstica bien alta, el Gobierno contará con los recursos necesarios para implementar su política económica predilecta: el crecimiento desenfrenado del gasto público.

Si bien esta estrategia resulta claramente insostenible más allá del corto plazo, al kirchnerismo le permite llegar a las elecciones y luchar por alcanzar el mágico 40% en la primera vuelta. Claro está, dado los bajos niveles de aceptación actuales del matrimonio presidencial, queda la duda si las buenas noticias en términos de actividad económica serán suficientes para compensar el malestar generado por la inflación y recuperar el apoyo de aquellos sectores que se alejaron del Gobierno luego del conflicto con el sector agropecuario y la “profundización” del modelo.

Lo cierto es que en pos de recuperar el apoyo de la clase media poco ayudan algunos de los últimos gestos que dio el Gobierno: rol preponderante de Hugo Moyano al frente del PJ bonaerense, escalada del conflicto con la Corte Suprema (incumplimiento del fallo que obliga a reponer en el cargo al ex procurador Eduardo Sosa en Santa Cruz, recorte presump-

tario, marcha a Tribunales para presionar por el fallo inminente sobre la ley de medios –exabruptos de Bonafini incluidos-, etc), destrato a la clase media en el discurso de CFK en el Luna Park, etc. En este sentido, tampoco se entiende el maltrato público al cual sometió al Gobernador Scioli, la figura de mejor imagen dentro del conglomerado kirchnerista, prácticamente obligándolo a realizar tibios y sutiles gestos de diferenciación política. Es como si el Gobierno no pudiera contener su impulso natural a la polarización.

Las últimas noticias políticas no fueron favorables para el kirchnerismo: sorpresiva derrota de Yasky en la elección de la CTA, incipiente formación de un grupo de intendentes díscolos en la provincia de Buenos Aires, triunfos opositores en las elecciones de representantes de abogados y jueces ante el Consejo de la Magistratura, etc. Pero los recurrentes problemas de la oposición para alcanzar acuerdos en el Congreso y articular un discurso atractivo ante el electorado que exceda la mera crítica al kirchnerismo son la causa principal que explica que el oficialismo aún mantenga las esperanzas de ser reelecto.

De cara al futuro, el principal desafío que le tocará enfrentar a la economía argentina es la disminución de la inflación. El abordaje de la problemática inflacionaria deberá realizarse gradual e integralmente, de forma de lograr una coordinación de políticas macro consistentes con dicho objetivo. El BCRA deberá tener un rol preponderante. Recientemente, se confirmó a Mercedes Marcó del Pont al frente del BCRA (y a los directores Pesce y Farías, junto con la sorpresiva designación de Santiago Carnero), a la vez que circula un proyecto tendiente a modificar el artículo 3º de la Carta Orgánica (que fija la misión fundamental del BCRA). Teniendo en cuenta que el BCRA se ha transformado en los últimos tiempos en el prestamista de última instancia del Tesoro, el Informe analiza en detalle su evolución reciente y los requisitos que deberán cumplirse para lograr un posición intermedia entre la

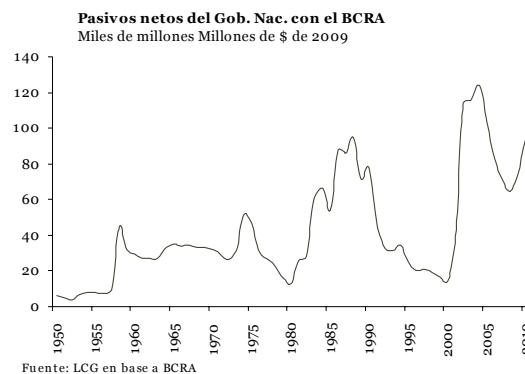
ficción de la “autonomía absoluta” de los ‘90s y la subordinación actual a las necesidades del Tesoro.

Vaivén

Preservar el valor de la moneda y la estabilidad del sistema financiero son los objetivos primarios de los bancos centrales de cualquier país desarrollado. La implementación de políticas tendientes a lograr esos objetivos no se deciden “aisladamente” por las autoridades monetarias sino que en la realidad existen distintos mecanismos tanto institucionales como informales de coordinación con el Gobierno. Creer en la ficción de un Banco Central completamente independiente de las autoridades económicas es una consecuencia heredada después de diez años de Convertibilidad. Tan sólo por citar un ejemplo, la Carta Orgánica de la Reserva Federal en los EE.UU. deja en claro la multiplicidad de objetivos al plantear que la FED “*determina la política monetaria para promover los objetivos de maximización del empleo, precios estables y moderadas tasas de interés de largo plazo.*”

En última instancia, la verdadera independencia del BCRA no pasa tanto por el grado de autonomía en la toma de decisiones de política económica sino por la capacidad de las autoridades monetarias para resistir las presiones para el financiamiento del Tesoro. Al igual que sucedió en nuestro país en otros aspectos de política económica, la cuestión referida a la independencia del BCRA ha tenido un comportamiento notoriamente pendular. **En los '70 y '80 estuvo subordinado al Tesoro, en los '90 fue ultra-ortodoxo y con el kirchnerismo se fue transformando progresivamente en el prestamista de última instancia del Tesoro.**

En los '70 y sobre todo en los '80, el BCRA debió emitir moneda para financiar los profundos desequilibrios fiscales, que fue uno de los factores clave que llevó a la aceleración inflacionaria y culminó con los picos hiperinflacionarios de 1989 y 1990 (a fines de los '80 el financiamiento neto al Tesoro

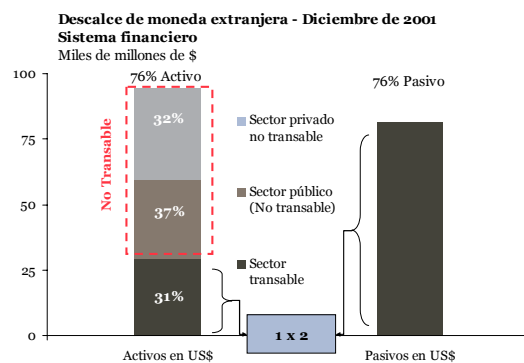
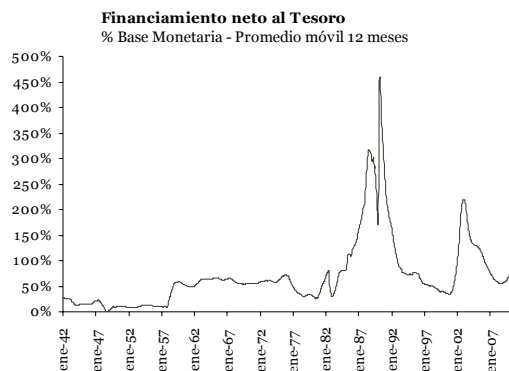


llegó a representar 3 veces el tamaño de la base monetaria y la mitad de los pasivos financieros del Banco Central).

A principios de los '90s, con la sanción de la Ley de Convertibilidad el rol del BCRA se modificó rotundamente. En el marco de un sistema de Caja de Conversión, la política monetaria se volvió completamente pasiva y el objetivo central de política pasó a ser el de defender la paridad fija de la moneda doméstica con respecto al dólar (como mecanismo de disciplinamiento de los precios internos) y preservar la estabilidad del sistema financiero (aunque sin contar con las herramientas para ser prestamista de última instancia). Dado que la base monetaria debía estar completamente respaldada por divisas, su expansión (o contracción) dependía del saldo del Balance de Pagos (y de forma particular del ingreso neto de capitales del exterior).

Sólo después del cimbronazo financiero que generó el efecto tequila a principios de 1995 se permitió un acotadísimo margen de discrecionalidad, a la vez que se implementaron modificaciones en la regulación bancaria y la creación del Seguro de Garantía de los Depósitos Bancarios. Pese a la creciente concentración y extranjerización de la banca (fomentada desde el BCRA como un forma de dotar de mayor solidez al sistema) y a la regulación preventiva (supuestamente entre las más estrictas del mundo), la experiencia de 2001-02 demostró la deficiencia del marco regulatorio del sistema financiero: se permitió un enorme descalce de monedas entre los activos y pasivos bancarios que obligó a un cuantioso rescate generalizado post abandono de la Convertibilidad.

Caída la Caja de Conversión, el rol del BCRA se modificó nuevamente: de un esquema de ancla cambiaria se pasó a uno de ancla monetaria, a la vez que la Carta Orgánica heredada de los '90s mantenía el principio de autonomía del poder político. En el corto plazo, la prioridad pasó por poner un dique de contención al derrumbe del sistema financiero con



el otorgamiento de redescuentos (tarea que se cumplió exitosamente) y estabilizar el tipo de cambio.

Dada la alta capacidad ociosa de la economía y la recomposición de la demanda de saldos reales, en una primera etapa existió un amplio margen para llevar a cabo una política monetaria fuertemente expansiva (el Gobierno hizo explícito su compromiso en materia de tipo de cambio real depreciado). Estas condiciones iniciales extraordinarias del contexto macro permitieron combinar altísimo crecimiento y baja inflación; naturalmente, **en la medida en que la economía comenzó a acercarse a su nivel potencial la problemática inflacionaria comenzó a emerger.**

El BCRA durante la gestión K

Perdida el ancla cambiaria, el BCRA implementó un esquema de metas de crecimiento de los agregados monetarios para incidir sobre la formación de las expectativas de inflación del sector privado. Dado que lo que se buscaba era controlar la cantidad de dinero, resultaba fundamental limitar explícitamente la expansión del crédito interno (y de forma particular el financiamiento al sector público), ya que un crecimiento desproporcionado impactaría sobre las tasas de interés, el tipo de cambio y las decisiones de ahorro-inversión privadas, que en última instancia terminarían afectando el nivel de precios interno. Una vez determinadas las metas cuantitativas, el BCRA debía utilizar las distintas herramientas de política disponibles (intervención en el mercado de cambios, esterilización, financiamiento al sistema bancario, nivel de liquidez) de forma consistente para poder cumplirlas.

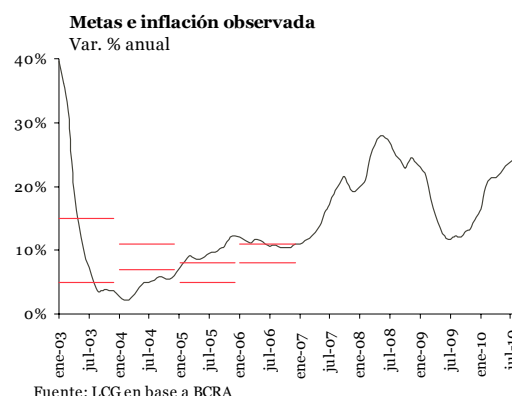
Así fue como a mediados de 2002 **se anunció el primer Programa Monetario, cuyo cumplimiento no era un**

fin en sí mismo sino un instrumento intermedio que permitiría alcanzar el objetivo central del BCRA (la estabilidad de precios). Complementariamente, se avanzó mucho en la transparencia y comunicación de las medidas implementadas por la autoridad monetaria, con la publicación periódica de distintos informes (bancos, estabilidad financiera, inflación, mercado cambiario, etc.).

En realidad, se pensaba en la utilización de metas monetarias como un primer paso que permitiera converger progresivamente hacia un esquema de metas de inflación. En una primera etapa (2003-04) el ancla monetaria resultó exitosa en términos de control a la inflación. Obviamente, la existencia de recursos ociosos en la economía permitió el fuerte crecimiento de la demanda sin generar presiones inflacionarias, aunque debe destacarse que esto se dio en el marco de políticas macro consistentes (superávit fiscal y coordinación en las negociaciones salariales) con una política monetaria expansiva que acompañó el incremento de la demanda de dinero.

Con la llegada de Redrado a la presidencia del BCRA (reemplazando a Prat Gay) no sólo **se abandonó el objetivo de mediano plazo de ir hacia un esquema de metas de inflación**, sino que el cumplimiento del Programa Monetario se transformó en un fin en sí mismo y no un medio para lograr la estabilidad de precios. Para ello, se realizaron distintos tipos de maquillajes contables con el único propósito de mostrar el cumplimiento de las metas monetarias pero que no tenían ningún impacto en la realidad¹.

Es precisamente a partir de 2005 que la inflación comienza a acelerarse. Es importante destacar que los

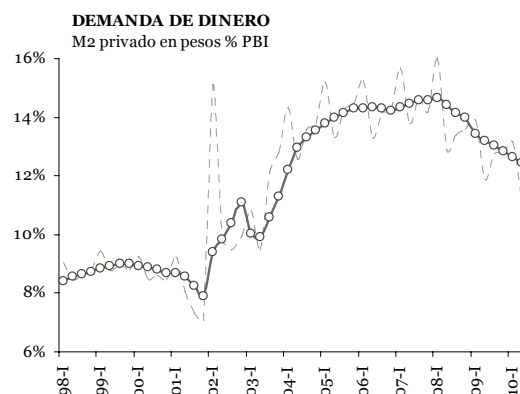


¹ A mediados de 2004 se cambió el *target* (adicionando los pasivos pasivos a la BM). Nuevamente, a partir de 2006 el *target* pasó a ser el M2 para convalidar una mayor expansión monetaria. Como el nuevo objetivo incluía a los depósitos del sector público y éstos tenían una fuerte incidencia en el M2, el BCRA influyó sobre los bancos públicos para que traspasaran a plazo fijo (no incluidos en el M2) los depósitos públicos a la vista. Para un mayor detalle ver el Informe Quincenal N° 37.

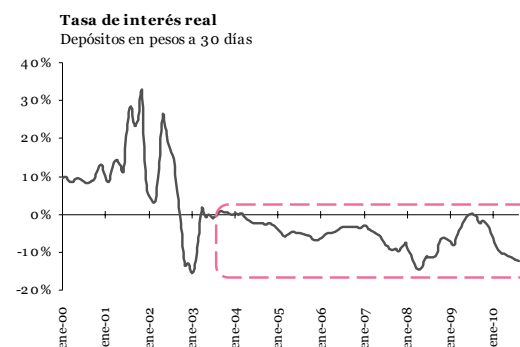
factores que explicaron el alza de la inflación exceden el ámbito de incumbencia del BCRA: el superávit primario se fue erosionando progresivamente (lo que imposibilitó al Tesoro seguir “ayudando” al BCRA con la compra de dólares), la economía se acercó a su nivel potencial, la progresiva descoordinación de las negociaciones salariales exacerbó la puja distributiva, etc. **Pero esta configuración de políticas macro “pro-inflación” no quita que la política monetaria del BCRA haya amplificado las presiones inflacionarias.**

La fijación de un objetivo de tipo de cambio competitivo requiere de forma indispensable de una adecuada coordinación de políticas macroeconómicas (fiscal, monetaria, bancaria, de ingresos, etc.) para poder controlar las presiones inflacionarias asociadas. En un contexto de precios internacionales elevados de los *commodities* y superávit comerciales abultados, el BCRA se ve obligado a emitir moneda para comprar el exceso de dólares y sostener la paridad cambiaria. Dado que la esterilización de la emisión tiene costos asociados (principalmente por la tasa de interés que deben pagar las letras del BCRA, además del efecto *crowding-out* que genera sobre el financiamiento al sector privado), se vuelve vital el rol que puede jugar el Tesoro auxiliando al BCRA en la compra de dólares con recursos genuinos generados por el superávit fiscal.

El progresivo deterioro de la posición fiscal hizo que el Sector Público pasara de ser contractivo a neutro en términos monetarios. Asimismo, **una vez que la demanda de dinero pareció alcanzar su techo en 2005, el mantenimiento del ritmo de expansión monetaria comenzó a impactar progresivamente sobre los precios.** Dado que las tasas de interés nominales se mantuvieron relativamente estables (con la excepción del primer semestre de 2009), la consecuencia natural de la aceleración inflacionaria fueron tasas de interés reales cada vez

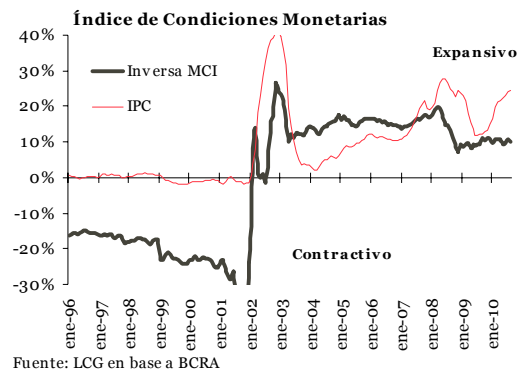


Fuente: LCG en base a BCRA



Fuente: LCG en base a BCRA

más negativas (promoviendo aún más el consumo privado ante la falta de alternativas de inversión). Al analizarse el efecto de **la política monetaria** (aproximado por el Índice de Condiciones Monetarias, que describe el impacto de la tasa de interés y el tipo de cambio en la economía) se observa que a lo largo **de toda la gestión K tuvo un sesgo claramente expansivo, que se mantuvo aún cuando la economía alcanzó su nivel potencial y se aceleró la inflación.**



Pese a este sesgo notoriamente expansivo de la política monetaria, lo cierto es que hasta 2008 la asistencia del BCRA al Tesoro se mantuvo acotada y dentro de los límites institucionales previstos por el esquema de adelantos transitorios (con la única excepción de la utilización de reservas –US\$ 9.500 M- a fines de 2005 para cancelar la totalidad de la deuda con el FMI, pero que tuvo un efecto neutro en términos monetarios domésticos). **Sin embargo, con el progresivo deterioro de la situación fiscal** (en buena medida por el afiebrado ritmo de crecimiento del gasto público) **se entró en una nueva etapa**, en la cual al **desinterés por la cuestión inflacionaria** se sumó el hecho de que **la línea divisoria entre el BCRA y el Tesoro se volvió cada vez más difusa.**

La delgada línea entre el BCRA y el Tesoro

En septiembre de 2003 se modificó por ley la Carta Orgánica del BCRA y se establecieron límites explícitos con respecto al margen con que el BCRA disponía para financiar al Tesoro: hasta el 10% de los recursos percibidos por el Gobierno nacional en los últimos doce me-

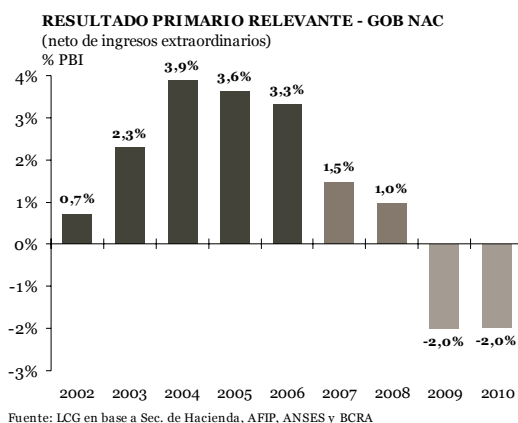
ses y hasta el 12% de la base monetaria². La restricción del 10% de los ingresos debía tener como destino exclusivo el pago de obligaciones en dólares a los Organismos Internacionales (por lo que el efecto monetario doméstico era neutro porque son dólares que no quedan en la economía local). Distintamente, el Gobierno podía disponer para su uso discrecional el límite referido a la base monetaria.

Hasta 2007, el financiamiento del BCRA al Tesoro se mantuvo dentro de los límites contemplados en la Carta Orgánica (que, debido al notable crecimiento de la recaudación y de la base monetaria, se ampliaron considerablemente)³. Pero el impactante crecimiento del gasto público (aún por encima de la tasa de expansión de los ingresos) implicó un progresivo pero persistente deterioro de la posición fiscal. Sin acceso a los mercados voluntarios de crédito, el Gobierno debió apelar a fuentes de financiamiento extraordinarias (resultado cuasifiscal virtual del BCRA, DEG del FMI, estatización AFJP, etc.) para sostener la expansión del gasto: **descontando los ingresos extraordinarios, el resultado primario pasó de 3,3% del PBI en 2007 a ser deficitario en 2% del PBI en 2010**. En este contexto, **el BCRA fue progresivamente transformándose en el prestamista de última instancia del Tesoro**.

El primer paso para desdibujar la línea divisoria entre el BCRA y el Tesoro se dio en con la reforma de la Carta Orgánica incluida en la Ley de Presupuesto 2009, por la cual se permitió utilizar el límite del 10% de los ingresos para cancelar también las obligaciones de deuda en moneda extranjera (acreedores privados). Esta modificación le permitió al Tesoro obtener financiamiento adicional por US\$ 3.000 M, que, distintamente al pago a organismos internacionales, puede tener efecto monetario expansivo (en la medida en que las obligaciones pagadas se transformen en pesos) rompiendo

² Art. N° 20 de la Carta Orgánica del BCRA.

³ Obviamente, la única excepción fue la utilización de reservas para cancelar la deuda con el FMI mencionada más arriba.



con la lógica para la cual fue creado anteriormente este mecanismo de financiamiento.

Desde 2009, el BCRA debió transferirle cuantiosas sumas en concepto del resultado cuasifiscal “virtual”, que son ganancias meramente contables asociadas a la depreciación del tipo de cambio y a la recuperación de los títulos públicos. Por este concepto se transfirieron US\$ 1.200 M en 2009, cifra que se incrementó a US\$ 5.100 M (\$ 20.000 M) en 2010 y tendrá un monto algo menor en 2011. También en 2009, el BCRA le transfirió al Tesoro US\$ 2.500 M por los DEG recibidos por la capitalización del FMI. Más allá de las cuestiones contables (fue computado –erróneamente– como un ingreso corriente arriba de la línea) y de lo apropiado de la decisión, lo cierto es que en última instancia la transferencia tuvo un efecto monetario expansivo.

El corolario de esta secuencia se produjo con el conflicto generado a partir del fallido “Fondo del Bicentenario” que resucitó en su versión “Fondo del Desendeudamiento Argentino”, por el cual el BCRA puede financiar al Gobierno todos los vencimientos de deuda en moneda extranjera⁴. Contemplado originalmente para pagar todos los vencimientos del 2010 (US\$ 6.600 M), el proyecto de Presupuesto recientemente enviado al Congreso lo incluyó también para los vencimientos de 2011 (por US\$ 7.500 M).

Lo paradójico de esta situación es que los programas financieros en dólares del Gobierno Nacional (tanto 2010 como 2011) estaban prácticamente cerrados antes de la implementación de los FDA. En el caso de 2010, el FDA fue finalmente de US\$ 4.700 M, pero el Tesoro sólo necesitaba US\$ 700 M⁵. De esta forma, y como habíamos adelantado en enero, el Go-

⁴ Siempre y cuando cuente con “reservas de libre disponibilidad”, que se calculan como el exceso de reservas internacionales sobre la base monetaria.

⁵ Para 2011 el Tesoro sólo necesita 1/3 del FDA (US\$ 2.700 M).

RESULTADO CUASIFISCAL BCRA

Millones de \$

	2006	2007	2008	2009	2010 e
1. RESULTADO OPERATIVO	1.122	1.626	-2.957	-1.213	-1.952
1.1 Resultado financiero	1.770	1.305	-1.213	-2.949	-3.547
1.1.1 Ingresos	6.274	8.192	6.874	3.932	6.428
Reservas	3.071	5.613	4.345	1.347	3.291
Títulos públicos	1.754	2.122	2.272	2.489	2.987
Créditos al sist. fin.	1.392	344	158	55	50
Otros	57	113	99	41	100
1.2 Egresos	-4.505	-6.888	-8.087	-6.881	-9.975
Títulos BCRA	-3.661	-6.278	-6.822	-5.537	-8.400
Otros	-843	-610	-1.265	-1.344	-1.575
1.2 Negociación de futuros	-151	641	-979	2.817	3.000
1.3 Gastos operativos y otros	-497	-319	-765	-1.081	-1.405
2. DIFERENCIAS DE COTIZACIÓN	2.595	6.151	7.543	24.588	19.855
Tipo de cambio	2.159	6.944	15.418	15.845	16.089
Títulos públicos (sin efecto TC)	370	-1.240	-6.502	10.561	4.769
Otros	66	446	-1.374	-1.818	-1.000
RESULTADO CUASIFISCAL (1 + 2 + 3)	3.716	7.777	4.586	23.375	17.903
Transferido al Tesoro (año posterior)	1.150	4.510	4.500	20.205	

Fuente: LCG en base a BCRA y Sec. de Hacienda

PROGRAMA FINANCIERO EN USD

Miles de millones de US\$

	2010	2011
1. OBLIGACIONES BRUTAS	-8,9	-9,9
2. REFINANCIACIÓN Y FUENTES	6,1	5,2
2.1 Sector público	2,3	1,4
2.2 Org. Internacionales	3,8	3,8
3. FINANCIAMIENTO BCRA	6,8	9,6
3.1 Adelantos transitorios	0,0	2,1
3.2 Pago a Org. Int. con RLD	2,2	0,0
3.3 Fondo del desendeudamiento Arg.	4,7	7,5
EXCEDENTE DE USD QUE SE CONVERTIRÁN A PESOS PARA FINANCIAR GASTO PÚBLICO	3,9	4,9

Fuente: LCG en base a Sec. de Finanzas, ANSES y BCRA

bierno no necesitaba las reservas para cumplir los vencimientos de deuda en dólares, sino que el objetivo primordial era el financiamiento del crecimiento del gasto público (vía emisión de pesos). Este es uno de los motivos (conjuntamente con el abultado superávit en cuenta corriente y el cambio de signo de la dolarización de portafolios) que explica por qué el nivel actual de reservas es superior al existente en enero pasado.

Si bien el abultado nivel de reservas permite justificar en un caso de necesidad puntual la utilización de parte del stock acumulado para cumplir con el pago de las obligaciones de deuda, la experiencia reciente en Argentina demuestra que su instrumentación se debió más que nada a errores de política económica (la imposibilidad de acceder al financiamiento externo como consecuencia de la incapacidad de alcanzar un acuerdo con el Club de París y el descrédito del INDEC) y con el único propósito de sostener el ritmo de expansión del gasto.

Como se observa claramente, **la progresiva mimetización entre el BCRA y el Tesoro empezó mucho antes de la salida de Martín Redrado al frente del BCRA.** Entre 2006 y 2010, el BCRA financió al Tesoro por US\$ 36.000 M⁶, lo que representa un promedio de 3% del PBI por año. Más allá de la coyuntura actual, lo cierto es que **para un país con la traumática historia monetaria que tiene la Argentina la cuestión referida a la “independencia” del BCRA (entendida como el margen acotado de financiamiento al Tesoro) es un aspecto institucional clave para garantizar la estabilidad de precios.**

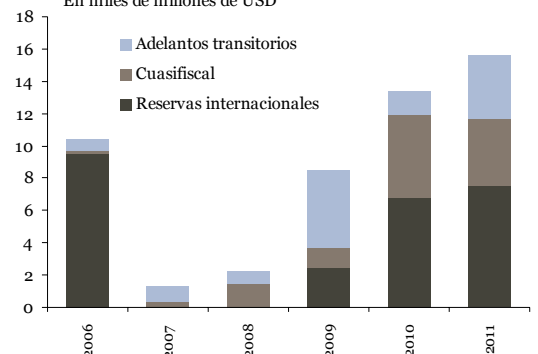
La crisis financiera internacional ha obligado a los bancos centrales de los países desarrollados a intervenir activamente para sostener el funcionamiento del sistema financiero y la actividad económica a través de una política monetaria con-

BALANCE CAMBIARIO 2010

Sector privado: exceso (+) / necesidad de divisas (-)	9,1
Superávit comercial	16,5
Dolarización	-9,4
Resto	2,0
Sector público: exceso (+) / necesidad de divisas (-)	-2,9
Pagos brutos	-8,9
Renovación sector público (capital)	2,3
Nuevos préstamos Org. Int.	3,8
OFERTA / DEMANDA DE DÓLARES	6,2
Pago deuda con Reservas	-2,9
. A Organismos Internacionales	-2,2
. A acreedores privados con FDA	-0,7
Var. Reservas Internacionales	3,3

Fuente: LCG en base a BCRA

BCRA: financiamiento al Tesoro
En miles de millones de USD



Fuente: LCG en base a BCRA

⁶ En 2011, estimamos transferencias por US\$ 16.000 M adicionales.

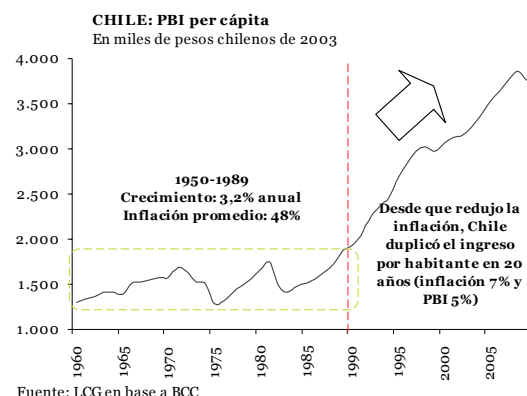
tracíclica de hiper-liquidez (comprando activos tóxicos del sistema financiero en los EE.UU., adquiriendo bonos del Tesoro en Gran Bretaña, etc.). Obviamente, semejante intervención ha llevado a un replanteo con respecto al rol que deben cumplir los bancos centrales, máxime en escenarios de *stress* que ponen en riesgo la estabilidad del sistema financiero (con el riesgo sistémico que ello implica).

No obstante, **el riesgo principal es utilizar al Banco Central como fuente principal de financiamiento del Tesoro aún en un contexto de manifiesta estabilidad del sistema financiero y fuerte crecimiento de la actividad económica**, con el único propósito de sostener un ritmo de crecimiento insostenible del gasto público con una tasa de inflación alta y creciente.

Teniendo en cuenta que la situación actual y las perspectivas futuras guardan varios puntos de contacto con la experiencia chilena de principios de los '90, vale la pena analizar con más detalle cuál fue el rol que cumplió el Banco Central chileno en términos de la lucha contra la inflación.

La experiencia chilena en los '90

Tras el fracaso de varios programas de estabilización entre 1950 y 1980⁷, Chile recién pudo reducir la inflación a partir de principios de los '90 con la vuelta de la democracia. Además de la exitosa reducción de la inflación, debe destacarse que **no debieron pagarse costos en términos de actividad económica**: la menor inflación fue acompañada de un crecimiento sostenido y de una menor volatilidad de las variables reales. Al contrario, demostrando lo nociva que es



⁷ Chile tuvo 4 programas de estabilización con el fin de reducir la inflación en 1955, 1959, 1964 y 1975.

la inflación en términos económicos y sociales, **Chile duplicó su ingreso por habitante en los últimos 20 años.**

El caso de Chile se torna más atractivo de comparar dado que **la situación existente en el país vecino a principios de la década del '90 presenta varias similitudes con el contexto (previo y actual) argentino.** Desde el punto de vista económico se pueden mencionar una economía en crecimiento con una inflación controlada pero superior al 20%, buenos términos de intercambio, indexación salarial previa (inercia de precios), margen fiscal, potencial aumento del ingreso de capitales externos, entre otros.

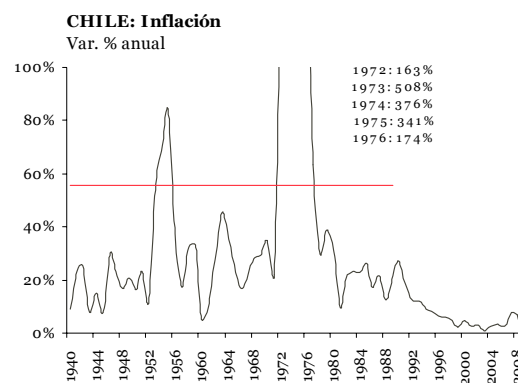
Pero también se encuentran ciertas **similitudes en el plano político: asunción de un nuevo Gobierno “débil” (sin mayoría automática en el Congreso) luego de un proceso de varios años de Gobierno “fuerte” con (ciertos) logros en materia económica.** Pese a que Patricio Aylwin ganó la presidencia por el partido de la Concertación con más del 55% de los votos en primera vuelta, no logró el control total del Parlamento⁸. En el caso argentino, el probable escenario de una elección presidencial “de tercios” implica que **el próximo gobierno no podrá manejar a piacere la agenda legislativa** y deberá consensuar con la oposición.

⁸ La Concertación contó con una amplia mayoría en la Cámara de Diputados (72 de 120 diputados) y obtuvo 22 de los 38 senadores elegidos democráticamente. Sin embargo dado que la Cámara de Alta contaba con 9 senadores designados (vestigios del régimen militar), finalmente el Gobierno no logró la mayoría (22 de 47). Además, recién en 1992 se eligieron los nuevos alcaldes y concejales.

SIMILITUDES ENTRE CHILE Y ARGENTINA

	CHILE	ARGENTINA
1. CRISIS <i>Fuerte recesión económica</i> <i>Crisis financiera</i> <i>Problemas deuda pública</i>	1982-1983 Caída de 15% PBI Déficit CC 15% PBI Devaluación 90% Desocupación 20% (encubierto 30%) Salida de capitales	2001-2002 Caída de 15% PBI Déficit gemelos (fiscal 3% y CC 3%) Devaluación 200% Desocupación 20% Corrida de depósitos Salida de capitales
2. TRANSICIÓN <i>Recuperación económica,</i> <i>restauración del sist. fin. y</i> <i>normalización deuda pública</i> <i>principales objetivos</i> <i>Inflación no es prioridad, reducirla</i> <i>atenta contra los otros objetivos</i>	1984-1989 Crecimiento 7% Inflación 22% Gobierno de facto sin Parlamento Buenos términos de intercambio Indexación e inercia TCR muy competitivo	2003-actual Crecimiento 6% Inflación 15% (20% 2007-2010) Mayoría en el Parlamento (cuando no DNU) Buenos términos de intercambio Inercia inflacionaria e "indexación" TCR muy competitivo
3. LUCHA CONTRA LA INFLACIÓN <i>Reconociendo costos sociales y</i> <i>económicos de la inflación</i>	1990-actual Primeros años sin mayoría parlamentaria Autonomía BC Crecimiento 5% Inflación 7% Apreciación TCR	Debió ser el 2007, ¿será 2012? La inflación sigue enquistándose y próx. Gobierno con menor poder parlamentario

¿Qué hizo el gobierno de la Concertación para reducir la inflación? Vale destacar que Chile se caracterizó por tener siempre alta inflación. Desde 1940 hasta 1990 la inflación mostró un promedio anual de 55% y sólo en 6 años el alza de precios fue de un dígito (3 veces en 1940, 2 en 1960 y 1 en 1980). Hasta mediados de los '70, la inflación estuvo relacionada principalmente con la monetización de los déficit fiscales y la emisión de dinero para financiar a través de créditos al sector privado (el déficit generado era difícil de financiar emitiendo deuda pública por lo reducido del mercado doméstico y el bajo ahorro privado). Todos los planes de estabilización se caracterizaron por intentar reducir la inflación de manera gradual, pero **fallaron en contenerla fundamentalmente porque terminó imponiéndose la dominancia fiscal.**



A partir de mediados de los '70 **la dictadura militar de Pinochet redujo fuertemente el gasto público para quitar de raíz el componente fiscal de la inflación. No obstante, la inflación continuó siendo elevada, debido a la inexistencia de un ancla nominal que morigerara su componente inercial.** El intento de disciplinar los precios domésticos a través de la fijación del tipo de cambio nominal implementado en 1979⁹ sólo resultó exitoso en el cortísimo plazo (la variación de los precios se redujo a 9,5% en 1981). El profundo desequilibrio del Balance de Pagos obligó a un salto discreto del tipo de cambio nominal del 90%, y la economía sufrió una severísima recesión: el PBI cayó un 15% entre 1982 y 1983, acompañada de una profunda crisis financiera.

Post crisis, el foco de la gestión económica se puso en recuperar lo perdido en 1982 y 1983 en términos de actividad económica, sanear al sistema financiero y recuperar el acceso al financiamiento externo. Luego del fracaso del plan de estabilización de fines de los '70, **la pretensión respecto de la inflación era simplemente mantenerla bajo control pero no reducirla drásticamente, ya que para las autoridades ello habría implicado sacrificar alguno de los objetivos mencionados.** Como consecuencia de ello, la inflación promedió un 20% en el período 1982-1990.

Recién a partir de 1990 con la vuelta de la democracia se logró una reducción permanente en la tasa de incremento de los precios. Buena parte del éxito se debió al hecho de que se realizó **un abordaje integral, coordinado y gradual en materia de lucha contra la inflación.**

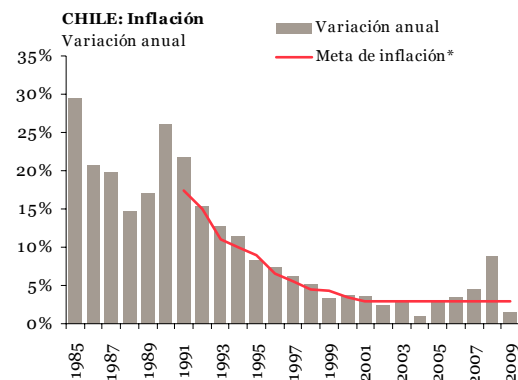
En primer lugar, cumplió un importante rol **el compromiso explícito por parte de las autoridades en materia**

⁹ Desde febrero de 1978 hasta julio de 1979, el tipo de cambio se iba depreciando en base a valores preestablecidos (similar a Tablita en Argentina).

de lucha contra la inflación que incluyó reforma de la Carta Orgánica del Banco Central y la implementación de un esquema **de metas de inflación**. La nueva Carta Orgánica del Banco de Chile se sancionó en 1989, pero su confección estuvo precedida de un debate académico que duró más de 2 años¹⁰. Se estableció que el Banco Central debía ser un organismo autónomo y se le prohibió financiar en forma directa o indirecta al sector público, salvo en caso de guerra exterior. El objetivo del Banco Central “*será velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos*”. Si bien se dispuso que los acuerdos del Consejo (directorio) debía tener presente la orientación general de la política económica del Gobierno, las autoridades del Banco Central gozaron de un alto grado de autonomía no sólo para fijar los objetivos de política monetaria sino también para decidir los instrumentos que permitieran alcanzar los objetivos establecidos. Para ganar en credibilidad, al Banco se lo dotó de un equipo técnico muy prestigioso, que 20 años después sigue manteniendo la calidad de sus autoridades.

En segundo lugar, se destaca el rol que jugó la política cambiaria, permitiendo una gradual apreciación del tipo de cambio real (partiendo de niveles históricamente muy altos). Desde la crisis de la deuda y hasta 1990, las continuas devaluaciones del tipo de cambio nominal permitieron mantener permanentemente depreciado el tipo de cambio real. **A partir de 1990 la situación se revirtió y se apreció el tipo de cambio real.**

La economía alcanzó el pleno empleo en 1988; las cuentas externas se veían sanas y la productividad aumentaba a paso rápido. En 1989, Chile creció a un espectacular ritmo del 11%, presionando aún más a la inflación. Para “enfriar” la economía una de las principa-



Fuente: LCG en base a Banco Central de Chile

AUTORIDADES BANCO CENTRAL CHILE

José De Gregorio (Presidente actual)

Ing. Civil Industrial y Magister en Ingeniería de la Univ. de Chile
Doctorado (Ph. D.) en Economía en Massachusetts Institute of Technology (MIT).
Publicaciones en revistas académicas internacionales y libros en los temas de políticas de estabilización, regímenes cambiarios y crecimiento económico.

Desde 2000 hasta 2001 se desempeñó en calidad de Tri-ministro en las carteras de Economía, Minería y Presidente de la Com. Nac. de Energía.
1994 y 1997 fue Coordinador de Políticas Económicas del Min. de Hacienda de Chile.
1990 y 1994 fue economista en el departamento de investigaciones del FMI

Manuel Marfán Lewis (Vicepresidente)

Economista de la Univ. de Chile (1977) y Ph.D. en economía de Yale University (1986).

Asesor regional y director de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL (2000–2003).

Min. de Hacienda (1999–2000), subsecretario de Hacienda (1994–1999), asesor del Ministro (1993–94), y coordinador de políticas macroeconómicas (1990–1991).

Actualmente presidente del Irving Fisher Committee, asociado al BIS

Sebastián Claro Edwards (Consejero)

Ing. Comercial con mención en economía (1995) y Magister en Macroeconomía Aplicada (1996) de la Pontificia Univ. Católica de Chile.
Master of Arts y Ph.D. en Economía de la Univ. de California (UCLA).

Enrique Marshall Rivera (Consejero)

Ing. Comercial de la Univ. de Chile y Master y Doctor en Economía en la Univ. de Notre Dame, Estados Unidos.

Rodrigo Vergara Montes (Consejero)

Ing. Comercial de la Univ. Católica de Chile (1985), premio al mejor egresado de la promoción.
Master y Doctor en Economía de la Univ. de Harvard.

Vittorio Corbo Lioi (Presidente 2003–2007)

Ing. Comercial de la Univ. de Chile (1967) Doctor en Economía del MIT (1971).

Carlos Massad (Presidente 1996–2003)

Ing. Comercial y Lic. en Ciencias Económicas de la Univ. de Chile (1954), Master of Arts de la Univ. de Chicago (1958) y Ph.D. Candidate (1964) de esa misma Univ..

Roberto Zahler (Presidente 1991–1996)

Master y Ph.D. Candidate de la Univ. de Chicago e Ingeniero Comercial con mención en Economía de la U. de Chile.

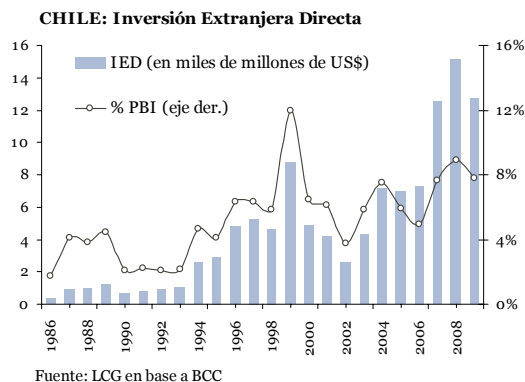
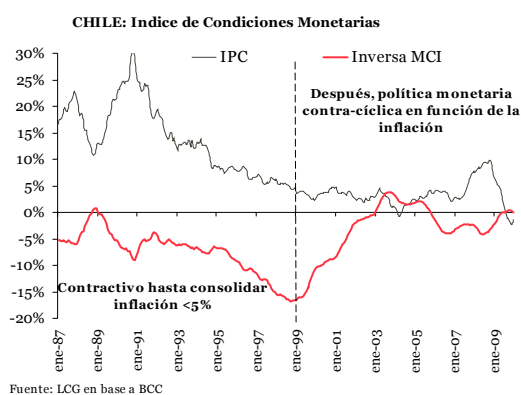
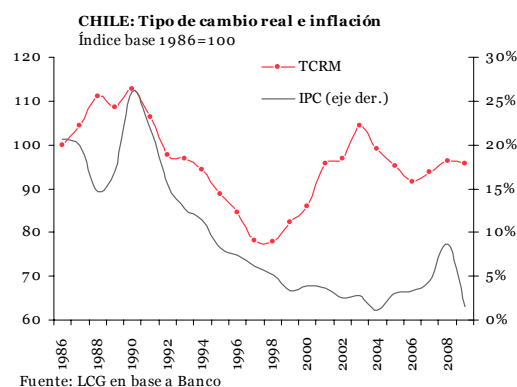
Fuente: LCG en base a Banco de Chile

¹⁰ La reforma de la Constitución realizada en 1980 establecía que debía crearse un nuevo Banco Central autónomo.

les medidas del nuevo Banco Central fue incrementar las tasas de interés. Estas mayores tasas de interés atrajeron la entrada de capitales (especulativos), lo que obligó al BCC a intervenir fuertemente en el mercado de cambios para evitar una apreciación mayor. En 1990, las reservas internacionales aumentaron un 50% (US\$ 2.400 M). Sin embargo, como las nuevas autoridades querían ganar credibilidad en la “lucha contra la inflación”, la acumulación de reservas fue acompañada de una importante esterilización que permitió evitar una fuerte expansión monetaria. Finalmente, **el resultado terminó siendo exitoso porque en entre 1990 y 1996 el TCRM se apreció sólo un 20% y la inflación se redujo de 26% a 6%.**

En paralelo con la intervención en el mercado de cambios se implementó un control a los ingresos de capitales especulativos, que permitió mejorar la “calidad” del capital proveniente del exterior con un fuerte crecimiento de la inversión extranjera directa. Todo esto en un contexto de términos de intercambio muy favorables y aumento de la productividad, que permitió sortear sin inconvenientes la apreciación real del tipo de cambio. Adicionalmente, se consolidó la posición fiscal con un superávit primario superior al 3% en el primer quinquenio de la década del '90.

Si la inflación chilena entre 1940-1975 se explica fundamentalmente por los desequilibrios fiscales (y la emisión monetaria asociada), **¿cómo se explica que Chile haya tardado 25 años para reducir la inflación luego de haber ordenado el frente fiscal?** La respuesta es que la política monetaria fue “acomodada” priorizando el crecimiento de la economía. En Chile, la resistencia de las autoridades a reducir más drásticamente la inflación estuvo influida por la sustancial inercia del proceso inflacionario, vinculada a la indexación de precios y la **desconfianza por parte del mercado frente a la verdadera voluntad anti-**



inflacionaria de quienes tenían a su cargo las políticas macro.

La experiencia chilena pone de manifiesto que el abordaje de la problemática inflacionaria debe realizarse de forma integral. **La solvencia fiscal es necesaria, pero no suficiente. Cuando el componente inercial de la inflación es significativo, se requiere implementar un ancla explícita** que permita actuar sobre la formación de expectativas de los agentes privados. Pero **el compromiso explícito de las autoridades monetarias en términos de lucha contra la inflación y la capacidad técnica para la implementación de políticas cumplió un rol esencial.**

En resumen, **el logro en materia inflacionaria chilena se sostuvo fundamentalmente en 4 pilares: un plan gradual** (no en forma de *shock* porque los componentes inerciales son importantes), **política económica** (fiscal, monetaria y cambiaria) **contracíclica**, **un ancla nominal explícita** (metas de inflación) y **la autonomía de instrumentos del Banco Central.**

Repensando el rol del Banco Central

Como es obvio, el principal desafío que deberá enfrentar el BCRA a partir de 2012 será el combate en serio (pero gradual) a la inflación. Si bien el abordaje de la problemática excede por lejos al BCRA, no es menos cierto que todo plan antiinflacionario deberá contar inevitablemente con una pata monetaria que incluya una moderación en el ritmo de crecimiento de la base y una recomposición de las tasas reales de interés. Adicionalmente, deberá generar las condiciones para permitir una mayor profundización del sistema financiero (pese al fuerte crecimiento de la economía nuestro sistema

labourcapitalgrowth

Castañeda 1873 – Oficina 17
(5411) 4787-2326
www.lcgsa.com.ar
contacto: info@lcgsa.com.ar

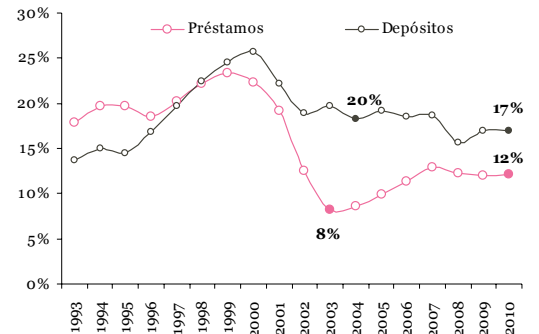
financiero sigue siendo subdesarrollado; la participación de los depósitos y préstamos en relación al PBI aumentó apenas 1 pp en el período 2003-10, ubicándose en 29% del PBI y una mayor bancarización de la economía.

Precisamente, el delicado equilibrio monetario actual sólo se explica porque la expectativa de devaluación de corto plazo es acotada (lo que estimula las colocaciones en pesos) y prácticamente no hay crédito. Pese a que los depósitos crecen por debajo de la inflación, el hecho de que los bancos prácticamente no le presten al sector privado hace que cuenten con liquidez excedente para comprar letras y notas del BCRA. Cualquier cambio significativo de condiciones (ya sea un alza de las expectativas de devaluación que afecte la demanda de pesos, o bien un desplazamiento de la demanda de crédito) se traduciría en un salto discreto de las tasas de interés.

En términos más estructurales, el gran desafío será el de establecer un “equilibrio armónico” en la relación entre las autoridades monetarias y el Gobierno que permita alcanzar un punto intermedio entre la fantasía de la “independencia absoluta” de los ‘90 y la subordinación actual a las necesidades del Tesoro. Más allá del arreglo formal que se establezca (ancla monetaria, metas de inflación, etc.), la experiencia chilena pone de manifiesto que **el primer paso que debe darse (por obvio que parezca) es hacer explícito el compromiso del Banco Central en términos de combate a la inflación.**

El poder político debe establecer los objetivos, pero el directorio del Banco Central debe contar con independencia de instrumentos (y capacidad técnica) para cumplir las metas establecidas por el Gobierno. Por capacidad técnica, no nos referimos a personas provenientes del propio sistema financiero sino a un directorio con cintura política pero con conocimientos técnicos específicos en cuestiones monetarias y bancarias. Una simple comparación entre la conformación actual de los directorios del BCRA

Profundidad sistema financiero
Préstamos y depósitos totales privados
% PBI



Fuente: LCG en base a BCRA

y el BC de Chile pone de manifiesto la enorme brecha existente: mientras que los cinco directores chilenos son doctores en economía respetados en el mundo académico con vasta trayectoria en el sector público, la reciente conformación del directorio del BCRA muestra tres economistas (sólo la presidenta cuenta con una maestría), cuatro contadores públicos y un abogado. La diferencia radica en si se prioriza la disciplina de los directores al poder político o la capacidad de implementación de políticas.

La experiencia chilena demuestra que con un abordaje firme e integral de la cuestión inflación es posible su reducción sin que ello implique una desaceleración sensible de la actividad económica. Claro está, para ello se necesita una coordinación consistente de las políticas macro y un Banco Central con autonomía de instrumentos y un margen explícito y acotado de financiamiento al Tesoro. Este es el gran desafío que deberá encarar cuanto antes el gobierno que asuma en diciembre de 2011.

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.