

## **Reforma del Programa Monetario 2010 ¿Habrá cambios en la inflación?**

Gustavo Reyes  
Economista Jefe IERAL Mendoza  
Septiembre de 2010

- La reciente modificación de programa monetario del Banco Central, permitiría una expansión del orden del 4% mensual hasta fin de año, frente al 2% del programa original
- En cierto modo, este cambio estaba descontado por el mercado, por lo que la decisión convalida expectativas inflacionarias en torno al 25% anual
- El ancla principal frente a la inflación sigue siendo el virtual congelamiento del tipo de cambio

Los últimos días del mes de agosto, las autoridades del Banco Central de la República Argentina (BCRA) decidieron modificar el Programa Monetario (PM) vigente ampliando los límites de expansión monetaria durante el corriente año.

La modificación del PM convalidó una dinámica de emisión monetaria que no era compatible con el original programa. La meta indicativa para el agregado M2 privado<sup>1</sup> ya no se había cumplido en el mes de junio y la meta obligatoria del M2 total para setiembre exigía una importante desaceleración en la actual expansión monetaria que parecía difícil de cumplir<sup>2</sup>.

La mayor emisión permitida por el nuevo PM respecto del original es cercana a los \$ 20.000 millones. De esta forma, el nuevo PM permite una mayor tasa de expansión monetaria para los últimos 4 meses del 2010 (4% mensual respecto del 2% permitido por el programa original). En términos del agregado monetario más restringido (Base Monetaria – BM), el nuevo PM permite implícitamente una expansión cercana al 29% anual en 2010 (originalmente era del 19%).

Esta necesidad de mayor emisión monetaria responde, por un lado, al crecimiento de las fuentes de emisión monetaria y, por otro lado, al claro objetivo de esterilizar lo menos posible de dicha expansión para no afectar la actual liquidez de la economía (tasas de interés).

De acuerdo a estimaciones del IERAL y a los límites ahora permitidos por el nuevo PM, la emisión monetaria de los últimos 4 meses del 2010, probablemente resulte bastante superior a la de los primeros ocho meses previos. Si bien se espera menores compras de dólares por parte del BCRA, la emisión para financiar al Tesoro Nacional seguramente va a resultar bastante más alta y, dados los mayores márgenes del nuevo PM, la esterilización de los pesos emitidos puede resultar menor.

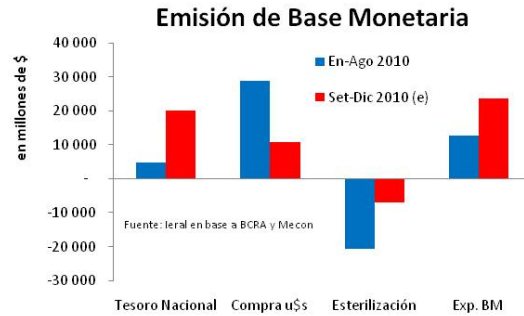
De esta forma, en el caso que el BCRA utilice la emisión máxima permitida por el nuevo PM, la expansión de la BM en los últimos meses del 2010 podría aumentar considerablemente pasando

---

<sup>1</sup> Este agregado monetario incluye los billetes y monedas en circulación junto con los depósitos en cuenta corriente y en caja de ahorro del sector privado solamente.

<sup>2</sup> El programa original preveía que el M2 total en setiembre creciera como máximo a un ritmo del 20% anual, pero en agosto dicho agregado ya se estaba expandiendo al 24% anual.

de un promedio de \$ 1.600 millones por mes (enero-agosto) a casi \$ 6.000 millones por mes (setiembre – diciembre).



La pregunta clave, ante esta mayor emisión monetaria, es si es esperable una aceleración de los actuales niveles de inflación como consecuencia de este cambio en el PM.

En economía los cambios previsible en la política económica, en general tienden a descontarse y la gente se anticipa a los mismos. Como se explicó anteriormente, desde hace algún tiempo era previsible el incumplimiento del PM original cuando se analizaban las necesidades de emisión monetaria y las restricciones políticas del BCRA para esterilizar los pesos emitidos. Desde este punto de vista, el nuevo programa monetario no cambia las actuales expectativas inflacionarias ya que, en realidad, lo que hace es convalidar implícitamente las mismas. Teniendo en cuenta el crecimiento esperado de la economía para 2010 (cerca del 8% anual), la actual desmonetización de la economía y la tasa de expansión monetaria máxima implícita del nuevo PM, es posible estimar una inflación de equilibrio cercana al 25% - 26% anual para el presente año. Esta tasa es la misma a la que proyectan, desde hace varios meses, muchos analistas para 2010<sup>3</sup>, es la inflación a la que convergería la economía a fin de año si se mantienen los actuales niveles de inflación mensual y es la inflación esperada de acuerdo al relevamiento de la Universidad di Tella.



El objetivo que tienen de los Programas Monetarios al establecer metas máximas de crecimiento para los agregados monetarios es forzar a la autoridad monetaria a conducir una política que

<sup>3</sup> Esta estimación es muy similar a la realizada en el mes de mayo por el IERAL. Ver Editorial del Informe de Coyuntura Nro. 603 del 13 de mayo de 2010.

permita fluctuaciones en la cantidad de dinero o en la tasa de inflación dentro de un rango restringido, de forma tal de anclar las expectativas inflacionarias y preservar el valor de la moneda doméstica<sup>4</sup>. Cuando los límites fijados cambian y se elevan, claramente el objetivo de las metas se pierde y la economía deja de tener a las mismas como anclas para controlar las expectativas inflacionarias. De esta forma, las nuevas metas fijadas por la autoridad monetaria están lejos de cumplir su verdadero rol (anclar las expectativas para reducir la inflación esperada), dado que los niveles establecidos convalidan las extremadamente altas tasas de inflación actual.

---

<sup>4</sup> Esto último es la misión primaria y fundamental del Banco Central de acuerdo a lo que establece la Carta Orgánica del BCRA en su artículo tercero.