Universidad de
SanAndrés

Universidad de San Andrés

Departamento de Economía

Licenciatura en Economía

Un cambio de rumbo: análisis de la política monetaria argentina para los años 2015 y 2016, con un ejercicio sobre tasas de interés

Autor: Mladen Iván Toncovich

Legajo: 25069

Mentor: Santiago Barraza

Co-Mentora: Constanza Matarrelli

Victoria – mayo 2017

Abstract

Diciembre de 2015 marcó un quiebre para la política monetaria en la Argentina. La nueva dirigencia del Banco Central de la República Argentina arribó con un objetivo claro: recuperar la estabilidad monetaria. Con esto en mente buscó dejar atrás un período de varios años de dominancia fiscal de la política monetaria e instauró un régimen de metas de inflación. Se estableció que las tasas de corto plazo serían el instrumento de política, instrumento que, como vemos en este trabajo, se usó comprometida e intensivamente. Asimismo se puso un límite para las transferencias al Tesoro y se liberó el mercado cambiario. Todo esto en un marco de comunicación transparente de la información. En este trabajo analizamos la política monetaria de los años 2015 y 2016, haciendo previamente un repaso por la vida económica de Argentina de los últimos años. Concluimos que hay elementos claros que denotan la puesta en marcha de una política monetaria convencional que busca activamente combatir la inflación. A su vez, realizamos un ejercicio empírico con las tasas de interés de las Letras del Banco Central, LEBACs, prestando atención a las tasas spot y a las tasas forward derivadas de la curva de rendimientos. Hacemos esto con el objetivo de encontrar, en la volatilidad de las tasas de interés, un indicador del compromiso del banco con el uso de ese instrumento. Los resultados favorecen la hipótesis de que existe una política monetaria activa, que expresa dicha actividad en novedad de tasas, o shocks monetarios.

Universidad de SanAndrés

I. Introducción

En diciembre de 2015 Mauricio Macri asumió la presidencia de Argentina, poniendo fin a doce años de gobierno kirchnerista. El cambio propuesto por el candidato en su campaña electoral se sintió especialmente en el Banco Central de la República Argentina, BCRA. Alejandro Vanoli que había sido el presidente del banco desde octubre de 2014 renunció a su cargo y fue sucedido por Federico Sturzenegger. Este cambio de nombres significó un verdadero cambio de rumbo para la entidad y para la política monetaria del país.

Un déficit fiscal abultado y un mercado de crédito externo cerrado llevaron a que durante el mandato de Vanoli se viviera una marcada dominancia fiscal de la política monetaria. Esta dominancia produjo que el BCRA se limitara a transferir recursos al Tesoro y dejara de lado el esfuerzo por lograr la estabilidad de precios. No hubo control de agregados monetarios ni política de tasas de interés. La economía argentina ni siquiera contó, durante la segunda presidencia de Cristina Fernández de Kirchner, con un aparato de estadísticas confiables para medir, por ejemplo, la tasa de inflación o el índice de pobreza. En lo que respecta al mercado cambiario, el manejo fue igualmente desprolijo, con un multiplicidad de tipos de cambio y un atraso cambiario fruto de restricciones a la compra de moneda extranjera. Sin mencionar una polémica venta multimillonaria de dólares futuros hacia fines del año 2015 que les significó un procesamiento judicial a un buen número de funcionarios públicos, algunos de ellos ajenos al BCRA.

Universidad de SanAndrés

Con la intención de girar hacia una política monetaria más provechosa para la economía argentina, Federico Sturzenegger decidió instaurar un régimen de metas de inflación. El ambicioso plan se comprometió a reducir la tasa de inflación al 5% para el año 2019. El instrumento de política monetaria elegido fue la tasa de corto plazo: de las letras para el 2016 y de los pases interbancarios para el 2017. Con el objetivo de reforzar la medida se buscó establecer una coordinación con la política fiscal. Esta coordinación se cristalizó en el establecimiento de un límite anual para las transferencias del BCRA al Tesoro. Asimismo, en el mercado cambiario, se reintrodujo el régimen de flotación administrada del tipo de cambio. Todo esto en un marco de comunicación transparente de la información, orientado a dar señales de compromiso con el nuevo régimen y así poder influir provechosamente sobre las expectativas de los actores económicos.

Lamentablemente para los argentinos, la inflación del año 2016 fue superior a la de 2015. Pese a haber seguido al pie de la letra su plan monetario, el BCRA no pudo cumplir su meta de inflación para el 2016. Esto, sin embargo, no produjo la salida de un régimen que, ciertamente, ha dado bastas muestras de buenos resultados en economías similares a la Argentina. En este trabajo comparamos los rasgos característicos de cada una de las dos últimas presidencias del BCRA, concentrándonos sobre todo en los años 2015 (Vanoli) y 2016 (Sturzenegger). En la caracterización de cada una de las etapas,

buscamos indicios de la aplicación de políticas monetarias activas que sean, desde un punto de vista de política monetaria convencional, compatibles con el objetivo fundamental de un banco central de garantizar la estabilidad de precios. Centramos la búsqueda de estos indicios en un elemento en particular: las innovaciones de los tipos de interés, o shocks monetarios. Como medida de las innovaciones utilizamos las divergencias entre los tipos de interés esperados por el mercado y los tipos de interés efectivamente observados. Para esto, utilizamos información contenida en la Estructura Temporal de Tasas de Interés, ETTI, en el mercado primario de Letras del BCRA, o LEBACs. Los resultados son consistentes con una política monetaria activa ejercida durante la gestión de Sturzenegger. Y, si bien la inflación de 2016 continuó en aumento, la información más reciente indica que las políticas monetarias están logrando el objetivo de reducción de inflación – a Mayo de 2017, la inflación esperada para los próximos doce meses es del 21,7%, significativamente inferior a la de 2016.[1]

El resto de este trabajo se estructura de la siguiente manera. En la sección II hacemos un breve resumen de la vida económica argentina luego del colapso de 2001. En la sección III hacemos una comparación entre la gestión de Vanoli y la gestión de Sturzenegger, en el BCRA. La sección IV presenta un marco teórico sobre la estructura temporal de tasas de interés, que sirve de preludio para la sección V, en la que explicamos la metodología de nuestro ejercicio empírico. En la sección VI presentamos los resultados del ejercicio y proveemos nuestras interpretaciones. La sección VII presenta las conclusiones.

II. Contexto económico argentino remoto

El objetivo de esta sección es hacer un repaso a grandes rasgos de la situación económica argentina desde el colapso de la convertibilidad en el 2001 hasta el inicio de la segunda presidencia de Cristina Fernández de Kirchner. Aprovecharemos aportes de Heymann y Ramos (2010) y de Frenkel y Rapetti (2007). Dejamos para la sección III lo que tiene que ver con el contexto propio de nuestro estudio: los años 2015 y 2016. No obstante, el análisis que hacemos acá sobre endeudamiento y mercado cambiario son importantes para entender el contexto actual.

Desde 1991 hasta finales del año 2001 la Argentina adoptó el régimen de la convertibilidad. Este régimen monetario establecía la paridad cambiaria del peso con el dólar y garantizaba la convertibilidad, es decir, la posibilidad a los tenedores de pesos de convertirlos a dólares en el momento que ellos quisieran. De esta manera el Estado asumió la obligación de tener las reservas de dólares necesarias para garantizar este compromiso. Así, acotó su libertad para imprimir dinero ya que el Banco Central debía tener en reservas la misma cantidad de dólares que de pesos circulantes en la economía.

[1] Encuesta de expectativas de inflación, Centro de Investigación en Finanzas, Universidad Torcuato di Tella, 21 de Mayo de 2017.

Este sistema que empezó a mostrar síntomas de agotamiento hacia finales de la década de los 90s terminó por colapsar en diciembre de 2001. La gran crisis económica y social que vivía el país en esos días provocó la renuncia del presidente Fernando de la Rúa y el definitivo abandono de la convertibilidad. Concretamente, la salida de este régimen significó la devaluación del peso contra el dólar. Adicionalmente, el Estado declaró el default de su deuda soberana. Para fines del 2002, el PBI había caído alrededor del 20%, el desempleo alcanzó a casi un cuarto de la población económicamente activa y la pobreza llegó a afectar al 50%de la población (Heymann y Ramos, 2010).

II-1. El aspecto de la devaluación

La salida de la convertibilidad supuso el abandono de la paridad cambiaria. Esto provocó una rápida devaluación que elevó el precio del dólar de 1 peso a 4 pesos en menos de seis meses. Afortunadamente, la tasa de inflación anual para el 2002 fue *solo* del 40%, con un pico mensual en abril, del 10%, y una clara desaceleración en el segundo semestre. El resultado de esto: la depreciación no solo se dio en términos nominales sino que también se dio en términos reales, y en una magnitud importante. (Heymann y Ramos, 2010).

Como argumentan Frenkel y Rapetti (2007), un tipo de cambio real depreciado y competitivo es bueno para una economía como la argentina por tres motivos. En primer lugar porque, macroeconómicamente hablando, logra aumentar las exportaciones netas, las cuales engrosan la demanda agregada, produciendo por este camino un aumento del empleo. En segundo lugar, un tipo real de cambio elevado protege al sector exportable. En este sector, es de esperar que se den, en este contexto, mejoras de la productividad que se rebalsen luego al resto de la economía doméstica. En tercer lugar, en economías como la argentina, donde los bienes de capital tienen una gran componente importada, un alto tipo de cambio favorece el aumento de la actividad trabajo-intensiva, lo cual mantiene elevada la tasa de empleo. Probablemente con lo anterior en mente, agregan los autores, durante la presidencia de Néstor Kirchner (2003 – 2007) el gobierno tuvo la vocación y la decisión de mantener un tipo de cambio real estable y competitivo. (Frenkel y Rapetti, 2007).

El problema de esto es que mantener un nivel de tipo de cambio en un contexto de libre movilidad de capitales implica necesariamente renunciar a tener una política monetaria activa.[2] En línea con los autores Frenkel y Rapetti (2007) podemos pensar lo siguiente. Para mantener estable el tipo de cambio, el gobierno debería, muchas veces, ante excesos en la cantidad de moneda extranjera, comprar divisas e inyectar, de este modo, más dinero en la economía. Si bien la esterilización de las compras de moneda extranjera es viable, no es un mecanismo que pueda llevarse a cabo indefinidamente. Esto se debe a que la esterilización se realiza potencialmente con la reabsorción de la

[2] Esto surge del argumento de la "trinidad imposible" que es un resultado normativo del Modelo de Mundell-Fleming. Este argumento está brevemente expuesto en Frenkel y Rapetti (2007).

moneda local mediante la licitación de algún tipo de deuda. Pero el mecanismo para lograr colocar exitosamente esa deuda es ofrecer una tasa de interés convincente para los inversores. Si, de esta forma, se persiste en la colocación de títulos será cada vez mayor la tasa que se deberá ofrecer. Esto terminará por atraer más entradas de moneda extranjera, lo cual terminará agravando el problema inicial de exceso de divisas. Si no se esteriliza, por el contrario, el banco central terminará generando aumentos de la base monetaria potencialmente inflacionarios.

Finalmente, el 31 de octubre de 2011, Argentina terminó por abandonar la libre movilidad de capitales. En esa fecha, a los pocos días de la re-elección de la presidenta Cristina Fernández, el gobierno anunció las primeras restricciones a la compra de moneda extranjera. A medida que las restricciones se robustecieron, empezaron a aparecer múltiples tipos de cambio oficiales según el propósito declarado para la compra de dólares, al paso que empezó a incrementarse el volumen del mercado paralelo ilegal y la brecha entre los tipos de cambio. Esta situación de restricciones a la compra de divisas y multiplicidad de tipos y mercados de cambio perduró en la Argentina hasta diciembre del 2015.

II-2. El aspecto de la deuda

Otro de los temas no resueltos del colapso de 2001-2002 fue el tema del default de la deuda soberana. Con esta secesión de pagos declarada por el gobierno en diciembre de 2001, Argentina quedó excluida de la posibilidad de contraer nueva deuda en los mercados internacionales. Solo tendría la posibilidad de hacerlo en el mercado local. No obstante esto tiene dos particularidades: debería hacerlo a altas tasas de interés y, además, en el marco de un mercado financiero muy pequeño y poco desarrollado. Si bien en un primer momento la reactivación de la economía se dio gracias al aumento del ahorro local (Heymann y Ramos, 2010), esto no duraría para siempre.

Por otra parte, ya con Cristina Fernández de Kirchner como presidente de la nación, Argentina empezó a tener déficits fiscales. Entonces, ya sea con fines de inversión o con fines de financiamiento de los déficits fiscales, la Argentina requería el retorno a los mercados de crédito. De otra forma, la impresión de liquidez aumentaría.

Una de las vías para la ampliación del acceso al crédito fue la nacionalización del sistema jubilatorio privado (nacionalización de los fondos de las AFJP, Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones). (Heymann y Ramos, 2010). De esta forma la ANSES (Administración Nacional de la Seguridad Social) recibió los fondos que previamente estaban bajo custodia de las AFJP y se convirtió en uno de los compradores principales de los títulos de deuda pública del Estado. En la práctica, el gobierno empezó a licitar títulos públicos a tasas inferiores a las de mercado que eran absorbidos casi automáticamente por la ANSES a cambio de liquidez. Esto, por supuesto, significó

un deterioro de los activos financieros del depositario público de los fondos de seguridad social.

Como nos imaginamos, la fuente de financiamiento anterior también tiene un límite, razón por la cual fue preciso ocuparse del default del 2001.Esto ocurrió parcialmente hacia el año 2005 cuando bajo la presidencia de Néstor Kirchner se llevó a cabo la primera renegociación y reestructuración de la deuda en default. Una segunda instancia de arreglos se dio en el año 2010. No obstante una porción, inferior al 10%, de los acreedores decidió no aceptar los acuerdos y mantener una posición de "holdouts". De este modo siguió sin cerrarse este capítulo iniciado en diciembre de 2001. Por un lado estos intentos de salida del default, y, por el otro, como ya vimos, la nacionalización de los fondos de ahorro jubilatorios privados, fueron las vías que siguió el gobierno argentino para intentar recuperar, o ampliar, su acceso al crédito. Como veremos más adelante, lo que en un principio pudo haber ocurrido con intenciones de crédito para la inversión y el crecimiento sostenido, acabaría teniendo intenciones de financiamiento de un déficit fiscal importante, que terminó incubando una marcada dominancia fiscal de la política monetaria.

II-3. Recapitulación

Terminamos, de esta forma, nuestro recorrido por el contexto económico argentino remoto. Antes de pasar a analizar el contexto más inmediato podemos quedarnos con unas palabras de Heymann y Ramos (2010), a modo de recapitulación:

> *La organización del Banco Central heredada de la Carta Orgánica que fue votada en 1992, poco después del establecimiento del sistema de convertibilidad, se basaba en criterios de estricta separación entre las políticas fiscales y monetarias y de independencia del Banco Central. En sus orígenes, esta estructura formal, vinculada con el sistema de caja de conversión, tenía la intención de establecer un liderazgo de la estrictamente acotada política monetaria sobre otras áreas macroeconómicas. Hacia 2010, la política monetaria parecía moverse hacia el otro extremo de flexibilidad discrecional, poca preocupación por el ritmo de crecimiento de la liquidez nominal y propensión a acomodar demandas fiscales. El sistema anterior era incapaz de doblarse y se rompió; éste era propenso a mostrar un sesgo inflacionario (pp. 44-45).*

III. Contexto de nuestro estudio y motivación

Si uno tuviera que resumir en pocas palabras la política fiscal y la política monetaria durante la última presidencia de Cristina Fernández habría que decir lo siguiente: déficit fiscal, impresión de dinero para pagar ese déficit y altas tasas de inflación. Prestemos atención a la siguiente tabla que expresa el resultado fiscal primario para los años 2014 y 2015.

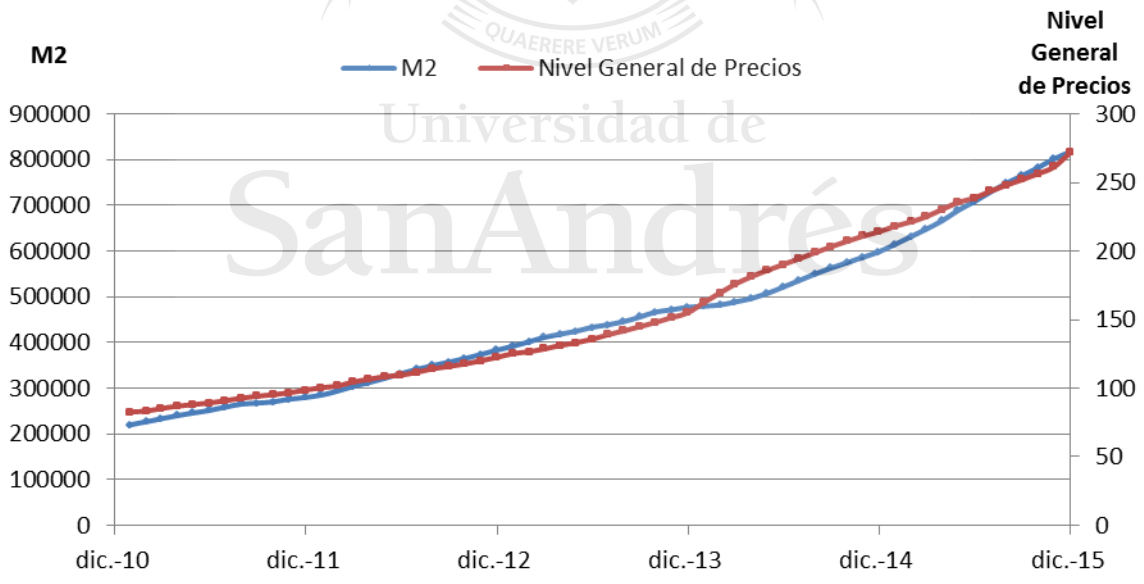
Resultado primario del Sector Público Nacional		
Año	Déficit primario en miles de millones de pesos	Déficit en % del PBI
2014	168,41	3,8
2015	291,66	5,4

Elaboración propia. Datos: Ex Ministerio de Economía

El incremento del déficit primario de un año al otro se debió a un mayor incremento del gasto que del ingreso. El gasto primario aumentó $409,86 mil millones mientras que los ingresos solo aumentaron $286,58 mil millones. En porcentajes del PBI, tenemos que en 2015 los gastos representaron un 27,7% del PBI mientras que los ingresos fueron del 22,2% del producto.[3] Esta indisciplina fiscal no fue propia de estos dos años solamente. Por el contrario, estuvo presente, también en los años previos.

Ante esta situación, el camino elegido para financiar los déficits fue la impresión monetaria. Veamos el siguiente gráfico para los años 2011 – 2015, segunda presidencia de Cristina Fernández.

Cantidad de dinero (desestacionalizada) y precios (2011-2015)



Elaboración propia. Datos: BCRA, cortesía de Constanza Matarrelli.[4]

[3] Los datos de este párrafo y los de la tabla anterior fueron extraídos de: http://www.economia.gob.ar/resultado-fiscal-2015-y-enero-2016/. Fecha: 31/05/2017.

[4] La base de datos que se usó para la construcción de este gráfico fue elaborada por el BCRA. Para la serie del Nivel General de Precios construyeron un IPC empalmando el IPC de CABA, con el de San Luis y el de GBA.

Vemos en este gráfico un perfecto resumen de la política monetaria de esos años: alta emisión y alta inflación. Veamos una tabla más para cerrar este apartado:

Año	IPC INDEC (%)	IPC extraoficial (%)
2007	8,5	24
2008	7,2	23,8
2009	7,7	16,4
2010	10,9	25,9
2011	9,5	24
2012	10,8	26
2013	10,9	23,3
2014	23,9	38,5
2015	Suspendido	26,8

Fuente: Wikipedia. La medición extraoficial corresponde a "Inflación Verdadera"[5]

Cerramos así este apartado, viendo claramente como los últimos años de la presidencia de Cristina Fernández no solamente tuvieron indisciplina fiscal y monetaria sino incluso manipulación de la información pública. Esta manipulación llega a ser alevosa en algunos años, con estadísticas oficiales que miden la mitad que lo que calculaban consultoras privadas. Pasemos ahora a analizar más en detalle el año de Vanoli en el BCRA.

III-1. 2015 – Vanoli

Alejandro Vanoli sucedió a Juan Carlos Fábrega en la presidencia del BCRA el 2 de octubre del 2014. En nuestro estudio buscamos exponer a grandes rasgos las principales características de su gestión, la cual, como ya anticipamos, se caracterizó por una dominancia fiscal de la política monetaria.

Dominancia fiscal de la política monetaria

Para empezar a hablar del tema que presenta el título anterior resulta sumamente ilustrativo presentar la restricción presupuestaria del sector público consolidado. Cuando hablamos de sector público consolidado hacemos referencia al binomio Tesoro-Banco Central. Veamos, entonces, esta restricción presupuestaria:

$$T_t + (M_t - M_{t-1}) + (B_t - B_{t-1}) = G_t + r_{t-1}B_{t-1}$$

[5] Datos extraídos de: https://es.wikipedia.org/wiki/Anexo:Evoluci%C3%B3n_del_%C3%8Ndice_de_Precios_al_Consumidor_en_Argentina. Fecha:31/05/2017

Donde *T* es la recaudación impositiva, *M* representa la cantidad de dinero, *B* es el stock de deuda, *G* es el Gasto Público primario y *r* es la tasa de interés por la deuda. Los subíndices *t* denotan el período de tiempo o año.

La restricción está planteada de la siguiente manera: en el primer miembro tenemos las fuentes de ingreso para el Sector Público mientras que en el segundo miembro tenemos los egresos. Los ingresos se componen de la recaudación impositiva (T_t), la emisión monetaria ($M_t - M_{t-1}$) y la nueva deuda que se tome ($B_t - B_{t-1}$). Los egresos se componen de Gasto Público primario (G_t) y servicios de la deuda anteriormente contraída ($r_{t-1} B_{t-1}$). Reordenando términos para analizar el déficit tenemos que:

$$G_t - T_t + r_{(t-1)} B_{t-1} = (M_t - M_{t-1}) + (B_t - B_{t-1})$$

En el primer miembro tenemos la suma de déficit primario ($G_t - T_t$) más servicios de la deuda. Entre ambos conforman el Déficit Financiero o Total. Expresar la restricción presupuestaria de este modo nos hace razonar de la siguiente manera: el déficit debe financiarse vía emisión monetaria o vía deuda. No hay otra opción.

Teniendo en cuenta la restricción anterior, podemos razonar lo siguiente:

- $(G_t - T_t)$ es la política fiscal
- $(M_t - M_{t-1})$ es la política monetaria
- $(B_t - B_{t-1})$ representa el endeudamiento

Con lo cual, podemos llegar rápidamente a dos conclusiones. La primera nos dice que cuando la política monetaria y la política fiscal son independientes una de otra, la deuda es la variable que ajusta para lograr el equilibrio. La segunda conclusión sería que cuando la deuda no es una posibilidad, es decir, cuando no se tiene acceso a mayor endeudamiento por los motivos que fuere, la política monetaria y la política fiscal deben coordinarse o sino la política fiscal terminará dominando a la política monetaria. Esta dominancia consiste en una política monetaria al servicio de la fiscal, un déficit fiscal que se afronta con emisión monetaria.

Justamente, el último escenario descripto fue el que vivió la Argentina durante la segunda presidencia de Cristina Fernández y, en particular, durante la gestión de Vanoli en el BCRA. Luego del mega default de la deuda soberana en el 2001, Argentina perdió toda posibilidad de endeudamiento externo. Con respecto al endeudamiento interno, si bien era posible, lo era a muy altas tasas de interés y en cantidades limitadas, dado el pequeño tamaño del sistema financiero nacional. Con lo cual se puede decir acertadamente que nuestro país no tenía la posibilidad de aumentar su endeudamiento. Solo cuando se arregló con los bonistas en posición de holdouts, como veremos más adelante, nuestro país recuperó el acceso al crédito externo.

QUAERERE VERUM
Universidad de San Andrés

Con la anterior restricción en mente, durante la década del 2000 Argentina se preocupó por evitar el déficit fiscal. No obstante, durante la segunda presidencia de Cristina Fernández este se vio incrementado. Como expusimos antes, para el año 2015 el déficit primario fue de 291,66 mil millones de pesos, representando un 5,4% del PBI.[6] La respuesta ante esta acuciante situación fue la misma que la de los años previos: imprimir dinero para monetizar el déficit. La base monetaria se expandió en aproximadamente 34% durante el 2015[7] y las transferencias del BCRA al Tesoro fueron del orden de los 160 mil millones de dólares, que representaron para ese año un 4,4% del PBI.[8] Además durante ese año el BCRA también transfirió reservas internacionales al Tesoro, que las utilizaría, por ejemplo, para el pago de servicios y de capital de deuda pasada. La cantidad de reservas transferidas fue el equivalente a 100 mil millones de pesos, aproximadamente.[9] En este sentido, el 2015 no fue una excepción ya que magnitudes similares se vieron en el 2014, con el agravante que para ese año las transferencias del BCRA en concepto de utilidades y adelantos llegaron a representar un 5,2% del PBI.[10] Con lo cual vemos que valen las conclusiones de nuestra restricción presupuestaria: ante la ausencia de la posibilidad de endeudamiento, el importante déficit fiscal de los años 2014 y 2015 fue afrontado con emisión monetaria.

Ni tasas ni agregados

Adicionalmente a lo dicho antes hay otros elementos que terminan por robustecer nuestra idea de dominancia fiscal durante la gestión de Vanoli. Pensemos en este momento que durante la gestión de Vanoli el BCRA no llevó adelante ni una política de tasas de interés ni una de control de agregados monetarios para combatir la inflación. Empecemos viendo cómo las tasas de las letras a 98 y 252 días reflejan una tendencia que también vale para las otras duraciones: durante el 2015 las tasas estuvieron *planchadas*, casi sin cambios. Esto refleja indudablemente que el BCRA no las estaba usando como instrumento. Cuando analicemos el período de Sturzenegger veremos como todo esto cambia. Por ahora quedémonos con el siguiente gráfico:

[6] Datos en: http://www.economia.gob.ar/resultado-fiscal-2015-y-enero-2016/. Fecha: 31/05/2017

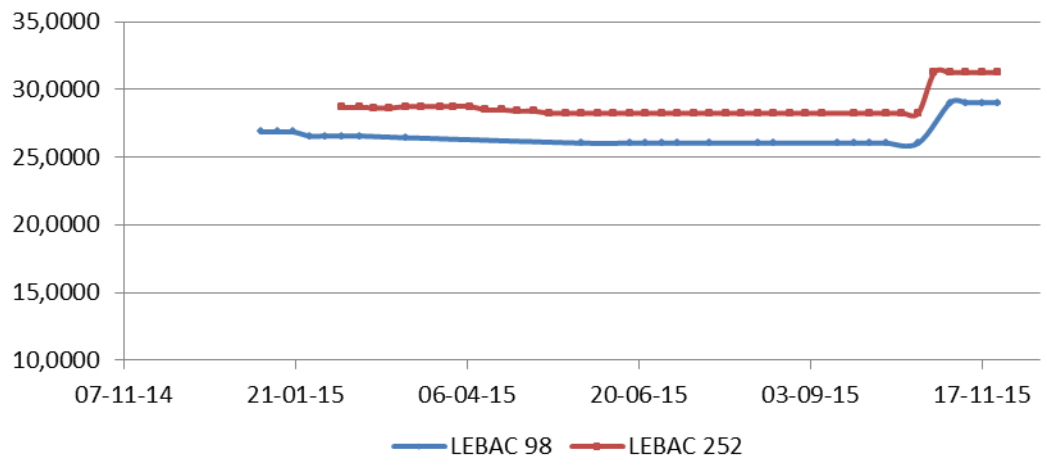
[7] Datos: BCRA, cortesía de Constanza Matarrelli. La base contiene una medida desestacionalizada de M2.

[8] Fuente: http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Prensa_comunicacion/Metas_de_inflacion26092016.PDF. Fecha: 31/05/2017.

[9] Fuente: http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Prensa_comunicacion/Metas_de_inflacion26092016.PDF. Fecha: 31/05/2017.

[10] Fuente: http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Prensa_comunicacion/Metas_de_inflacion26092016.PDF. Fecha: 31/05/2017.

Evoluciones de las tasas durante 2015 (enero a noviembre)



Elaboración propia. Datos: BCRA.

Con respecto a los agregados monetarios no hay mucho más que decir. En efecto, un banco central que se compromete a monitorear los agregados monetarios en primer lugar manifiesta explícitamente su compromiso, lo cual no ocurrió con el BCRA. Y la razón es que en verdad tampoco hubo ninguna intención de controlar el agregado monetario. El resultado fue una tasa de expansión de alrededor del 34% para M2 en todo el 2015.[11] Por otra parte, en ningún momento se tuvo la intención de limitar el nivel de transferencias al Tesoro.

En este marco no sorprende que el BCRA haya sido incapaz de combatir la inflación que fue del orden del 38% en 2014 y del casi 27% en 2015.[12] Aún más, podemos atrevernos a decir que nunca hubo en esos años un verdadero esfuerzo por reducir esa taza. Y esto se manifiesta en un simple -y alarmante al mismo tiempo- hecho: el BCRA no contaba con una estadística oficial confiable para medir la inflación. De hecho, las últimas mediciones del año 2014 del INDEC estaban cerca de la mitad de otras estimaciones extraoficiales que seguían las mismas técnicas que usaba el INDEC antes de su *intervención*. Así, en un hecho tan simple y tan grotesco al mismo tiempo queda de manifiesto la ausencia de una verdadera decisión por combatir la inflación, pues es imposible llevar a cabo un tratamiento cuando no se puede diagnosticar con precisión la enfermedad, sería tan complicado como intentar monitorear la fiebre sin contar con un termómetro confiable.

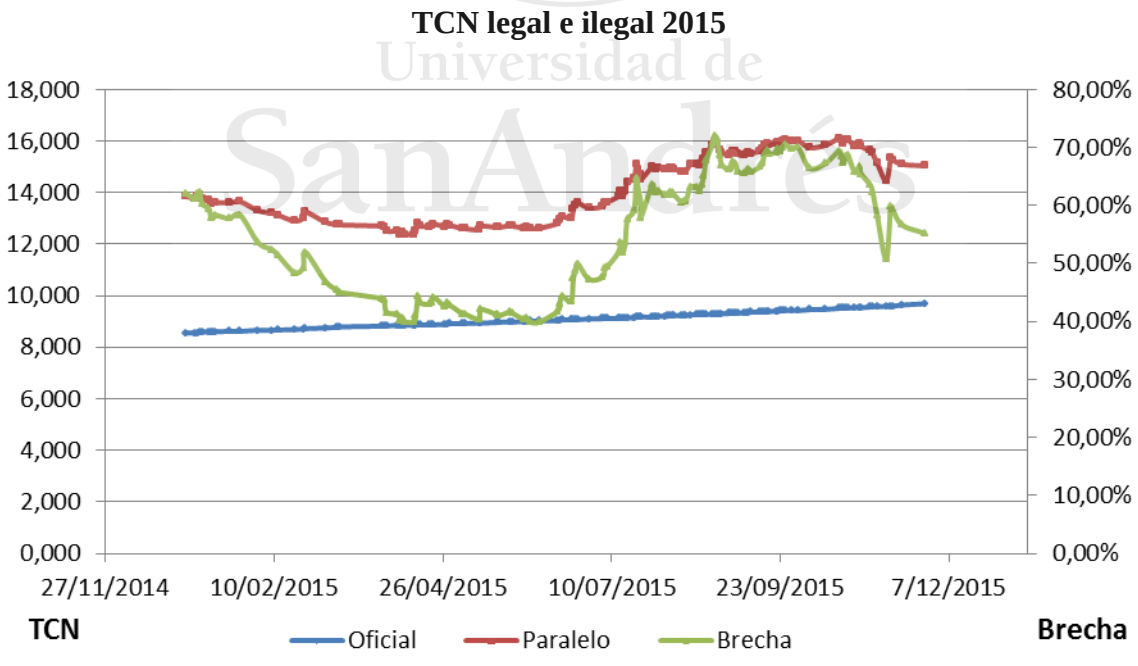
[11] Datos: BCRA, cortesía de Constanza Matarrelli. La base contiene una medida desestacionalizada de M2.

[12] Fuente: https://es.wikipedia.org/wiki/Anexo:Evoluci%C3%B3n_del_%C3%8Dndice_de_Precios_al_Consumidor_en_Argentina. Fecha: 30/05/2017

El tema del dólar

Otro aspecto interesante para analizar de la gestión Vanoli es la administración del Tipo de Cambio Nominal. Sabemos que desde el BCRA se promulgaba durante el 2015 que el régimen en vigencia era el de una flotación administrada, no obstante, tenemos elementos suficientes para determinar que esto no era así. En un régimen de flotación administrada, en efecto, la movilidad de capitales es libre y el precio de la divisa se determina en el mercado, en la intersección de la oferta y la demanda de dólares. En este marco el banco central interviene ocasionalmente en el mercado para evitar o mitigar movimientos abruptos e innecesarios del TCN. Como sabemos, esto estuvo lejos de ser así durante la gestión de Vanoli.

Desde finales de 2011, como antes mencionábamos, empezaron a implementarse restricciones para la compra de divisas en Argentina. Estas restricciones fueron incrementándose con el correr de los años. Para el año 2015 en la Argentina existían múltiples tipos de cambio legal, según la operatoria para la que se usarían los dólares, y un vasto mercado ilegal, paralelo o *blue* como se lo llamó vulgarmente. El resultado de toda esta intervención al mercado de divisas fue un importante atraso cambiario. Junto con ese atraso, además, se vio una abultada brecha entre el tipo de cambio en el mercado legal y el tipo de cambio en el mercado ilegal o paralelo. Prestemos atención al siguiente gráfico:



Elaboración propia. Datos: diario La Nación.

En el eje vertical izquierdo vemos el TCN (precio venta), mientras que en el eje vertical derecho tenemos la magnitud de la brecha entre los TCN. Vemos que la brecha cambiaria estuvo siempre en 2015 por encima del 35% llegando a pasar el 60%, incluso

llegando a máximos de 70%. Por otra parte, vemos que el tipo de cambio oficial siguió un ritmo de depreciación muy suave: alrededor del 13% entre enero y noviembre de 2015 para un año con inflación por encima del 25%.[13] Vemos un claro atraso cambiario en lo que se refiere al tipo de cambio nominal y una clara apreciación en términos reales. Así, la poca pendiente que tiene la curva que muestra la evolución del TCN oficial y las restricciones a la compra de moneda extranjera, junto con la amplia brecha que esto generó entre los precios ilegal y legal, nos hacen concluir que el régimen cambiario fue verdaderamente un régimen de tipo de cambio fijo con escasa flotación, conseguido justamente gracias a las restricciones impuestas en el mercado cambiario. No se trató bajo ningún punto de vista de un régimen de flotación sucia.

No obstante, el aspecto del dólar durante la gestión Vanoli no acaba aquí. Esto se debe a que entre septiembre y noviembre del 2015 el BCRA vendió alrededor de 17 mil millones de dólares futuros con vencimientos entre enero y junio de 2016. Si bien la venta de dólares futuros es una operación normal y legal de la que disponen los bancos centrales, por ejemplo, para dar señales al mercado sobre el sendero de la devaluación, esta venta tuvo elementos polémicos. El primero de ellos es el volumen, que de hecho supera ampliamente los volúmenes de venta de dólares futuros que venía manejando el BCRA previamente. Pero más importante aún es el precio al que se vendieron. En efecto, el precio que se pactó fue, en promedio, de $10,65, para los distintos vencimientos en 2016. Es decir, con una devaluación implícita del 22%. Lo llamativo de esto es que esta operatoria va en contra del espíritu del artículo 18 del BCRA según el cual el banco debe vender al mejor precio posible en el mercado. El precio de $10,65 era inferior al precio que se transaba para los mismos plazos en el mercado de New York, en donde se ofrecían entre $14 y $15 por esos futuros.[14]

Las mencionadas irregularidades se convirtieron en una denuncia presentada por los diputados Federico Pinedo y Mario Negri. La denuncia fue atendida por el juez Claudio Bonadío, quien interpretó la situación como un caso de defraudación a la administración pública. Junto con la ayuda de diversos economistas, entre ellos Alfonso Prat Gay, el juez calculó que la pérdida para el BCRA ocasionada por la maniobra sería de alrededor de los 75 mil millones de pesos, como consecuencia de la devaluación realizada por la nueva cartera económica durante diciembre de 2015 cuando se liberó el mercado cambiario. Un elemento importante de este proceso judicial es que fueron procesados, junto con mandatarios del BCRA, otros funcionarios de otras carteras. Es decir, no solo fue procesado quien era presidente del BCRA en el momento de la venta sino también funcionarios ajenos al banco. Esto no sólo nos habla de un evento de mala praxis y dañino para la economía monetaria de nuestro país sino que, sobre todo, nos da una prueba contundente de que en esos años el BCRA no era realmente independiente ni autárquico. Si lo hubiese sido el procesado sería sólo Vanoli. Esta última característica,

[13] Los datos de este párrafo y del gráfico anterior fueron extraídos de: http://data.lanacion.com.ar/dataviews/70270/evolucion-del-precio-del-dolar-precio-para-la-venta/. Fecha: 31/05/2017.

[14] Todos los datos sobre la venta de dólares futuros a la que nos referimos en estos párrafos se encuentran, con discrepancias menores, en cualquier medio o diario argentino, por ejemplo, La Nación.

la no independencia del banco central, es propia de los casos de dominancia fiscal de la política monetaria y es por eso que nos ha parecido apropiado detenernos en este asunto.

De esta forma terminamos nuestro recorrido por la gestión de Vanoli en el BCRA. Hemos analizado cómo se trató de un caso claro de dominancia fiscal de la política monetaria. Además, la inflación nunca fue combatida seriamente: ni se usaron los instrumentos usuales ni se procuró por contar con un índice confiable para medirla. La administración del mercado cambiario se caracterizó por la intervención permanente y, hacia el final del mandato, por la incubación de una multimillonaria pérdida en concepto de venta de dólares futuros. Avancemos ahora a analizar el período de transición hacia la administración de Federico Sturzenegger para luego estudiar su gestión.

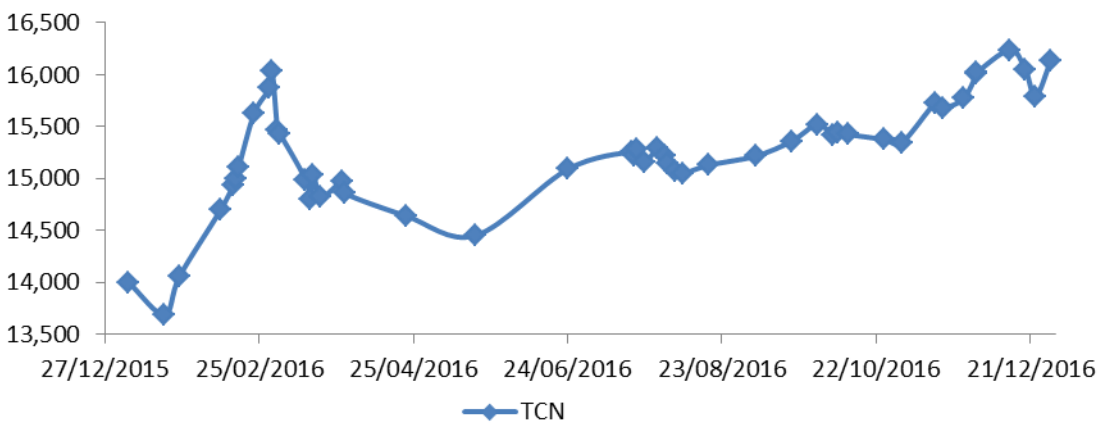
III-2. Las correcciones

El mes de diciembre de 2015 el nuevo equipo del presidente Mauricio Macri se hizo cargo del gobierno de Argentina. Tanto para el ministerio de Hacienda como para el BCRA ese mes y los siguientes meses de 2016 fueron meses dedicados a lo que ellos llamaron "corrección de distorsiones".

Durante el mes de diciembre el Ministerio de Hacienda, encabezado por Alfonso Prat Gay, en coordinación con el BCRA, encabezado por Federico Sturzenegger, decidieron liberar el mercado cambiario luego de más de cuatro años y unificar los tipos de cambio legales para volver a tener uno solo. La semana previa a la ejecución de la medida, el dólar oficial de casa de cambio cotizaba en torno a los $9,7, mientras que su par en el mercado negro costaba aproximadamente $14,7. Por su parte el dólar bolsa oscilaba en torno a los $15.[15] Luego de la unificación del mercado legal y de la eliminación de las restricciones a la compra, el precio en el mercado formal se devaluó hasta más del 50% respecto del precio de antes de la liberalización, como vemos en el siguiente gráfico que muestra la evolución del tipo de cambio (precio venta) para el 2016:

[15] La fuente de estos datos es el diario La Nación.
http://data.lanacion.com.ar/dataviews/70270/evolucion-del-precio-del-dolar-precio-para-la-venta/.
Fecha: 31/05/2017

TCN – evolución 2016



Elaboración propia.Datos: diario La Nación.

Los otros dos aspectos sobre los que hubo que afrontar importantes batallas fueron las tarifas a los servicios públicos y el arreglo con los *holdouts* aún pendiente luego de las renegociaciones de 2005 y 2010 por el default de la deuda soberana en el año 2001. A estos temas nos referiremos menos extensamente ya que entendemos que atañen más a la arista fiscal que a la monetaria, aunque, por supuesto, también la afectan.

Como ya analizamos antes, la economía argentina se caracteriza por un grueso déficit fiscal primario. Hacia fines de 2015 este déficit estaba acompañado por dos elementos importantes: atraso de diez años en las tarifas a los servicios y mercados externos de crédito cerrados debido al de 2001 que nunca terminó de regularizarse. La carga de todo esto recayó sobre la política monetaria que cayó casi irremediablemente bajo el dominio de la política fiscal. Con lo cual, cualquier esfuerzo serio por sanear las prácticas monetarias y combatir la inflación debía tener en mente la resolución de estos dos conflictos que mencionamos.

El nuevo gobierno entendió lo que explicamos en el párrafo anterior y afrontó ambas batallas, no sin dificultades claro. Con respecto a las tarifas se optó por un ajuste gradual que igualmente tuvo un gran coste social y político que llevó incluso a una reversión durante el segundo semestre del 2016. No obstante se ganó terreno y se avanzó en este asunto. Con respecto al arreglo con los *holdouts* el gobierno obtuvo los necesarios avales del Congreso de la Nación y a finales de abril de 2016 puso punto final a una década y media de default, pagando 9300 millones de dólares a sus contrapartes.[16] Para ese pago el gobierno emitió nueva deuda, es decir, hizo un *roll-over*. De esta forma evitó tener que comprar esa cantidad de dólares vía emisión monetaria o vía uso de reservas del BCRA. Así, se reabrieron las puertas de los mercados de crédito externo para Argentina.

[16] Toda la información sobre el arreglo con los holdouts se encuentra disponible en cualquier diario argentino, por ejemplo, La Nación.

En este marco se desarrolló el primer año de Federico Sturzenegger al frente del BCRA. Nos parecía pertinente hablar sobre estas cuestiones ya que indudablemente afectaron a la política monetaria durante el 2016. El aumento de tarifas y la devaluación, generando presiones inflacionarias. Por el otro lado, el retorno a los mercados internacionales de crédito le dio al Tesoro una nueva vía para financiar su déficit, lo que significa menos necesidad de recurrir a las transferencias del BCRA. Avancemos ahora al estudio de la gestión de Sturzenegger.

III-3. 2016 – Sturzenegger

Los planes para el 2016

El 10 de diciembre de 2015 Federico Sturzenegger asumió la presidencia del BCRA. La llegada del nuevo equipo al banco puso fin a un largo período de dominancia fiscal de la política monetaria que básicamente había consistido en un continuo de transferencias del BCRA a un Tesoro Nacional con alta indisciplina fiscal.

Desde un primer momento el nuevo presidente citó el artículo 3 de la Carta Orgánica del BCRA[17], el cual resulta pertinente exponer ahora:

> *"El banco tiene por finalidad promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social"*

Siempre se hizo hincapié desde la nueva presidencia del BCRA que el orden de los objetivos establecidos no era casual ni aleatorio, sino que más bien imponía una jerarquía. En efecto, Sturzenegger no ha perdido ocasión de resaltar que el objetivo culmen del banco es promover la estabilidad monetaria entendida como la estabilidad de precios. A su vez, ha señalado que desde su equipo entienden que solo desde un marco de estabilidad monetaria es posible el crecimiento de un sistema financiero amplio y sólido que posibilite el despegue del empleo y el desarrollo económico con equidad social.[18] De una forma o de otra lo que la nueva dirección del BCRA ha dejado en claro es que tiene como fin primordial la baja en la tasa de inflación. Concretamente, el BCRA estableció como objetivo de mediano plazo llevar la tasa de inflación al nivel de 5% para el año 2019.

Se decidió desde el BCRA adoptar para la Argentina un régimen de metas de inflación. Este sistema consiste básicamente en que el BCRA anuncia por anticipado sus metas de inflación para cada año y se compromete a usar todos los instrumentos de política

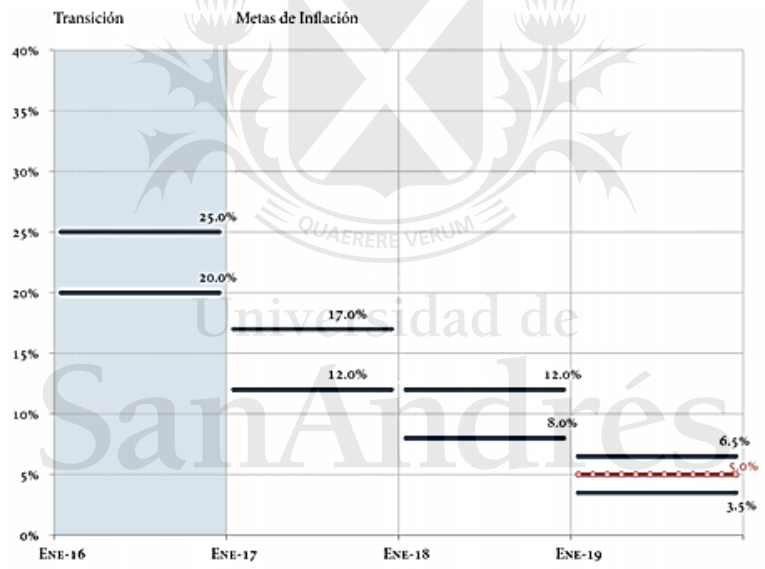
[17] La Carta Orgánica del BCRA puede ser consultada en la página web del banco.
[18] Fuente: conferencia de prensa de Federico Sturzenegger del día 28 de abril de 2016. Video: https://www.youtube.com/watch?v=GtD8dC9YtR8. Fecha: 31/05/2017.

monetaria de los que dispone para cumplir con esa meta. A su vez, también se compromete a dar cuenta del cumplimiento de sus objetivos.[19] En la Argentina, además, la legislación prevé que el rendimiento de cuentas se a través de dos presentaciones anuales del BCRA ante el Congreso de la Nación.

La elección de este sistema se sustenta en distintas bondades que podemos mencionar rápidamente. En primer lugar, podemos decir que un régimen de estas características ofrece a los actores de la economía previsibilidad. Marca un sendero para la tasa de inflación que facilita la coordinación entre los agentes. Al disminuir la inflación, además, tiene la capacidad de contribuir a la mejora en la distribución del ingreso, conservar el valor de la moneda y colaborar al crecimiento del país debido a todas las ventajas mencionadas en este párrafo.[20]

Veamos el siguiente esquema con las metas de inflación que se propuso el BCRA, a inicios del 2016:

Metas de inflación 2016 - 2019



Fuente: BCRA

En concreto, las metas se expresan en franjas y son las siguientes: para el año 2016 la franja es 20%-25%, para el 2017 es 12%-17%, para el 2018 es 8%-12% y para el 2019 es 3,5%-6,5%.

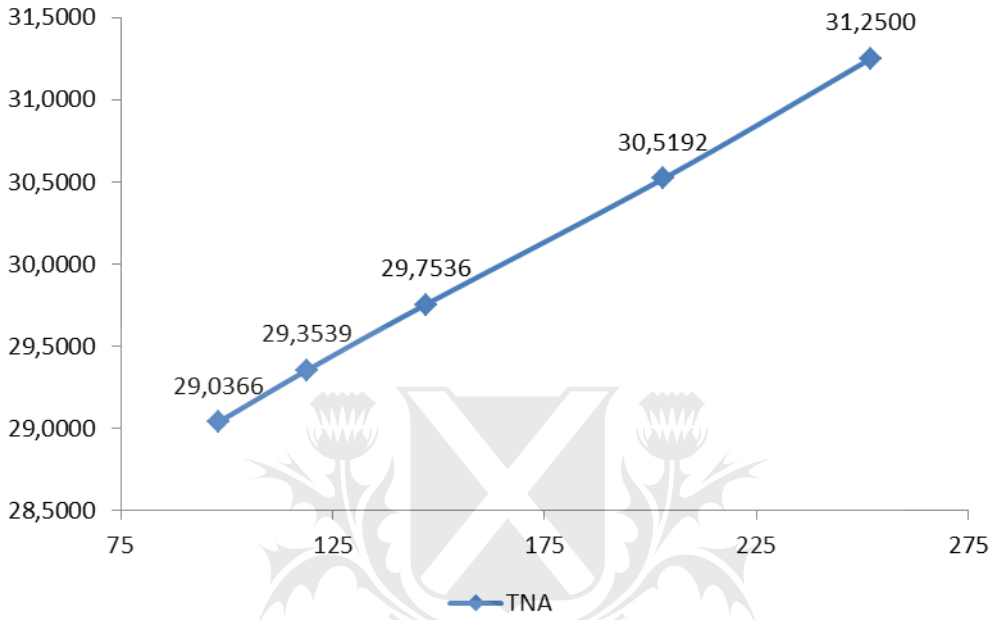
El BCRA decidió afrontar el año 2016 como año de transición para la implementación del régimen. Para ese año el instrumento de política monetaria escogido fueron las tasas

[19] Fuente: http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Prensa_comunicacion/Metas_de_inflacion26092016.PDF. Fecha: 31/05/2017.

[20] Para redactar este párrafo nos basamos en unas diapositivas disponibles en la página del BCRA. http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Prensa_comunicacion/Metas_de_inflacion26092016.PDF. Fecha: 31/05/2017.

de interés de las LEBACs, específicamente la de la LEBAC 35 (35 días de duración). No obstante, toda la estructura temporal de tasas de interés se vio afectada. Veamos a continuación cómo cambió la estructura temporal de tasas de interés entre principios de diciembre del 2015 y enero de 2016.

Curva de rendimiento – Licitación: 01/12/2015

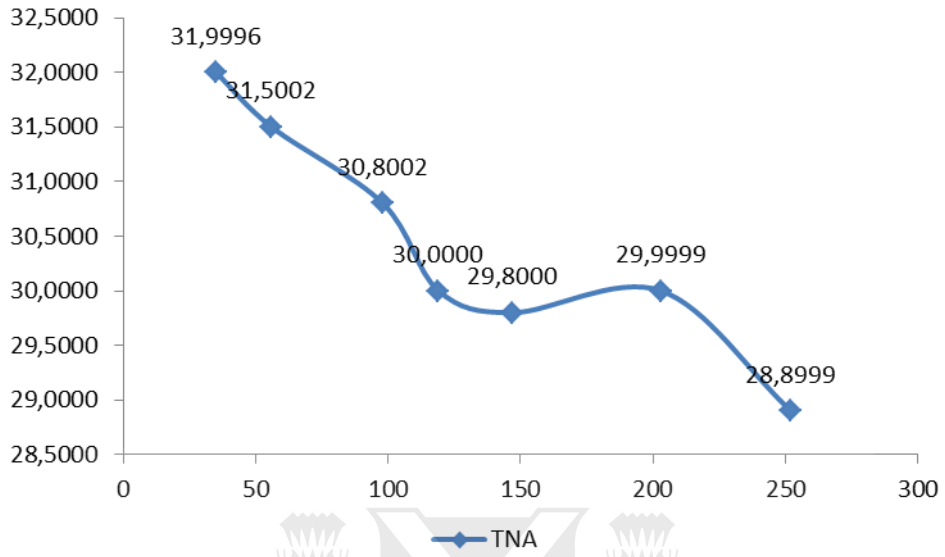


Elaboración propia. Datos: BCRA.

La licitación presentada arriba es la penúltima que realizó el BCRA durante la presidencia de Vanoli, el 1 de diciembre de 2015. Vemos una estructura temporal de tasas de interés con pendiente positiva. Pasemos ahora a analizar la curva de rendimientos ya con Sturzengger como presidente del banco. Prestemos atención a la licitación del 5 de enero de 2016.

Universidad de San Andrés

Curva de rendimiento – Licitación: 5/01/2016



Elaboración propia. Datos: BCRA.

Vemos cambios considerables de una estructura a otra. Lo primero para mencionar es que cambia la pendiente de la ETTI. Durante todo el año 2016 fue una constante que la ETTI tuviera pendiente negativa. Por otra parte se introdujeron LEBACs a menores plazos que las que se venían emitiendo en la presidencia de Vanoli. El objetico de esto, como ya mencionamos, era precisamente usar como instrumento monetario a las tasas de corto plazo, en particular, la de la LEBAC 35.

Vemos, entonces, como ya desde un primer momento la nueva administración del BCRA fue consecuente con sus anuncios y buscó dar las señales claras al mercado. Específicamente vemos cómo no demoró su intervención en las tasas de interés y, por otra parte, cómo la nueva estructura era perfectamente coherente con los objetivos planteados: una tasa de corto plazo alta que sirviera para bajar la inflación y que fuera ella misma descendiendo junto con la tasa de inflación. Justamente, como veremos luego, una curva de rendimientos con pendiente negativa, en la que las tasas de corto plazo son inferiores a las de largo plazo, predice tasas de corto plazo en descenso para el futuro.

El BCRA buscó -y busca- a través de la tasas de interés básicamente dos dinámicas. Por un lado, influir sobre la tasas de inflación en sí mismas. Por el otro, influenciar las expectativas de los agentes. Por supuesto ambas van de la mano. Veamos cada una con más detenimiento.

Una tasa de interés alta tiene un primer efecto de desincentivar el consumo e incentivar el ahorro o inversión en activos financieros. De este modo, se genera una desaceleración de la demanda agregada que, menguada, presionaría menos sobre los precios. Además,

una tasa en pesos elevada estimula la entrada de divisas, lo que tiende a apreciar el tipo de cambio. En países como el nuestro, con una matriz insumo producto con muchos componentes importados, las devaluaciones suelen trasladarse a los precios en moneda local. Con una tasa alta que desacelera la depreciación se evitan devaluaciones constantes, lo que resulta en una menor tasa de inflación.

Tampoco es menor el hecho de que, usando intensivamente la tasa, el banco central puede generar novedad de tasas o shocks monetarios. Esta novedad o shock se define por ser inesperada para los agentes económicos. Esto no quiere decir que el banco central abandone la regla y se incline hacia una total discrecionalidad. Sino que demuestra a los agentes económicos que, mientras conserva el régimen anunciado, es capaz y está dispuesto a sorprenderlos con el fin de lograr sus objetivos. De esta forma el banco central desempeña una política monetaria siempre activa.

Por su parte, el BCRA, decidió acompañar su régimen de metas con un régimen de flotación sucia o administrada para el tipo de cambio. Básicamente se busca un tipo de cambio flotante que es intervenido solo ocasionalmente con el objetivo de mitigar fluctuaciones innecesarias y proteger la hoja de balance del BCRA.[21]

Además de todo lo anterior, el BCRA busca tener influencia sobre las expectativas de inflación.[22] Incluso, en la literatura sobre metas de inflación muchas veces se repite que este mecanismo sea posiblemente el principal para el éxito de procesos desinflacionarios. El BCRA, manteniendo una ETTI como la que vimos antes demuestra su compromiso con las metas establecidas y envía claras señales al mercado de sus esfuerzos y acciones para combatir el aumento en el nivel general de los precios. Con lo cual, tan importante como trabajar sobre la tasa de interés y sobre la ETTI es el efecto que éstas produzcan en las expectativas de los agentes.

Otro aspecto de suma importancia para el nuevo régimen del BCRA es el aspecto de la transparencia y la comunicación. Esto tiene una influencia sustancial sobre las expectativas de los agentes. Como también dijimos antes, en regímenes de metas de inflación el BCRA se compromete a hacer públicos sus objetivos y visón, como así también a dar cuenta de su trabajo realizado y de los resultados obtenidos. En este sentido el BCRA definió, en abril, para el resto del 2016 un completo calendario de comunicación de la política monetaria.[23] Veámoslo a continuación:

[21] Fuente: http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Prensa_comunicacion/PresentacionPoliticasMonetarias2016.pdf. Fecha: 31/05/2017.

[22] Fuente: Conferencia de prensa del 28 de abril de 2016. https://www.youtube.com/watch?v=GtD8dC9YtR8. Fecha: 31/05/17.

[23] Fuente: http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Prensa_comunicacion/PresentacionPoliticasMonetarias2016.pdf. Fecha: 31/05/2017.

Cronograma de comunicaciones de política monetaria para el 2016

Fuente: BCRA

Las fechas recuadradas en azul representan las emisiones de un informe monetario mensual. Las fechas bordó representan emisiones de tres Informes de Política Monetaria trimestrales. Las franjas de los martes representan las emisiones semanales de LEBACs, con sus respectivos comunicados. Los martes que tiene la fecha subrayada son aquellos para los cuales los comunicados de las licitaciones son más extensos. La fecha del 15 de junio es la fecha en la cual el BCRA presenta su labor ante el Congreso de la Nación.

Vemos, a primera vista, una vocación por dar a conocer a todos los agentes económicos de manera transparente, organizada y metódica la evolución de la política fiscal. Con lo cual advertimos en este punto una total discrepancia del período de Sturzenegger respecto del anterior. El BCRA busca de este modo proveer a los agentes económicos de información y señales claras sobre el rumbo de la política monetaria, con el objetivo de poder facilitarles su accionar económico e influir sobre sus expectativas de tal modo que las metas de inflación se reflejen en sus negociaciones, acuerdos y contratos.

Por último, pero no menos importante, es preciso analizar la relación entre las políticas fiscal y monetaria. Pues al final del día, más allá de las metas, de las promesas, de los compromisos, de la comunicación y de las buenas intenciones, ningún régimen de metas de inflación puede ser exitoso si no existe una verdadera e inteligente relación entre la política fiscal y la monetaria.

Desde ya podemos decir que la dominancia fiscal de la política monetaria es incompatible con cualquier meta de inflación. Pero no solo eso. Incluso cuando no exista una dominancia fiscal absoluta o muy marcada aún es necesario establecer cierta coordinación o acuerdos claros.

En línea con esto, el BCRA, en acuerdo con el Ministerio de Hacienda, dispuso para el año 2016 un límite para su financiamiento del Tesoro. Se dispuso que las transferencias

del BCRA al Tesoro fueran de 160 millones de pesos en todo el año. En particular, se estableció que el BCRA transferiría 40 mil millones de pesos por trimestre.[24]

Este compromiso no es menor si se piensa que la Argentina es una economía que presentó para el 2015 un déficit fiscal mayor al 5% de su PBI y superior a los 290 mil millones de pesos.[25] Ante este panorama la tentación por monetizar el déficit, es decir, pagarlo vía impresión de dinero, es muy grande. Y también son grandes las potenciales secuelas que esto deja en términos de inflación. Desde ya que una restricción estricta sobre las transferencias al Tesoro impone a la autoridad fiscal el desafío de ordenar su balance con el fin de disminuir ese déficit.

Con lo cual vemos que la actual gestión del BCRA hizo un plan consistente para el año 2016. Estableció este año como un año de transición a un régimen de metas de inflación. Dispuso que utilizaría la tasa de la LEBAC 35 como instrumento de política. Esto sería acompañado por un régimen de flotación administrada del tipo de cambio. Asimismo se fijó una estricta coordinación con la política fiscal. Y, no menos importante, se estableció un prolijo cronograma para la información y la rendición de cuentas. Pasemos ahora a analizar cómo funcionó todo esto con el transcurrir del año 2016.

Una mirada sobre el 2016

Por supuesto que la primera pregunta que el lector ansioso se hace en esta instancia es si verdaderamente el BCRA fue capaz de conseguir la meta de inflación para el 2016. No obstante, la efectividad del régimen no depende sólo de esa cuestión binaria sino que va más allá. Específicamente tenemos que analizar cómo se llevó a la práctica todo el plan antes descripto.

La medición de la inflación fue, en sí misma, un desafío para la nueva gestión. Esto se debió a todas las perturbaciones que sufrieron las metodologías del INDEC desde el 2007. Con lo cual, la nueva administración tuvo que avocarse a recuperar, incluso, el aparato de medición en sí mismo. Y fue solo en junio que el INDEC produjo su primera medición oficial de la inflación para el nuevo ciclo.

En este marco, para el final de 2016 el BCRA contaba tanto con mediciones oficiales como extra oficiales de la evolución del nivel general de precios. Lamentablemente, el resultado no fue el esperado, como ya podía anticiparse durante el año. Diversas estadísticas, oficial y extraoficiales, coinciden en que la inflación para el año 2016

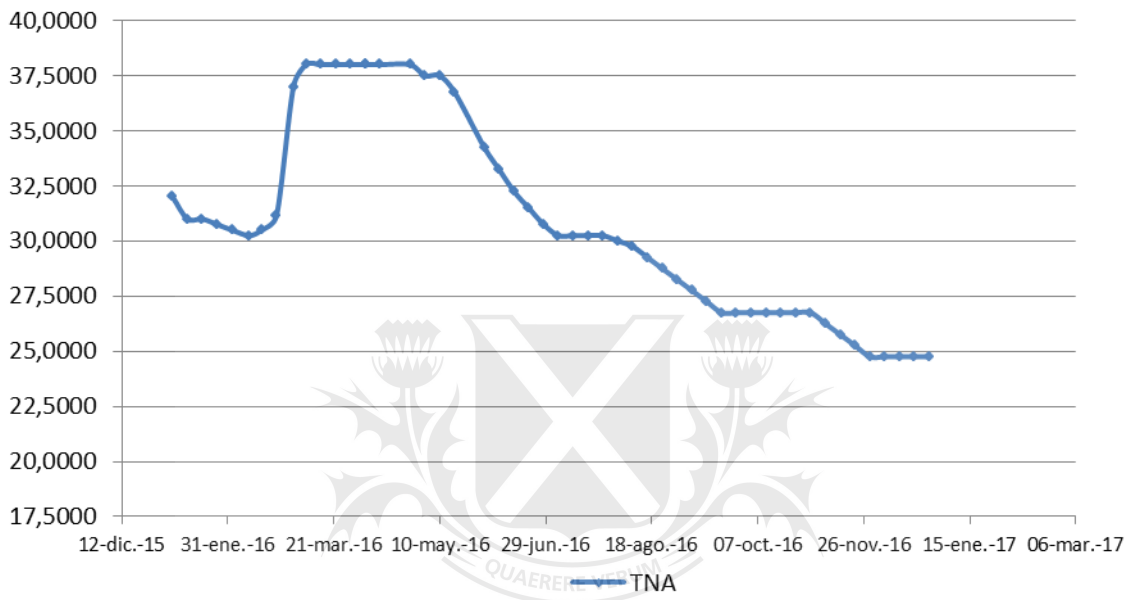
[24] Fuente: Fuente: http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Prensa_comunicacion/PresentacionPoliticasMonetarias2016.pdf. Fecha: 31/05/2017.

25 Fuente: http://www.economia.gob.ar/resultado-fiscal-2015-y-enero-2016/. Fecha: 31/05/2017.

estuvo en el orden del 40%, muy superior al 26-27 % del año anterior.[26] No obstante, como dijimos antes esto no agota nuestro estudio que tiene más facetas de análisis.

Con respecto al instrumento, tasa de la LEBAC 35, podemos decir que fue usado durante todo el año. Veamos a continuación cómo fue evolucionando esta tasa durante el año:

Evolución de la tasa de LEBAC 35 - 2016

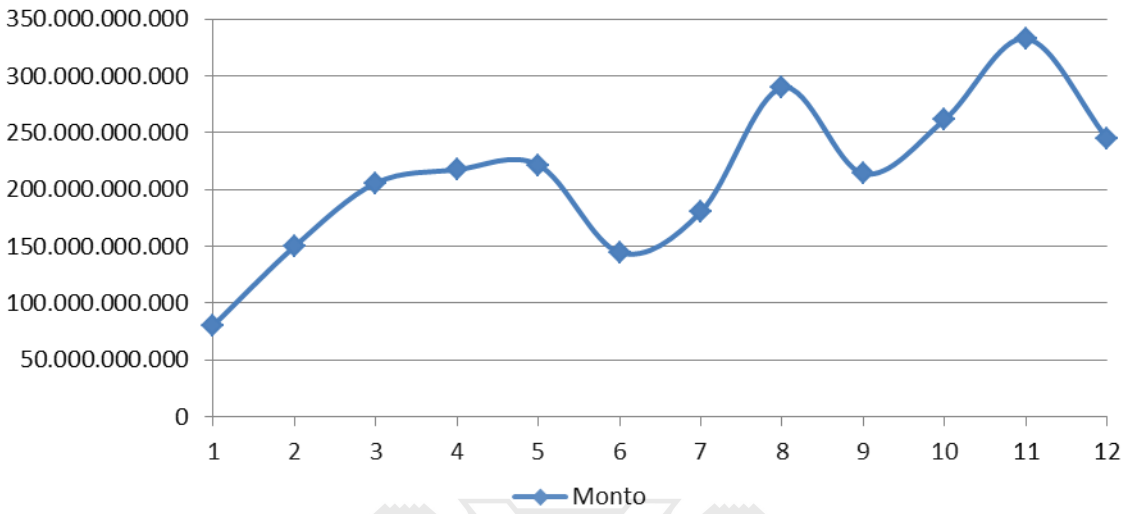


Elaboración propia. Datos: BCRA.

Vemos como el BCRA no desistió en el uso de esta tasa como instrumento. Por el contrario, la volatilidad en su valor nos muestra la actividad del BCRA en ese mercado. Por otra parte, vemos que la tasa ha tenido una tendencia a la baja, consecuente con la pendiente negativa que exhibió durante todo el 2016 la ETTI. También podemos ver el volumen transado de la LEBAC 35 a lo largo de las licitaciones:

[26] Fuente: https://es.wikipedia.org/wiki/Anexo:Evoluci%C3%B3n_del_%C3%8Dndice_de_Precios_al_Consumidor_en_Argentina. Wikipedia con datos de "Inflación Verdadera". Fecha: 31/05/2017.

LEBAC 35 – Monto colocado por mes



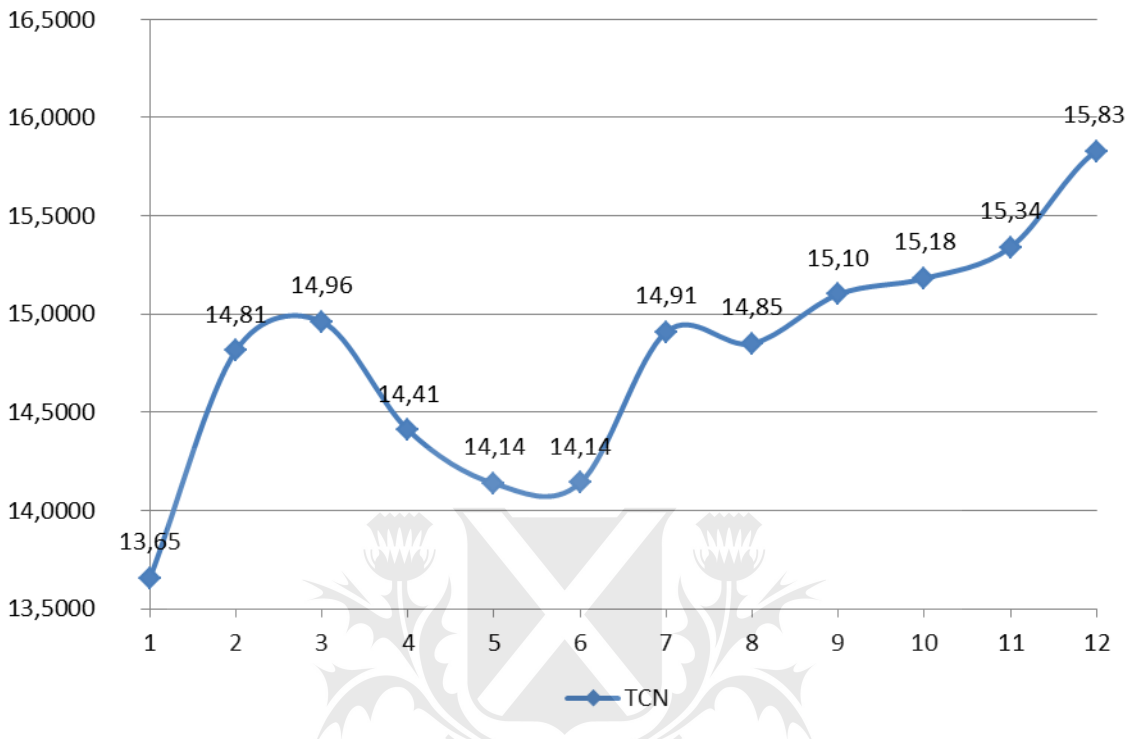
Elaboración propia. Datos: BCRA.

Vemos como las colocaciones fueron aumentando, en promedio, durante el año desde los 80 mil millones colocados en enero hasta los más de 3300 mil millones de noviembre. Esto es importante porque demuestra que las tasas ofrecidas por el BCRA fueron adecuadas para atraer grandes volúmenes de inversionistas.

Por otra parte la expansión de la cantidad de dinero M2 estuvo entre el 27 y el 28 % mientras que en el 2015 había estado cerca del 33%.[27] Este dato indicia una disminución no despreciable en la impresión de dinero. No obstante, como ya anticipamos, el instrumento escogido por el BCRA no fueron los agregados monetarios sino la tasa de interés. Con lo cual, los datos de este párrafo son ilustrativos pero menos importantes que todo lo referido a la LEBAC 35.

Otro aspecto a considerar es el del tipo de cambio. Antes explicamos que en el marco de una política de altas tasas de interés es de esperar una apreciación del tipo cambio como resultado de que esas altas tasas atraigan inversores externos que aumenten la demanda de moneda local. Por otra parte, también explicamos que para economías como la argentina una apreciación del tipo de cambio puede ser conveniente para mermar la inflación dado que evita que devaluaciones constantes se trasladen permanentemente a los precios. Analicemos cómo se comportó el tipo de cambio durante el año 2016:

[27] Datos: BCRA, cortesía de Constanza Matarrelli. La base contiene una medida desestacionalizada de M2.



Elaboración propia. Datos: BCRA.

En el gráfico anterior vemos los promedios mensuales de TCN de pesos argentinos por dólar estadounidense para el año 2016. Podemos ver la apreciación si comparamos la tasa de inflación con la tasa de devaluación. De acuerdo a los datos oficiales del BCRA (gráfico), si calculamos la devaluación del TCN prestando atención a la variación del promedio mensual mes a mes, obtenemos que la devaluación para todo el año 2016 es del orden del 15 – 16 %, muy por debajo del 40% al que se aproximó la tasa de inflación. El resultado neto de esto es una clara apreciación en términos reales.

No se debe pensar, por el contrario, que esta apreciación fue el resultado de una manipulación del tipo de cambio y que por lo tanto sea artificial. Lo cierto es que la Argentina mantuvo y mantiene el régimen de flotación sucia y nuestro gráfico de arriba refleja los tipos de cambio como resultado de la interacción entre oferta y demanda en el mercado cambiario a lo largo del año.

También es preciso analizar, en este marco de revisión de la política monetaria de 2016, cómo funcionó la coordinación con la política monetaria. En este sentido, es preciso decir que fue un éxito ya que el BCRA respetó rigurosamente el límite para el financiamiento al Tesoro que se había impuesto. Se transfirieron 160 mil millones de pesos. También resulta adecuado el siguiente dato: durante el 2015 las transferencias del BCRA al tesoro representaron el 4,4% del PBI, mientras que en el 2016 representaron

solo el 2,1%.[28] Lo que hay que hay que agregar aquí es que esta meta se hubiera dificultado si Argentina no hubiera recuperado el acceso a los mercados de deuda internacionales, que consiguió luego del arreglo con los *holdouts* que quedaron luego de las renegociaciones de pago de 2005 y 2010.

Un interrogante natural que surge en este sentido tiene que ver con la potencial presión que pudieron haber generado los 160 mil millones transferidos. Esencialmente, el razonamiento es el siguiente: si las transferencias generan exceso de oferta de dinero el BCRA debe esterilizar, aumentando sus colocaciones de LEBACs, por ejemplo. El resultado, no obstante fue el opuesto. El aumento en la demanda de dinero fue más que suficiente para absorber las transferencias del BCRA al tesoro. En efecto, el BCRA vio durante el año exceso de demanda de dinero. Esto no fue una sorpresa en absoluto, sino que fue previsto desde inicios de 2016 a través de simulaciones de la evolución de la demanda de dinero.[29]

Ante esta situación de aumento de la demanda de dinero, el BCRA tenía básicamente dos opciones. Por un lado, podía reducir el stock de LEBACs o, por el otro, comprar reservas. La opción elegida por el BCRA para el año 2016 fue la compra de reservas. Así, se compraron 7300 millones de dólares vía emisión monetaria. El resultado de esto es un aumento en el tamaño de la hoja de balance del BCRA, que vio crecer tantos sus activos –reservas internacionales– como sus pasivos –mayor stock de LEBACs–.[30]

En esta instancia ya estamos en condiciones de ver una imagen más clara del año 2016 en términos monetarios. Básicamente, podemos decir que la meta de inflación lamentablemente no se alcanzó. No obstante como hablamos antes, esto se dio en un marco de disciplina del BCRA y de una dominancia fiscal acotada. Si bien no se cumplió la meta, el BCRA demostró durante todo el año su compromiso por adherirse al plan. Esto se vio en el empleo de la LEBAC 35 como instrumento, la precisión milimétrica con que se controló el financiamiento al tesoro y la transparencia y prolijidad con que se difundió la información. Con todo esto en mente el BCRA decidió plantear sus objetivos para el año 2017, tema del que nos ocupamos en el siguiente apartado.

[28] Fuente: http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Prensa_comunicacion/Metas_de_inflacion26092016.PDF. Fecha: 31/05/2017.

[29] Todo esto está bien explicado en la conferencia de prensa de Federico Sturzenegger del 26 de septiembre de 2016. Presentación: https://www.youtube.com/watch?v=iZmj4XB_ESE. Documento de la presentación: http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Prensa_comunicacion/Metas_de_inflacion26092016.PDF. Fecha: 31/05/2017.

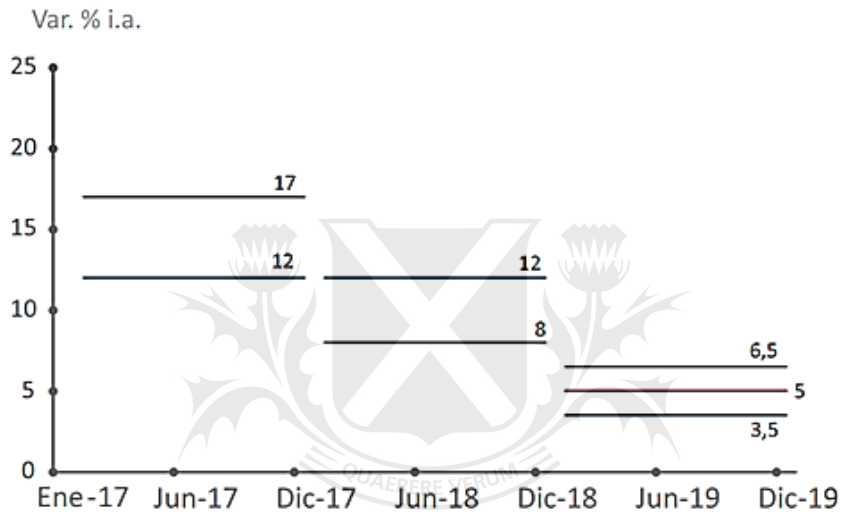
[30] Misma fuente que la cita anterior.

El plan para el 2017

Como antes mencionamos, el 2016 fue para el BCRA el año de la transición para la implementación definitiva del régimen de metas de inflación. Con lo cual, para el 2017 se definió un plan en la misma línea. Analicémoslo a continuación.

Con respecto a las metas en sí mismas, veamos el siguiente gráfico:

Metas de inflación 2017 – 2019



Fuente: BCRA

Se definieron las metas para los años 2017, 2018 y 2019. La banda para el año 2017 es 12 – 17 %, para el 2018 es 8 – 12 % y para el 2019 es de 3,5 – 6,5 %. Es preciso ver que a pesar del incumplimiento de la meta en 2016, el BCRA no decidió modificar sus metas iniciales. Por el contrario, reafirma su convicción de perseguirlas.

Lo que sí se cambió en vistas al año 2017 es el instrumento de política monetaria. Durante todo el 2016 fue la tasa de la LEBAC 35, y las tasas de las LEBACs en general, si se quiere. Para el año 2017 el BCRA usará las tasas de los pases interbancarios de 1 y 7 días. Notemos que, sin embargo, esto no constituye un gran cambio ya que en definitiva la tasa de corto plazo sigue siendo el instrumento. La diferencia es que ahora es una tasa de menor duración. De esta forma, el BCRA buscará establecer tasas de referencia para los pases, en torno a las cuales se busca generar un corredor de tasas para establecer un rango dentro del cual se ubiquen los tipos de interés de esos pases.[31]

[31] Todo esto está bien explicado en la conferencia de prensa de Federico Sturzenegger del 26 de septiembre de 2016. Presentación: https://www.youtube.com/watch?v=iZmj4XB_ESE. Documento de la presentación: http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Prensa_comunicacion/Metas_de_inflacion26092016.PDF. Fecha: 31/05/2017.

Con respecto a las letras, el BCRA seguirá ofreciendo licitaciones que a partir de febrero de 2017 tendrán frecuencia mensual, en vez de semanal. Los plazos seguirán ubicándose entre los 35 y los 252 días. De esta forma, el BCRA seguirá controlando la ETTI de corto plazo, dejando al tesoro –y sus bonos– la ETTI para los plazos mayores al año.[32]

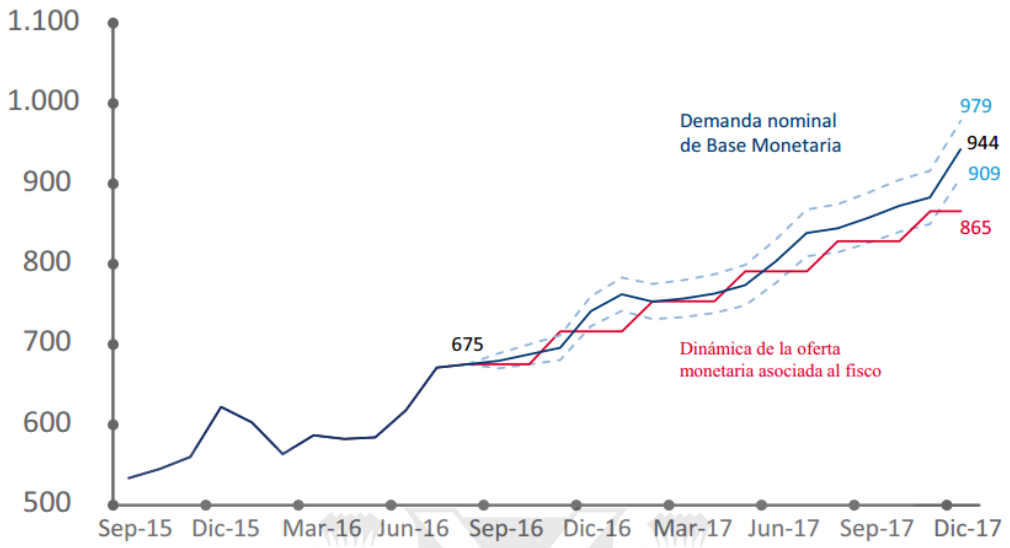
No obstante lo anterior, la periodicidad para definir la política monetaria seguirá siendo semanal. Es decir, el BCRA seguirá tomando sus decisiones e intervenciones de política monetaria semanalmente, emitiendo un comunicado todos los martes.[33]

En lo que se refiere a la coordinación con la política fiscal, se buscará seguir la misma línea que funcionó correctamente el año 2016. Se estableció para el 2017 el monto de 150 mil millones de pesos para las transferencias al tesoro. Este monto es 10 mil millones inferior al monto de 2016, no obstante, en términos del PBI representaría un 1,5%, mientras que los 160 mil millones de 2016 representaron el 2,1% del producto. La composición de esas transferencias fue prolijamente detallada en el presupuesto fiscal para el 2017: 60 mil millones en concepto de utilidades y 90 mil millones en concepto de otorgamiento neto de adelantos del BCRA. Para el año 2017 se espera, nuevamente, que el aumento de la demanda de dinero sea suficiente para absorber esas transferencias y que no se requiera esterilización. Veamos el siguiente gráfico, donde las magnitudes se expresan en miles de millones de pesos.[34]

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

[32] Todo esto está bien explicado en la conferencia de prensa de Federico Sturzenegger del 26 de septiembre de 2016. Presentación: https://www.youtube.com/watch?v=iZmj4XB_ESE. Documento de la presentación: http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Prensa_comunicacion/Metas_de_inflacion26092016.PDF. Fecha: 31/05/2017.
[33] Misma cita que arriba.
[34] Misma cita que arriba.

Demanda de base monetaria proyectada



Fuente: BCRA

Vemos entonces que el BCRA tendrá nuevamente la posibilidad de disminuir el stock de LEBACs o de seguir acumulando reservas internacionales.

Por otra parte, al igual que en 2016 se estableció un prolijo cronograma para la publicación de la información. Veámoslo:

Programa de publicaciones para el 20107

Fuente: BCRA

Vemos como quedó establecido que la tasa de política monetaria se define todas las semanas y se comunica en un informe que se emite todos los martes del año (franjas verdes). Un martes por mes además se emiten LEBACs, con sus correspondientes comunicados (recuadros celestes). Por último, cuatro veces en el año se emitirá el IPON

o Informe de Política Monetaria (cuadrados amarillos). Las fechas para esos informes son 18 de enero, 19 de abril, 18 de julio y 18 de octubre.

Vemos entonces cómo el 2017 busca marcar una continuidad respecto del 2016, en lo que se refiere a la política monetaria. Se buscará afianzar el régimen de metas de inflación, el instrumento seguirá siendo la tasa de corto plazo, solo que ahora la de los pases. Con respecto a la coordinación con la política fiscal se vuelve a ser estricto a través de un límite para las transferencias del BCRA al Tesoro. Y, por último, se vuelve a establecer, desde el BCRA, el compromiso con una comunicación transparente y sistemática de la información.

III-4. Nuestra visión

En esta tercera sección hemos analizado las gestiones de Vanoli y de Sturzenegger en el BCRA, específicamente los años 2015 (Vanoli) y 2016 (Sturzenegger). Podemos concluir luego de todo lo hablado hasta ahora que el cambio de un presidente a otro ha sido realmente sustancial, como hace muchos no se veía en el BCRA. Los meses de Vanoli se caracterizaron por un dominio fiscal absoluto de la política monetaria. Este dominio se explicó por un déficit fiscal alarmante que solo pudo palearse con transferencias del BCRA al Tesoro. Sin política de tasas ni de control de agregados, el BCRA fue un espectador pasivo de una inflación que se ubicó muy por encima de la del resto de las economías de la región, a excepción de Venezuela. Así terminó este ciclo poco feliz para el BCRA y para el aspecto monetario de nuestra economía: con un tipo de cambio totalmente intervenido y apreciado y con una venta de dólares futuros de proporciones inéditas con señales marcadas de defraudación a las arcas públicas.

En diciembre de 2015 se hizo cargo del banco Federico Sturzenegger con la intención de llevar a cabo un cambio de rumbo marcado. La liberalización del mercado cambiario, en coordinación con el Ministerio de Hacienda, fue solo el comienzo. Pues el objetivo principal que el renovado BCRA se propuso para el período 2016–2019 fue bajar la inflación hasta el nivel de 5% por medio de un Régimen de Metas de Inflación. Buscando ser exitoso en la implementación de este régimen dispuso un plan detallado para el año 2016, que sería el año de transición o implementación. Como vimos, para el 2016 se dispuso llevar a cabo una política de altas tasas de interés y se usó para ello a las letras de corto plazo, en particular a la LEBAC 35. No es menor tampoco que se decidió recuperar al INDEC como fuente confiable de mediciones de inflación, algo ausente los últimos años del Kirchnerismo. Por supuesto, se buscó robustecer el régimen de metas de inflación con un límite para las transferencias del BCRA al Tesoro con el claro objetivo de acotar la dominancia fiscal. Todo esto se hizo en un contexto de transparencia y de comunicaciones sistemáticas y prolijas de la información con el objetivo de dar señales claras que operen sobre las expectativas de los agentes económicos.

Lamentablemente, la meta de una inflación inferior al 25% para el 2016 estuvo lejos de cumplirse ya que dicha tasa estuvo cerca del alarmante nivel del 40%. Este nivel de inflación es más de 10 puntos porcentuales más alto que el del 2015, no obstante es bastante similar al que estimaron consultoras privadas para el 2014. Con lo cual en lo que se refiere a tasa de inflación se ve que las cosas no cambiaron para la Argentina durante el 2016. No obstante, creemos que esto no debe ser interpretado como un fracaso para la autoridad monetaria.

Si bien en ambos años la inflación fue preocupantemente elevada, creemos que el BCRA no es igualmente responsable de ello en ambos períodos. Durante la presidencia de Vanoli la alta inflación fue la consecuencia lógica de una política monetaria absolutamente despreocupada o incapaz de controlar la estabilidad de precios. Incluso si prestamos atención a la negación por llevar a cabo el saneamiento del INDEC podemos decir que fue una política monetaria negligente en este sentido. Contrariamente a todo esto, la política monetaria que desarrolló el BCRA durante el 2016 hizo los méritos suficientes para demostrar su verdadero compromiso por reducir el aumento sostenido del nivel general de precios. En efecto, siguió al pie de la letra las prácticas necesarias para poner en marcha exitosamente un régimen de metas de inflación. Fue persistente en el uso de la tasa de interés de corto plazo como instrumento. Tuvo precisión milimétrica para respetar el tope de financiamiento al Tesoro. Y sobre todo fue transparente y puntual en la transmisión de la información. Mientras que durante el 2015 el resultado no podía ser otro que una elevada tasa de inflación, en el 2016 hay elementos suficientes para decir que se hizo un serio y verdadero esfuerzo para que eso no sucediera. Lo que sucede es que, como bien sabemos, la inflación no es enteramente un fenómeno monetario, y menos en economías como la nuestra. Por supuesto que la inflación es fundamentalmente un fenómeno monetario, de hecho hay consenso entre los economistas respecto de este punto. Lo que sí es cierto, también, es que para el 2016 la Argentina venía con todo un bagaje de alta inflación y distorsiones de precios y de la economía en general que era preciso corregir.

Creemos, entonces, que estamos ante un problema de *timing* más que ante un problema de métodos. Pesamos que el sendero que ha seguido el BCRA durante el 2016 ha sido el correcto. Por supuesto que pueden haber habido errores, pero no sustanciales. Lo que decimos es que los resultados no se han visto *todavía* y que todo es una cuestión de tiempo, ya que, como vimos la política monetaria ha sido consistente y prolija. De hecho, el régimen de metas de inflación ha dado sobradas muestras de éxito en economías muy similares a la nuestra, en lo que va del siglo XXI. Vemos, también, que desde el BCRA se tiene una visión parecida ya que, de otro modo, no se hubiera persistido en la misma línea. Como vimos, para el 2017 se planea seguir la misma estrategia con cambios menores.

III-5. Ejercicio empírico

La tasa de interés de la LEBAC 35 fue el instrumento de la política monetaria de metas de inflación elegido por el BCRA para el año 2016, como vimos. No obstante, como también observamos, toda la curva de rendimientos se vio afectada. A su vez, las licitaciones no solo aumentaron su frecuencia sino también la gama de plazos o duraciones disponibles.

La llegada de la nueva administración al BCRA invirtió la pendiente de la curva de rendimientos o ETTI de corto plazo, que mantuvo su pendiente negativa durante todo el 2016. En torno a la ETTI gira nuestro ejercicio empírico. Específicamente nos concentraremos en las tasas forward y en las spot. Como explicamos más adelante, toda emisión de letras a distintos plazos constituye una ETTI que contiene las tasas spot de esa licitación. A su vez, esas tasas spot dan origen a tasas forward que anticipan o pronostican tasas spot futuras. En nuestro ejercicio buscamos observar cómo se vio afectado este aspecto con el cambio de rumbo en el BCRA. Es decir, buscaremos analizar cómo afectó el cambio de régimen a la capacidad predictiva de las tasas forward.

IV. Marco teórico

Esta sección es un preludio teórico para la sección siguiente en la que estaremos adentrándonos en la metodología de nuestro ejercicio empírico. Este ejercicio presta atención a la curva de rendimientos, y en particular, a las tasas forward y a las spot. Justamente, en esta sección buscamos explicar esos conceptos para un mejor entendimiento del ejercicio. Para ello aprovecharemos aportes de Mishkin y Eakins (2012). En particular, buscamos explicar por qué las tasas forward son un predictor de las tasas spot del futuro ya que esto es crítico para nuestro ejercicio empírico.

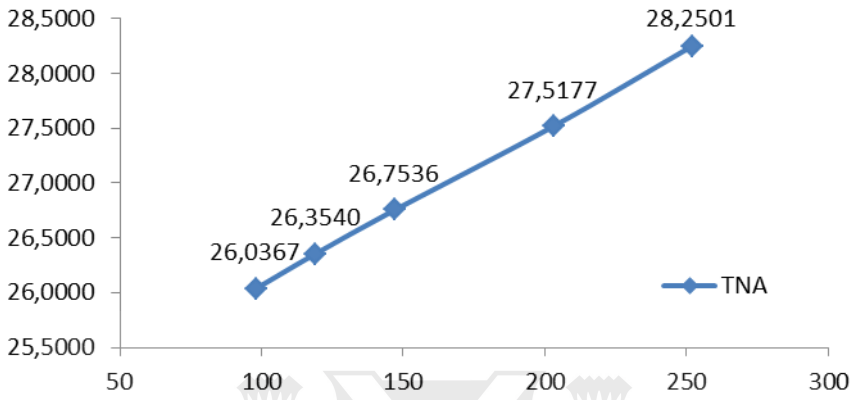
Como bien sabemos, distintos bonos pueden y suelen tener distinta tasa de interés. Estas tasas se explican, principalmente, por dos características fundamentales de los bonos: riesgo del emisor y duración (*term to maturity*). El aspecto del riesgo del emisor es fácil de entender. Básicamente, los bonos cuyos emisores tienen asociada una mayor probabilidad de default deberán pagar una mayor tasa de modo tal que los inversores se sientan atraídos a comprarlos. En términos matemáticos:

$$r_{bono\ riesgoso} = r_{bono\ libre\ de\ riesgo} + prima\ por\ riesgo$$

Donde $r_{bono\ riesgoso}$ es la tasa de interés para un bono riesgoso, $r_{bono\ libre\ de\ riesgo}$ es la tasa para un bono libre de riesgo y *prima por riesgo* es el adicional de tasa que se pide al emisor riesgoso. Cuando hablamos de *bono libre de riesgo* nos referimos, por lo general, a los bonos emitidos por los bancos centrales o a los bonos en moneda doméstica del gobierno. Esto se debe a que en esos casos el emisor tiene la posibilidad de emitir dinero, si es necesario, para honrar su deuda. En este sentido decimos que las letras del BCRA son un caso de bonos libres de riesgo.

Pero además del aspecto del riesgo está el aspecto de la duración. Así, bonos emitidos por el mismo emisor pueden y suelen tener distintas tasas de interés asociadas a distintas duraciones. Se denomina Estructura Temporal de Tasas de Interés, ETTI, a la relación entre duración y tasa de interés. Esa relación se expresa gráficamente en la Curva de Rendimientos. (Mishkin y Eakins, 2012). Veamos un ejemplo de curva de rendimiento:

Curva de rendimientos. Licitación de LEBACs del 20/10/2015



Elaboración propia. Datos: BCRA.

La curva es el resultado, como vemos, de la licitación de LEBACs que realizó el BCRA el 20 octubre de 2015. Vemos cómo estos bonos libres de riesgo, que son las LEBACs, tienen distintas tasas para distintas duraciones. En este caso la curva de rendimientos tiene pendiente positiva. En la empiria se verifica que en la mayoría de los casos las curvas de rendimiento exhiben pendiente positiva (Mishkin y Eakins, 2012). Cuando la pendiente es negativa se denomina pendiente invertida.

Existen tres teorías principales que reflexionan sobre la estructura temporal de tasas de interés: teoría de las expectativas, teoría de los mercados separados y teoría del premio por liquidez. Veamos brevemente los postulados de cada una.

IV-1. Teoría de las expectativas

El supuesto sobre el que se sustenta esta teoría es el siguiente: existe perfecta sustitución entre plazos (Mishkin y Eakins, 2012). En este contexto, los inversores no deciden por plazo sino que escogen la inversión que más tasa les otorgue. A modo ilustrativo sigamos el siguiente ejemplo que traemos de Mishkin y Eakins (2012).

Supongamos que un inversor tiene las siguientes dos opciones:

- Invertir en un bono a 2 años de duración
- Invertir en un bono a 1 año y, luego de un año, renovarlo por uno nuevo de 1 año de duración

De acuerdo con esta teoría, nuestro inversor elegirá la inversión que más rentabilidad le ofrezca, sin tener en cuenta los plazos de los bonos involucrados. Con lo cual los inversores solo deciden comparando las tasas esperadas para la inversión. Así, en un mercado funcionando sin anomalías, deberíamos esperar que el rendimiento de ambas inversiones se iguale. Para seguir con nuestro ejemplo, pongámosle valores numéricos:

A. El bono a dos años disponible hoy tiene tasa 10%

B. El bono a un año disponible hoy tiene tasa 9%

Según la teoría que estamos analizando, la tasa de interés para el bono de un año de duración que se emitirá dentro de un año ya está determinada. Pues la inversión B debería darnos el mismo retorno que la inversión A. Resolvamos matemáticamente:

$$Retorno_{Inversión\ A} = Retorno_{Inversión\ B}$$
$$(1+0{,}1)^2 - 1 = \Big((1+0{,}9)\big(1+r_{1,2}\big)\Big) - 1$$
$$(1+0{,}1)^2 = (1+0{,}9)\big(1+tasa_{1,2}\big)$$

Donde $tasa_{1,2}$ es la tasa para el bono de un año de duración que se emitirá dentro de un año. Despejando llegamos a que:

$$tasa_{1,2} = \frac{(1+0{,}1)^2}{1+0{,}9} - 1$$

Hacemos el cálculo numérico y tenemos que:

$$tasa_{1,2} \cong 11\%$$

Básicamente, esta es la teoría de las expectativas. Podemos razonar lo siguiente: cuando las tasas de corto plazo son menores que la de largo plazo esperamos, bajo esta teoría, que las tasas de corto plazo suban en el futuro, de manera que puedan igualarse los rendimientos de inversiones de igual duración, como en el caso de nuestro ejemplo. En los casos para los cuales las tasas de corto plazo son mayores a las de largo plazo esperamos, por el contrario, que las tasas de corto plazo futuras sean menores que las de hoy.

IV-2. Tasas spot y tasas forward

Aprovechemos el ejemplo anterior para introducir ahora estos dos conceptos: tasas spot y tasas forward. Tasas spot son aquellas que existen hoy en el mercado. En nuestro ejemplo son tasas spot la tasa del bono a dos años y la tasa del bono a un año que se licitan hoy. Las tasas forward son, en cambio, aquellas que no existen en el mercado hoy. En nuestro ejemplo, la tasa que calculamos algebraicamente de 11% es una tasa forward. Cuando tenemos en mente la teoría de las expectativas, la tasa forward es un

predictor de la tasa spot que se revelará en el futuro. Un razonamiento análogo puede hacerse cuando tenemos en mente la teoría del premio por liquidez, como veremos. Sobre esto estará girando nuestro ejercicio empírico.

IV-3. Teoría de los mercados separados

La teoría de los mercados separados se basa en el supuesto contrario al de la teoría de las expectativas. Supone que no existe sustitución alguna entre los bonos con distintas duraciones. (Mishkin y Eakins, 2012). Partiendo de esto razonamos lo siguiente: los mercados para bonos de distinta duración funcionan separadamente. Con lo cual el precio y la tasa de equilibrio se establecen en cada mercado de manera independiente. Ante la completa separación de los mercados, las tasas resultantes en cada uno no se relacionan entre ellas. Es decir, bajo la teoría de los mercados separados no existe ninguna relación entre tasas para distinto plazo. Quienes esgrimen esta teoría argumentan que, en efecto, los inversores (fondos de pensión, ahorristas individuales) tienen preferencias por una duración particular y no por otra. Pensando de este modo, dicen, no es descabellado concluir que exista una separación entre los mercados. (Mishkin y Eakins, 2012)

IV-4. Teoría del premio por liquidez

La teoría del premio por liquidez plantea una conciliación entre las dos teorías anteriores. El supuesto en que se basa es el siguiente: existe sustitución entre plazos, aunque esa sustitución no es perfecta. (Mishkin y Eakins, 2012). Esta teoría, a su vez, tiene en mente que los inversores tienden a preferir activos de corto plazo, con lo cual, deben ser compensados con un adicional de tasa para la inversión en activos de más largo plazo. Este adicional de tasa de denomina prima o premio por liquidez. (Mishkin y Eakins, 2012).

Con respecto a la preferencia por los activos de corto plazo podemos pensar lo siguiente. Mientras más corta es la duración, menor es el riesgo de tasa de interés al que se expone el inversor. Es decir, menor es el riesgo de que durante el tiempo que dura su inversión la tasa de interés suba sin que el inversor pueda acceder a ella por tener su dinero comprometido en un bono de mayor duración.

En términos algebraicos la teoría de las expectativas puede expresarse de la siguiente manera:

$$Retorno_{Inversión\ A} = Retorno_{Inversión\ B} + prima\ por\ liquidez$$

Donde *Inversión A* e *Inversión B* son las mismas del ejemplo que tomamos de Mishkin y Eakins (2012) para explicar la teoría de las expectativas. La *prima por liquidez* es el adicional de rendimiento que exige el inversor para estar indiferente entre las dos inversiones. Dado que las tasas spot de los bonos que se licitan hoy ya están

determinadas, esta prima se manifestará, en una mayor tasa forward. Con lo cual, vemos que, bajo esta teoría, las tasas forward son mayores que bajo la teoría de las expectativas. Es decir, esta teoría predice para el futuro tasas de corto plazo más altas que las que predice la teoría de las expectativas (Mishkin y Eakins, 2012).

Lo último que podemos decir sobre esta teoría es que, de las tres teorías analizadas, es la que más apoyo recibe por parte de los intelectuales. Esto se debe a que presenta mayor sustento empírico que las dos anteriores (Mishkin y Eakins, 2012).

IV-5. Conexión con nuestro ejercicio

En nuestro ejercicio prestaremos atención a las tasas de interés para distintos plazos de las Letras del Banco Central de la República Argentina (LEBACs). Es decir, estaremos analizando tasas de bonos del mismo emisor pero con distinta duración. Con lo cual, estamos bajo el ámbito de la ETTI, de las tasas spot y de las tasas forward, que estuvimos presentando.

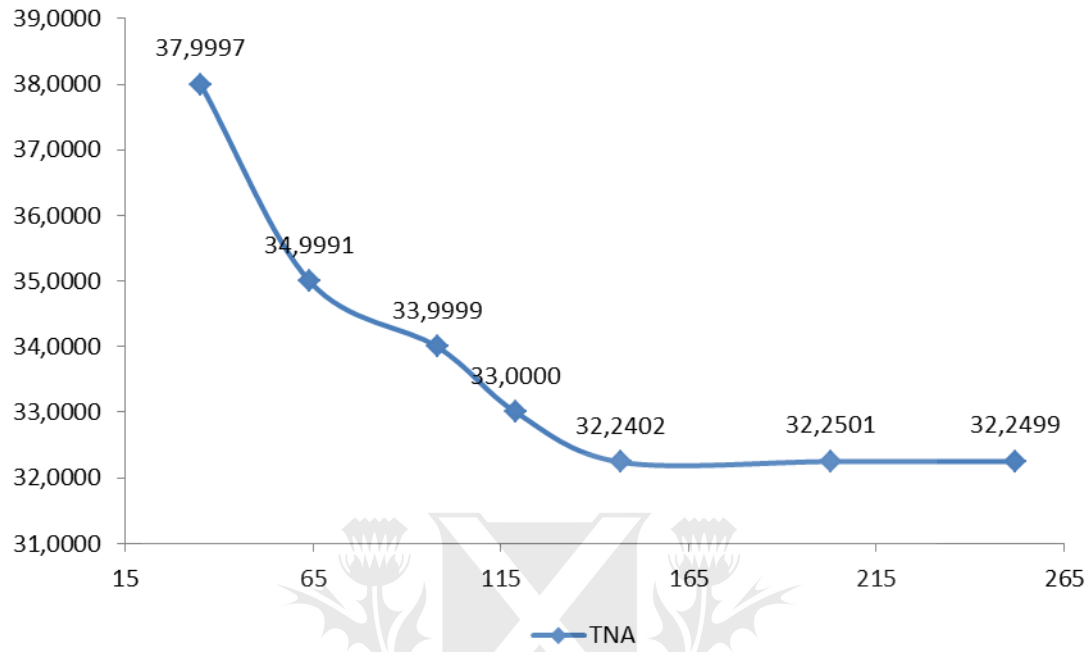
La teoría que tendremos en mente será la teoría de las expectativas. Concretamente, decidimos no usar la teoría de la prima por liquidez porque todas las LEBACs tienen duraciones inferiores a los 9 meses. Así, nos parece razonable anular el término de la prima por liquidez cuando hablamos de tasas de interés de las LEBACs.

En el fondo podemos pensar que estamos de acuerdo con la teoría de la prima por liquidez, pero que le damos a esa prima el valor de cero, dado que nuestros bonos son todos de corto plazo, inferiores a un año. Si anulamos el término de la prima por liquidez nos queda simplemente la matemática de la teoría de las expectativas, que ya explicamos previamente y que ampliaremos en la siguiente sección en la que presentamos nuestro ejercicio.

V. Ejercicio empírico. Metodología

En esta investigación nos concentraremos en las tasas de interés. Como bien sabemos, existen LEBACs a distinto plazo: desde 35 días hasta los 270 con algunos cambios según la emisión. Cada emisión semanal, por lo tanto, construye una estructura temporal de tasas de interés (ETTI). Y en cada ETTI quedan implícitas las tasas futuras que deberían realizarse en las próximas emisiones. Veamos, por ejemplo, la ETTI de la emisión del 22 de marzo de 2016:

Curva de plazos – Emisión: 22/03/2016



Elaboración propia. Datos: BCRA.

Cuando nos referimos a que por cada emisión queda implícita una tasa futura nos referimos a lo siguiente. Supongamos que estamos en t=0. Tengo dos tasas de interés: una al plazo 1 y otra al plazo 2. O sea:

$$Flujo_1 = Flujo_0(1 + r_{0,1})$$
$$Flujo_2 = Flujo_0(1 + r_{0,2})$$

Donde $Flujo_t$ es el flujo en el período *t* y $r_{0,t}$ es la tasa para la inversión que inicia en *0* y termina en *t*. Cuando el mercado funciona bien, hay información simétrica y previsibilidad, los agentes económicos deberían poder anticipar la tasa que regirá en *t=1* para ir hacia *t=2*, es decir, $r_{1,2}$. Pues esa tasa debería ser igual a la tasa forward implícita hoy en *t=0*. Debe cumplirse lo siguiente:

$$Flujo_0(1 + r_{0,1})(1 + f_{1,2}) = Flujo_0(1 + r_{0,2})$$

Donde $f_{1,2}$ es la tasa forward que predice la tasa que se revelará en *t=1*, $r_{1,2}$. La igualdad anterior refleja, como veíamos en nuestro marco teórico inicial, que el rendimiento de ambas inversiones debería igualarse. Esto sucede básicamente por dos motivos: ambos bonos son del mismo emisor, o sea del mismo nivel de riesgo; y, en nuestro caso, al tratarse de LEBACs de menos de un año de duración suponemos que tampoco debería observarse prima temporal o por liquidez. Sigamos trabajando:

$$Flujo_0(1+r_{0,1})(1+f_{1,2}) = Flujo_0(1+r_{0,2})$$
$$(1+r_{0,1})(1+f_{1,2}) = (1+r_{0,2})$$

Con lo cual los agentes predicen (*forecast*) que:

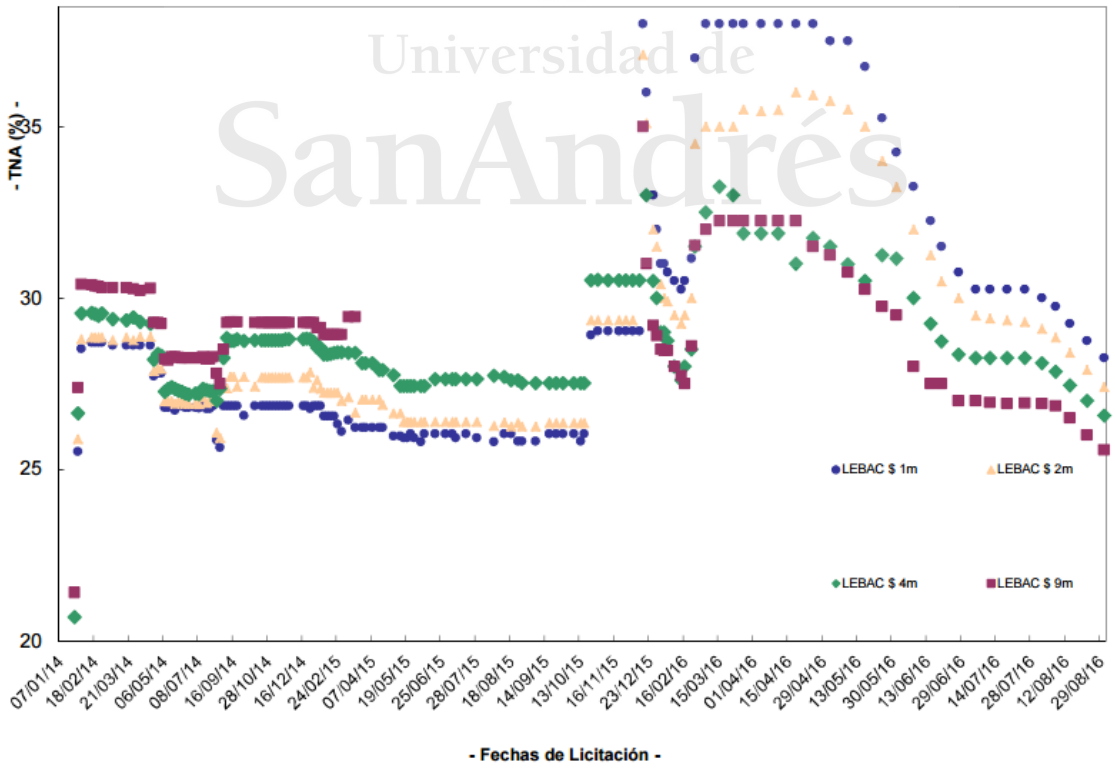
$$r_{1,2} \ \ debe\ ser\ igual\ a\ \ f_{1,2} = \frac{1+r_{0,2}}{1+r_{0,1}} - 1$$

En nuestro ejercicio vamos a comparar las tasas realizadas efectivamente ($r_{1,2}$) con las predicciones anteriores ($f_{1,2}$) que los agentes habían podido hacer a partir de la información de las tasas spot $r_{0,1}$ y $r_{0,2}$. O sea, vamos a ver desde *t=2* si los agentes pudieron predecir correctamente la tasa $r_{1,2}$ a través de la tasa forward. De este modo, vamos a definir como errores a las discrepancias:

$$e_{1,2} = r_{1,2} - f_{1,2}$$

Compararemos, básicamente, el comportamiento de tales errores antes y después del cambio de rumbo en el BCRA, es decir, el período de Vanoli versus el de Sturzenegger. Pero es necesario hacer una aclaración adicional. Prestemos atención al siguiente esquema:

Evolución de las tasas en pesos



Fuente: BCRA.

QUAERERE VERUM
Universidad de SanAndrés

Como el título indica, el esquema muestra la evolución de las tasas de interés de las LEBACs para distintos plazos. Vemos claramente que hay un corte, que coincide con el cambio en la administración del BCRA. Hay dos aspectos que cambian en ese momento. Por un lado, el nivel de las tasas se dispara, y las licitaciones empiezan a tener tasas más altas para todos los plazos. Por el otro, vemos un cambio que tiene que ver con la volatilidad de los tipos de interés. En efecto, esta aumenta con la nueva administración. Vemos que, antes del cambio de mando, las tasas estaban muy estables. Luego del cambio de rumbo, empieza a haber más variabilidad.

Esto podría darnos un indicio de los posibles resultados. Ante este panorama no es desacertado esperar errores de predicción, discrepancias entre las tasas forward y las spot, mayores para el actual período del BCRA.

Por ahora, centrémonos en las características particulares de nuestro ejercicio. Es oportuno decir que hubiésemos querido trabajar con la LEBAC 35 que fue la de primordial importancia para la política monetaria durante el 2016. No obstante, no contamos con esa especia de LEBAC para los primeros once meses del año 2015, período en cual la menor duración fue, en su mayoría de las veces, la de 98 o 91 días, con algunos casos de 84 días. Aun así, es preciso no perder de vista que si bien la LEBAC 35 fue la preferida por el BCRA para su política monetaria, el resto de los plazos también fue usado, lo que produjo que toda la curva de rendimientos resultara modificada por la nueva administración. Con lo cual, a los efectos de nuestro ejercicio podemos tomar otros plazos, sin pierder relevancia o validez.

Explicado lo anterior, estaremos trabajando con tres plazos fundamentalmente: 98, 154 y 252 días. Lo que buscamos hacer es lo siguiente: tomar de una emisión las tasas spot a 154 y 252 días, calcular la forward implícita de 98 días (la que va del día 154 al día 252) y luego comparar esa tasa forward con la spot efectivamente realizada el día 154.

La dificultad principal radica en que, lamentablemente, las licitaciones no son todas idénticas. En efecto, los plazos pueden y suelen cambiar de una licitación a otra. Afortunadamente, los plazos de 98 y 252 días han sido relativamente estables durante los períodos de Vanoli y Sturzenegger. La duración que sí es poco frecuente es la de 154 días. La solución para sortear esta dificultad es la siguiente: tomar una LEBAC de menor duración, por ejemplo 140 o 147 días y extenderla artificialmente hasta el período buscado de 154 días. O bien, lo contrario, como hacemos en tres observaciones: acortar una tasa de 161 días. Sabemos que esto es una manipulación artificial pues no existía tal bono en la licitación original, no obstante, creemos que es un supuesto parsimonioso y que nos permite avanzar con nuestro ejercicio. Para extender la inversión de 140 o 147 días a 154 días, simplemente expresamos la tasa de LEBAC como TEA y luego modificamos la duración de la inversión, como veremos más adelante.

Buscamos repetir el ejercicio la máxima cantidad de veces posible para cada mandato. Para cada licitación tomaremos la LEBAC de 252 días, o la más parecida en términos de duración, siempre adentro del rango 238 – 266. Luego tomaremos la de 154 días, o la

más parecida, en el rango 140 – 168. El siguiente paso será restar la duración de la LEBAC más larga menos la de la más corta, típicamente: 252 – 154. En los casos en que la resta dé un número distinto al de la duración de la spot disponible en el futuro, típicamente 98, se modificará el plazo de la de duración mediana, por ejemplo llevando una de 140 o 147 días a los 154. Para las spot del futuro buscamos siempre elegir la de 98 días. En el caso de no disponer de 98 días buscamos la más cercana en el rango 84 – 112. Si no tenemos tasas en los rangos especificados, descartamos la observación. A su vez, aclaramos que no corregiremos los casos en que haya diferencias menores a 3 días en lo que se refiere a las duraciones. Hacemos esto para evitar manipulaciones innecesarias de los datos. Veamos un ejemplo de cómo generamos una observación:

Licitación: 26-abr-16									
Tasa LEBAC corta 147		Tasa LEBAC corta 154		Tasa LEBAC larga 252			Tasa LEBAC intermedia 98	
Desde	Hasta	Corrección		Desde	Hasta		Desde	Hasta
26-abr-16	20-sep-16	26-abr-16	27-sep-16	26-abr-16	03-ene-17		27-sep-16	03-ene-17
TEA_{147}^{spot} =	34,21%	TEA_{147}^{spot}=	34,21%	TEA_{252}^{spot} =	32,98%		TEA_{98}^{fward} =	31,06%
147/365 =	0,4027	154/365=	0,4219	252/365=	0,6904		TEA_{98}^{spot} =	27,7%
							Error =	**-3,37%**

En el caso anterior tomamos la licitación del 26 de abril de 2016 (Sturzenegger). Tenemos una LEBAC a 252 días y otra a 147 días. Por otra parte, en la licitación del 27 de septiembre de 2016 tenemos una a 98 días. Lo importante aquí es que tanto la LEBAC a 252 días, emitida el 26 de abril de 2016, como la LEBAC a 98 días, emitida el 27 de septiembre de 2016, maduran la misma fecha, 3 de enero de 2017. Pero, en este caso no tenemos para la licitación del 26 de abril de 2016 ninguna LEBAC a 154 días. Con lo cual lo que hacemos es extender la de 147 a 154 días.

El mecanismo de corrección es el siguiente:

(1) $Flujo_{154} = Flujo_0\left(1 + TEA_{147}^{spot}\right)^{\frac{154}{365}}$

Donde $Flujo_t$ es el flujo en el tiempo *t* y TEA_{147}^{spot} es la TEA para la LEBAC de 147 días de duración. En este caso prolongamos su duración para que lleve el dinero del día cero al 54. Esto lo vemos realizado en el exponente.

Por otro lado tenemos los siguientes flujos:

(2) $Flujo_{252} = Flujo_0\left(1 + TEA_{252}^{spot}\right)^{\frac{252}{365}}$

(3) $Flujo_{252} = Flujo_{154}\left(1 + TEA_{98}^{forward}\right)^{\frac{98}{365}}$

Donde $TEA_{98}^{forward}$ es la TEA para la LEBAC de 98 días de duración que llevará el dinero de *t=154* a *t=252*. Es una tasa forward no conocida en *t=0*.

Reemplazando (1) en (3), e igualando (2) con (3), llegamos a nuestra condición:

$$Flujo_0\left(1+TEA_{252}^{spot}\right)^{\frac{252}{365}} = Flujo_0\left(1+TEA_{147}^{spot}\right)^{\frac{154}{365}}\left(1+TEA_{98}^{forward}\right)^{\frac{98}{365}}$$

O sea que:

$$\left(1+TEA_{252}^{spot}\right)^{\frac{252}{365}} = \left(1+TEA_{147}^{spot}\right)^{\frac{154}{365}}\left(1+TEA_{98}^{forward}\right)^{\frac{98}{365}}$$

Despejando obtenemos que:

$$TEA_{98}^{forward} = \left(\frac{\left(1+TEA_{252}^{spot}\right)^{\frac{252}{365}}}{\left(1+TEA_{147}^{spot}\right)^{\frac{154}{365}}}\right)^{\frac{365}{98}} - 1$$

Luego, llegado el día 154 conocemos la tasa TEA_{98}^{spot} y podemos comparar tasa predicha, $TEA_{98}^{forward}$, versus tasa realizada, TEA_{98}^{spot}. Así calculamos el error, que es nuestra observación:

$$error_i^{Sturzenegger} = TEA_{98}^{spot} - TEA_{98}^{forward}$$

Reemplazando los valores de las tasas en las fórmulas aquí desarrolladas obtenemos los resultados que presentamos en la tabla más arriba. El resultado con en el que nos quedamos es el error (en negritas en la tabla). En nuestro ejemplo es igual a - 3,37%.

Buscamos hacer esto la máxima cantidad de veces posible para el período de cada presidente del BCRA. Para el período de Vanoli no computamos los errores de predicción para los casos en los que la tasa spot se reveló durante la gestión de Sturzenegger. Es decir, no incluimos los casos en que la emisión primera se dio durante la estadía de Vanoli pero la spot de 98 días se reveló luego de la llegada de Sturzenegger. Hacemos esto porque, como vimos anteriormente, con la llegada de Sturzenegger se dio un aumento en las tasas para todas las duraciones. En consecuencia, no queremos atribuir a Vanoli aumentos en los errores de predicción producto de este cambio de tasas estimulado por Sturzenegger. Por otra parte, para la gestión de Sturzenegger excluimos de nuestra muestra las tasas spot reveladas a partir de febrero de 2017, mes en el que dejaron de hacerse licitaciones con frecuencia semanal. Aclarado este punto podemos avanzar a la siguiente sección donde presentamos y analizamos los resultados de nuestro ejercicio empírico.

Universidad de San Andrés

VI. Resultados e interpretaciones

VI-1. Presentación de los resultados e inferencia estadística

Aclarado el método que da origen a cada una de nuestras observaciones procedemos, en esta sección, a presentar los resultados obtenidos, para luego analizarlos. Para el período de Vanoli contamos con 17 observaciones, mientras que para el período de Sturzenegger contamos con 24 observaciones. Los resultados se muestran resumidos en la tabla que presentamos a continuación.

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

Tabla de resultados:

	Vanoli			Sturzenegger		
	Fecha de la licitación	Error absoluto	Módulo del error	Fecha de la licitación	Error absoluto	Módulo del error
1	20-ene-15	-0,9987	0,9987	15-dic-15	7,5903	7,5903
2	27-ene-15	-0,8054	0,8054	22-dic-15	4,3110	4,3110
3	03-feb-15	-0,8054	0,8054	29-dic-15	8,3566	8,3566
4	18-feb-15	-0,6431	0,6431	05-ene-16	7,8408	7,8408
5	10-mar-15	-1,1806	1,1806	12-ene-16	6,1153	6,1153
6	17-mar-15	-1,3466	1,3466	19-ene-16	5,0992	5,0992
7	25-mar-15	-2,0977	2,0977	26-ene-16	4,3456	4,3456
8	31-mar-15	-1,3837	1,3837	02-feb-16	4,5168	4,5168
9	14-abr-15	-1,2260	1,2260	10-feb-16	4,8077	4,8077
10	21-abr-15	-1,4112	1,4112	16-feb-16	4,0025	4,0025
11	28-abr-15	-1,4830	1,4830	23-feb-16	3,0495	3,0495
12	05-may-15	-1,6849	1,6849	02-mar-16	0,2003	0,2003
13	19-may-15	-1,6363	1,6363	08-mar-16	0,6346	0,6346
14	02-jun-15	2,0055	2,0055	15-mar-16	0,8155	0,8155
15	23-jun-15	2,1406	2,1406	22-mar-16	-1,1684	1,1684
16	30-jun-15	2,1406	2,1406	29-mar-16	-2,2425	2,2425
17	07-jul-15	2,4784	2,4784	05-abr-16	-2,8551	2,8551
18				12-abr-16	-3,4511	3,4511
19				19-abr-16	-4,3145	4,3145
20				26-abr-16	-3,3665	3,3665
21				10-may-16	-2,1522	2,1522
22				07-jun-16	2,0072	2,0072
23				05-jul-16	1,2309	1,2309
24				09-ago-16	-0,0625	0,0625
	PROMEDIO VANOLI		**1,4981**	**PROMEDIO STURZENEGGER**		**3,5224**

Las magnitudes de la tabla representan puntos porcentuales

Los promedios corresponden a los módulos de los errores.

Nos concentraremos, a partir de este momento, en el módulo de los errores. Primeramente, es bueno observar que, como anticipábamos antes, el promedio de los errores es mayor para el período de Sturzenegger. Esto quiere decir que durante el año

Universidad de San Andrés

2016 las tasas forward presentaron mayor diferencia respecto de las spot que en el año 2015.

No obstante, es preciso hacer antes algunos ejercicios estadísticos. El hecho de que nuestros promedios arrojen diferencias no significa que los valores sean estadísticamente distintos. Para determinar esto podemos realizar un test de hipótesis para dos muestras y prestar atención a sus medias.

Definamos dos variables:

$$X: errores\ bajo\ el\ mandato\ de\ Vanoli \ ; \ x_i \sim N(u_X, \sigma^2)$$

$$Y: errores\ bajo\ el\ mandato\ de\ Sturzenegger \ ; \ y_i \sim N(u_Y, \sigma^2)$$

No conocemos las poblaciones, sino una muestra de cada una, en base a las cuales haremos nuestra inferencia. Asumimos normalidad e igual varianza. Nos preguntamos si realmente hay evidencia suficiente en favor de nuestra presunción de que los errores son mayores durante el mandato de Sturzenegger. Entonces, formulamos las siguientes hipótesis:

$$H_0: \ u_X = u_Y \quad vs \quad H_A: \ u_Y > u_X$$

Donde u_i son las esperanzas.

Nuestro estadístico de prueba es el siguiente:

$$T = \frac{(\bar{X} - \bar{Y}) - (u_X - u_Y)}{S_P\sqrt{\frac{1}{n} + \frac{1}{m}}} \quad que\ bajo\ la\ hipótesis\ nula\ tiene\ distribución\ t_{n+m-2}$$

Donde *n* es la cantidad de observaciones de la variable *X*, 17 en nuestro caso, y *m* es la cantidad de observaciones de la variable *Y*, 24 en nuestro caso. $\bar{X}$ e $\bar{Y}$ son las medias muestrales, los promedios. A su vez, en el denominador de *T* tenemos un estimador de la varianza. Tenemos que:

$$S_P^2 = \frac{(n-1)S_X^2 + (m-1)S_Y^2}{n+m-2} = \frac{26S_X^2 + 23S_Y^2}{39}$$

Donde S_X^2 y S_Y^2 son las varianzas muestrales.

Para alivianar nuestra notación podemos expresar de la siguiente manera:

$$S_{X-Y} = S_P\sqrt{\frac{1}{n} + \frac{1}{m}} = \sqrt{\frac{16S_X^2 + 23S_Y^2}{39}} \times \sqrt{\frac{1}{16} + \frac{1}{23}}$$

Así, tenemos el estadístico:

$$T = \frac{(\bar{X} - \bar{Y})}{S_{X-Y}} \sim t_{39}, bajo\ H_0$$

Calculamos entonces:

$\bar{X} = 1{,}4981\%$
$\bar{Y} = 3{,}5224\%$
$S_X^2 = 0{,}2885$
$S_Y^2 = 5{,}5891$
$S_p^2 = 3{,}4145$
$S_p = 1{,}8478$
$S_{X-Y} = 0{,}6016$

Finalmente:

$$T_{OBSERVADO} = -3{,}3651$$

En nuestro caso, para las hipótesis planteadas, la Región de Rechazo es la siguiente:

$$T_{OBSERVADO} \in RR \ \ si \ \ T_{OBSERVADO} < t_{39,\alpha}$$

Elegimos *0,01* como nivel del test y tenemos que:

$$T_{OBSERVADO} \in RR \ \ si \ \ T_{OBSERVADO} < t_{39\ ,\ 0{,}01}$$

Tenemos que:

$$T_{OBSERVADO} = -3{,}3651 \in RR \ \ porque$$
$$T_{OBSERVADO} = -3{,}3651 < -2{,}457 = t_{30\ ,\ 0{,}01} < t_{39\ ,\ 0{,}01}$$

Con lo cual tenemos evidencia suficiente para rechazar la hipótesis nula de igualdad de medias en favor de la alternativa de que la media de los errores es mayor para el período de Sturzenegger. Se confirma estadísticamente nuestra intuición inicial. Pasemos ahora al análisis de esos resultados.

VI-2. Interpretaciones

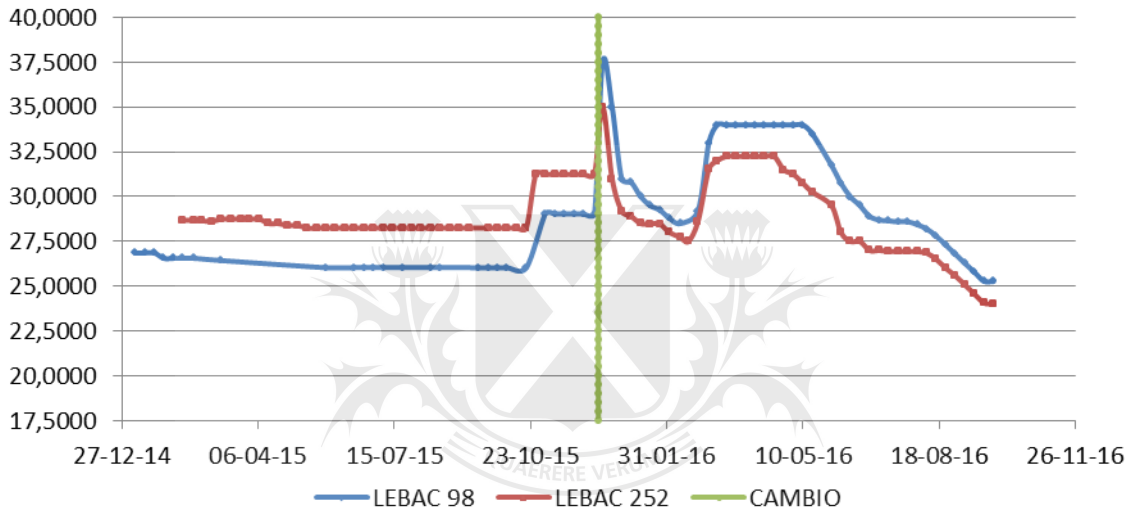
Los resultados, como ya dijimos antes, son los que esperábamos: la capacidad predictiva de las tasas forward es menor durante las licitaciones de Sturzenegger que durante las licitaciones de Vanoli. Analicemos las razones detrás de esto.

Lo primero que debemos decir es que, como ya antes habíamos dejado implícito, esta merma en el poder predictivo de las tasas forward, que se manifiesta en una mayor media para los errores de predicción durante el año 2016, es fundamentalmente el resultado de una política de tasas de interés que pasa de estar inactiva a estar activa.

Universidad de San Andrés

Fundamentalmente es una señal del compromiso del BCRA con una política monetaria convencional para bajar la inflación. El hecho de que los agentes tengan menos poder predictivo respecto de la tasa nos habla de novedad de tasas o shocks monetarios generados por la autoridad monetaria. Esto no quiere decir que el banco central abandone la regla y se incline hacia una total discrecionalidad. Sino que demuestra a los agentes económicos que, mientras conserva el régimen anunciado, es capaz y está dispuesto a sorprenderlos con el fin de lograr sus objetivos. De esta forma el banco central desempeña una política monetaria siempre activa. Prestemos atención al siguiente gráfico:

Evolución de las tasas



Elaboración propia. Datos: BCRA.

Vemos que antes del cambio de régimen las tasas estaban planchadas, situación que cambia con la asunción de la nueva dirigencia del BCRA. Los bajos errores de predicción en la gestión Vanoli hablan más de tasas de interés virtualmente congeladas que de una política monetaria predecible. Los mayores errores de predicción durante el 2016 hablan de una política monetaria que ha usado intensivamente como instrumento a las tasas de interés de corto plazo.

En segundo lugar, podemos argumentar que la predictibilidad de un régimen monetario no se limita a cuánto se parecen las forward a las spot que luego se realizan. Es sensato decir que la predictibilidad pasa más por los anuncios del banco central, por su futuro compromiso con esos anuncios y por la transparencia con que transmite información y rinde cuentas. La política monetaria durante el 2016 se ha vuelto más predecible justamente por eso. Porque al inicio del año el BCRA dejó bien claros sus objetivos y la forma en que buscaría conseguirlos, y durante el año, no hizo otra cosa que seguir criteriosamente el plan establecido y comunicar con transparencia la información. Sería injusto y poco serio afirmar que la política monetaria perdió predictibilidad respecto del 2015 solamente porque las tasas forward se parecen menos a las spot. Sería pasar por

alto cómo se siguió meticulosamente un plan que fue comunicado abiertamente con anterioridad.

Aún más, se puede concluir que el hecho de que las tasas forward hayan diferido de las spot habla de un BCRA que no es intransigente ni terco, sino que, por el contrario, estuvo muy activo a la hora de ir calibrando los tipos de interés de acuerdo a su visión de cómo evolucionaba la realidad monetaria. Lo que queremos decir es que el BCRA estableció una regla estricta para el manejo de su política monetaria pero dejó los detalles menores abiertos a la discrecionalidad de quien necesita ir reaccionando a los constantes vaivenes de la política monetaria.

El tercer punto que queremos hacer, y con el que damos por concluida esta sección, es que los resultados de nuestro ejercicio empírico, a la luz de lo dicho en los párrafos anteriores, no son un resultado negativo para la actual política monetaria. Se trata, más bien, de un resultado neutral, que pone en términos numéricos uno de los aspectos del trabajo del BCRA durante el 2016: el uso de las tasas de corto plazo de las letras como instrumento de política monetaria. Justamente la acción del BCRA en este campo trajo mayor volatilidad, con respecto a un período (Vanoli) en el que la política monetaria no usó de sus instrumentos propios y estuvo más al servicio de la indisciplina fiscal que de la estabilidad de precios. El resultado obtenido, si se quiere, es una prueba empírica de que el BCRA fue persistente y activo en el uso del instrumento de política monetaria que escogió para combatir la inflación durante el año 2016.

VII. Conclusiones

En su llegada al BCRA, Federico Sturzenegger buscó terminar con la marcada dominancia fiscal de la política monetaria que se vivió cuando Alejandro Vanoli fue el presidente de la entidad. Para ello instauró un régimen de metas de inflación que tuvo como instrumento de política las tasas de corto plazo de las LEBACs. Se siguió un estricto límite para las transferencias del BCRA al Tesoro y se reintrodujo el régimen de flotación administrada del tipo de cambio. Todo esto en un marco de comunicación transparente de la información, orientado a dar señales de compromiso con el nuevo régimen y así poder influir provechosamente sobre las expectativas de los actores económicos.

Lamentablemente para los argentinos, la inflación de 2016 fue superior a la de 2015. Si bien en ambos años la inflación fue preocupantemente elevada, creemos que el BCRA no es igualmente responsable de ello en ambos períodos. Durante la presidencia de Vanoli la alta inflación fue la consecuencia lógica de una política monetaria desenfocada en procurar la estabilidad de precios. Contrariamente a todo esto, la política monetaria que desarrolló el BCRA durante el 2016 hizo los méritos suficientes para demostrar su verdadero compromiso por reducir el aumento sostenido del nivel general de precios. En efecto, siguió al pie de la letra las prácticas necesarias para poner en

marcha exitosamente un régimen de metas de inflación. Fue persistente en el uso de la tasa de interés de corto plazo como instrumento de política. Tuvo precisión milimétrica en el compromiso para respetar el tope de financiamiento al Tesoro. Y sobre todo, fue transparente y puntual en la transmisión de la información. Mientras que durante el 2015 el resultado no podía ser otro que una elevada tasa de inflación, en el 2016 hay elementos suficientes para decir que se hizo un serio y verdadero esfuerzo para que eso no sucediera. Lo que sucede es que, como bien sabemos, la inflación no es enteramente un fenómeno monetario, y menos en economías como la nuestra. Por supuesto que la inflación es fundamentalmente un fenómeno monetario, de hecho hay consenso entre los economistas respecto de este punto. Lo que también es cierto es que para el 2016 la Argentina venía con todo un bagaje de alta inflación y distorsiones de precios y de la economía en general que era preciso corregir.

Creemos, entonces, que estamos ante un problema de *timing* más que ante un problema de métodos. Pensamos que el sendero que ha seguido el BCRA durante el 2016 ha sido el correcto. Lo que decimos es que los resultados no se han visto *todavía* y que todo es una cuestión de tiempo, ya que, como vimos, la política monetaria ha sido consistente y prolija. De hecho, al iniciar nuestro estudio, citamos una encuesta de la Universidad Di Tella que acusa considerables bajas en las expectativas de inflación.

Los resultados de nuestro ejercicio empírico fueron los esperados: la capacidad predictiva de las tasas forward es menor durante las licitaciones de Sturzenegger que durante las licitaciones de Vanoli. La merma en el poder predictivo de las tasas forward, que se manifiesta en una mayor media para los errores de predicción durante el año 2016, es fundamentalmente el resultado de una política de tasas de interés que pasa de estar inactiva a activa. Los bajos errores de predicción en la gestión Vanoli hablan más de tasas de interés virtualmente congeladas que de una política monetaria predecible. Los mayores errores de predicción durante el 2016 hablan de una política monetaria que ha usado intensivamente como instrumento a las tasas de interés de corto plazo. El hecho de que los agentes tengan menos poder predictivo respecto de las tasas da cuenta de la presencia de novedad de tasas o shocks monetarios generados por el banco central. Esto no quiere decir que el banco central abandone la regla y se incline hacia una total discrecionalidad. Sino que demuestra a los agentes económicos que, mientras conserva el régimen anunciado, es capaz y está dispuesto a sorprenderlos con el fin de lograr sus objetivos. De esta forma el banco central desempeña una política monetaria siempre activa.

Por otra parte, también pensamos que la predictibilidad de un régimen monetario no se limita a cuánto se parecen las tasas forward a las spot que luego se realizan. Es sensato decir que la predictibilidad pasa más por los anuncios del banco central, por su futuro compromiso con esos anuncios y por la transparencia con que rinde cuentas. La política monetaria durante el 2016 se ha vuelto más predecible justamente por eso. Porque al inicio del año el BCRA dejó bien claros sus objetivos y la forma en que buscaría conseguirlos, y durante el año no hizo otra cosa que seguir criteriosamente el plan establecido y comunicar con transparencia la información. Sería injusto y poco serio

afirmar que la política monetaria perdió predictibilidad respecto del 2015 solamente porque las tasas forward se parecen menos a las spot. Sería pasar por alto cómo se siguió meticulosamente un plan que fue comunicado abiertamente con anticipación. Aún más, se puede concluir que el hecho de que las tasas forward hayan diferido de las spot habla de un BCRA que no es intransigente ni terco, sino que por el contrario estuvo muy activo a la hora de ir calibrando los tipos de interés de acuerdo a su visión de cómo evolucionaba la realidad monetaria.

Los resultados de nuestro ejercicio empírico, a la luz de lo dicho en los párrafos anteriores, no son un resultado negativo para la actual política monetaria. Se trata, más bien, de un resultado neutral, que pone en términos numéricos uno de los aspectos del trabajo del BCRA durante el 2016: el uso de las tasas de corto plazo de las letras como instrumento de política monetaria. Justamente, la acción del BCRA en este campo trajo mayor volatilidad, con respecto a un período (Vanoli) en el que la política monetaria no usó de sus instrumentos propios y estuvo más al servicio de la indisciplina fiscal que de la estabilidad de precios. El resultado obtenido, si se quiere, es una prueba empírica de que el BCRA fue persistente y activo en el uso del instrumento de política monetaria que escogió para combatir la inflación durante el año 2016. Terminamos así este trabajo en el que buscamos dar cuenta de cómo el BCRA ha vuelto a poner en acción, después de varios años, una política monetaria enfocada en recuperar la estabilidad monetaria.

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

VIII. Bibliografía

Cavallo, D. (2016) La economía luego de la solución del problema con los holdouts.

Centro de Investigación en Finanzas, Universidad Torcuato di Tella. (2017) Encuesta de expectativas de inflación, 21 de mayo de 2017.

Frenkel, R., & Rapetti, M. (2007). Política cambiaria y monetaria en Argentina después del colapso de la convertibilidad. *PERI (UMASS), CEPR.[Links]*.

Heymann, D., & Ramos, A. (2012). Una transición incompleta, inflación y políticas macroeconómicas en la Argentina post-convertibilidad. *Revista de Economía Política de Buenos Aires*, (7 y 8).

Mishkin & Eakins (2012). How do risk and term structure affect interest rates? En Mishkin & Eakins, *Financial Markets and institutions* (págs. 89-115). USA: Prentice Hall.

Taylor, J. B. (2012). Monetary policy rules work and discretion doesn't: a tale of two eras. Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 44, No 6.

Taylor, J. B. (2015). Taylor on Bernanke; monetary rules work better than constrained discretion; we have had a serious financial crisis, a very deep recession, a not-so-great recovery, and now a virtually strategy-free international monetary system. This is not a good record. The Wall Street Journal, n/a.

Vanoli, A. (2017). Argentina: del crecimiento con inclusión y desinflación (2015) a la recesión inflacionaria y excluyente (2016). *Ola Financiera*, *10*(26).

Direcciones URL:

http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Prensa_comunicacion/Metas_de_inflacion26092016.PDF (Fecha: 31/05/17)

http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Prensa_comunicacion/PresentacionPoliticasMonetarias2016.pdf (Fecha: 31/05/17)

http://data.lanacion.com.ar/dataviews/70270/evolucion-del-precio-del-dolar-precio-para-la-venta/ (Fecha: 31/05/17)

http://www.economia.gob.ar/resultado-fiscal-2015-y-enero-2016/ (Fecha: 31/05/17)

https://es.wikipedia.org/wiki/Anexo:Evoluci%C3%B3n_del_%C3%8Dndice_de_Precios_al_Consumidor_en_Argentina (Fecha: 31/05/17)

http://www.minhacienda.gob.ar/secretarias/hacienda/ (Fecha: 31/05/17)

http://www.utdt.edu/ver_contenido.php?id_contenido=2591&id_item_menu=5006 (Fecha: 31/05/17)

https://www.youtube.com/watch?v=_S6r_-gl4SI (Fecha: 31/05/17)

https://www.youtube.com/watch?v=GtD8dC9YtR8 (Fecha: 31/05/17)

Universidad de SanAndrés