



**Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas**

**Encuentro en Córdoba con  
CARLOS MELCONIÁN  
Ciclo de Análisis de Coyuntura Económica**

**Resumen Disertación**

**En Estados Unidos**, los mecanismos de transmisión de la expansión monetaria tardan entre dos y tres años en llegar a los precios.

**La economía demanda dinero** (transaccional) de tres maneras: una, por el nivel de actividad económica. Otra, la tasa de interés: la gente consume o ahorra. Si la tasa es más alta, consume menos y ahorra más. A mayor tasa de interés menor demanda por dinero.

**¿Qué problema tenemos en la Argentina?** Uno, e importantísimo: la economía informal. Algunas estimaciones recientes dicen que es el 70% de la economía formal. Lo cual vuelve muy borroso el problema de cómo estimar la demanda por dinero de una economía.

**¿Hay un cambio estructural?** ¿La economía argentina demanda más dinero para transaccionar? Si esto es cierto, no hay problema en que la oferta por dinero sea del 16% del PBI. Si no es cierto, estamos viendo un desequilibrio. Y el tiempo lo irá corrigiendo, *subiendo el nivel de precios*.

**El Banco Central dice que efectivamente** la economía está demandando más dinero. La economía en negro tiene mucho que ver. Ahora, cuánto más dinero demanda la economía, es pura incertidumbre.

¿Cómo hace el BCRA para emitir? Hay canales de transmisión de la oferta monetaria. Uno, bastante obvio, es la compra de dólares por parte del BCRA. Compra dólares para sus reservas y emite pesos. A la larga, una compra constante de dólares por parte del BCRA *termina siendo inflacionaria*. No quiere decir que hasta ahora lo haya sido...

**El Banco Central decide esterilizar** parte de esa expansión monetaria. Compra parte de los pesos que emitió. Es lo que hace hoy, a través de tres canales: uno, las letras del BCRA. Eso tendría un costo cuasi fiscal, pero la realidad es que en cualquier país normal estas operaciones las hace el Banco Central con bonos del gobierno. Pero como los bonos están defaulteados, el BCRA no puede hacer estas operaciones en mercado abierto, y ha tenido que sustituir los bonos con las propias letras del Banco Central.

¡Estas Lebac nos salvaron de la hiper! Tuvieron que emitir las a tasas altísimas, para que fueran más seductoras que el dólar –que en ese momento aparecía como “muy seductor”-.

**En este momento, el sector público es contractivo.** Es una de las pocas épocas en nuestra historia en que esto sucede. Está absorbiendo dinero, compra dólares, paga al FMI con superávit fiscal. Y el sector financiero está devolviendo redescuentos otorgados durante la crisis.

**Cuando empieza a bajar el desempleo** y a subir los salarios, se termina la posibilidad de expandir la oferta monetaria sin inflación. Lo mismo sucede con la capacidad instalada. Cuando las empresas tienen capacidad ociosa, tienen márgenes para no subir precios y que suban sus costos. Cuando esa capacidad empieza a terminarse y deben invertir, ahí tienen un problema y trasladan a precios.

Las dos grandes anclas nominales son el salario y la capacidad ociosa instalada. Así se razona afuera la política monetaria.

**En teoría, la Argentina está en flotación.** Pero la realidad indica que cuando el tipo de cambio cae mucho, el Banco Central *empieza a comprar*, para mantener un tipo de cambio nominal por arriba de \$ 2,80 y por debajo de \$ 2,90. ¿Qué consecuencias tiene esto?

Desde que salimos de la convertibilidad, la base monetaria –oferta de dinero– subió 154,8%. *Es mucho.* Hay mucho dinero “dando vueltas”.

**La política monetaria del Banco Central** está tratando de cumplir las metas con el FMI. Es difícil, porque el BCRA quisiera mantener el tipo de cambio real lo más alto posible. Pero *duda* sobre las presiones inflacionarias que pueda generar.

**Está claro que el Banco Central pareciera sentirse cómodo** con una política que implica seguir de cerca al real (la moneda brasileña). El problema es que, para lograrlo, tiene que comprar más dólares y, para ello, expandir la base monetaria. Mientras tanto, la tasa de inflación no parece que vaya a quedar por debajo de 5% sino por arriba del 7%. La única manera de contrarrestar esto es comprar dólares pero subir la tasa de Lebac para absorber más pesos, lo que hace subir la tasa de interés de la economía y perjudica al sector real.

Todo lo que haga el Banco Central tiene consecuencias.

**En el primer trimestre,** las exportaciones crecieron 12% y las importaciones, 85%. Pareciera que esto sería consecuencia del actual tipo de cambio. El Banco Central tendría presiones para llegar a un tipo de cambio real más alto. Ahora, ¿cómo lo logra sin subir la inflación ni la tasa de interés?

**El tipo de cambio real es,** por definición, el valor de los bienes transables dividido por el valor de los *no transables*. Dicho de otro modo, “el exportador de cereales contra el peluquero”. Cuanto más alto esté el tipo de cambio real, más contento el exportador y más amargado el peluquero...

**Hay un tipo de cambio real de equilibrio,** que no puede fijarse artificialmente.

El problema es que antes de devaluar, las comparaciones con otros tipos de cambio arrojaban que el peso requería devaluarse un 40% para volverse competitivo. Eso daría un tipo de cambio real de \$ 1,40. Y estamos en \$ 1,96.

En algún momento, no ahora ni dentro de unos meses, el tipo de cambio deberá converger *a sus niveles de equilibrio*. De hecho, si el Banco Central no comprara dólares, hoy sería mucho menor.

**Cuanto más alto el tipo de cambio real,** más pobres hay. Esto es así. Lo que quiero transmitirles son los problemas que tiene el banquero central cuando hace política monetaria.

**El nivel de capacidad instalada está empezando,** en algunos sectores, a llegar al límite, con lo cual se vienen problemas de inversión. Y en términos de salarios también se está modificando la situación. Con lo cual, una política monetaria expansiva impulsando el inicio de un ciclo de crecimiento ha sido útil. Pero en algún momento del año 2005 tendremos que buscar los fundamentos de un crecimiento sostenido. Que obviamente no pasan por la política monetaria.

**El Banco Central está llevando una política bastante acertada.** No hay inflación y hay cierto control de las variables monetarias.

**En política fiscal,** podemos decir que la "pro-ciclicidad" del gasto público argentino es terrible: cuando nos va bien, gastamos; cuando nos va mal, *tenemos* que ahorrar. Esto es claramente malo, ya que la política debería ser anticíclica. Hoy tenemos un gasto que, comparado con lo proyectado, *está por encima*.

**¿Qué impulsó el crecimiento del PBI?** Primero, la devaluación. Y luego, la demanda interna, *el consumo*.

El sistema financiero ha dado préstamos nuevos al consumo, muy importantes. *Básicamente, tarjetas de crédito*. ¿Pero qué va a pasar con la inflación? ¿Por qué nadie se anima a prestar o a tomar préstamos indexados a largo plazo?

**Cuando vienen capitales, crecemos.** Cuando se van, "sonamos"... Si no logramos financiar la inversión, *vamos a tener problemas*.

**En 2002, sólo 20 entidades financieras ganaron plata.** Y ganaron casi \$ 1.000 millones. ¡Otras 76 entidades perdieron \$ 20.000 millones! Al año siguiente se duplica la cantidad de entidades que ganan: pasan de 20 a 41. Sin embargo, el monto que ganan esas 41 entidades *es menor* al que habían ganado 20 el año anterior. La rentabilidad total va cayendo. Y lo mismo les sucede a las pérdidas. Creo que el sistema va a terminar 2004 con rentabilidad *negativa*.

**Amparos: creo que el gobierno no va a compensar a los bancos** y que la Corte Suprema se va a expedir a favor de la pesificación. La realidad es que el Banco Central permite que esa "activación de amparos" se vaya amortizando a 20% anual. De nuevo, es una pérdida recurrente que tiene el sistema.

**Preocupa que los depósitos a la vista estén al mismo nivel** que los depósitos a plazo. Esto sucede, en parte, por una tasa de interés muy baja, combinada con un impuesto al cheque que come parte de la ganancia por interés a plazo fijo: la gente prefiere poner su plata en caja de ahorro.

Es la contracara de una política monetaria expansiva.

**Hubo una corrección de expectativas hacia arriba** muy fuerte en el mercado. Marca un *cambio de tendencia* en todos los indicadores. Consistentemente, hay consenso en que en 2005 habrá *menos crecimiento*. Por falta de financiamiento. Detrás de esto hay un problema de *expectativas inflacionarias*.

**En mayo todo el mundo corrigió expectativas:** inflación, tasas de interés y salarios, al alta. PBI, a la baja. Creo que la Argentina está "vacunada" contra los grandes movimientos de capitales -porque ya se fueron todos-. Pero la realidad es que *no estamos aislados del mundo*, aunque algunos crean lo contrario.