



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Jornadas Monetarias y Bancarias 2016

Discurso de cierre del presidente del BCRA, Federico Sturzenegger

Buenos Aires, 20 de septiembre de 2016. Es verdaderamente un placer compartir este panel con Ilan (Goldfajn) y Rodrigo (Vergara). Voy a dividir mi presentación en dos partes. La primera es contar cómo ha sido el proceso de nuestro trabajo en el Banco Central hasta este momento. Y una segunda parte: qué es lo que aprendí en estas Jornadas para nuestro trabajo y para las decisiones que tenemos que tomar en este momento.

Voy a comenzar por donde arrancamos nosotros a fin del año pasado. Yo diría que enfrentábamos, en lo monetario, cinco desafíos, con los que teníamos que lidiar y que teníamos que atender. El primero es que, cuando llegamos, teníamos un proceso de evolución de la cantidad de dinero realmente muy acelerado. La cantidad de dinero estaba creciendo aproximadamente a un 45% en el número interanual. Ustedes saben que la política monetaria opera con rezagos. Entonces ya arrancábamos la gestión con una mochila que era una expansión monetaria muy fuerte en los seis meses anteriores.

El segundo es que, como ustedes saben, Cambiemos había hecho su campaña electoral sobre la base de la unificación cambiaria. Habíamos decidido que un pilar fundamental de la normalización de la economía argentina era que la Argentina tenía que tener un mercado cambiario unificado. Lo veíamos absolutamente central. Desde que la Argentina había puesto el cepo cambiario en 2011, la economía había dejado de crecer, con lo cual era algo que había que corregir pero que, a su vez, iba a implicar un reajuste del tipo de cambio que terminó siendo aproximadamente, en términos nominales, del 60%.

El tercer desafío para la política monetaria es que también se requerían cambios en precios relativos. El tema de las tarifas, la eliminación de impuestos como las



retenciones, que también generan un cambio en el precio doméstico, en algunos productos, muy importantes. Entonces, eso también nos generaba un desafío adicional en términos de la evolución de precios en el corto plazo.

Y después dos temas más que son quizás más específicos del mercado monetario, pero que no por eso eran menos importantes. El primero era que teníamos un pasivo contingente muy grande de operaciones de futuro, en la cual el Banco Central se había involucrado que, obviamente, iban a generar un pasivo monetario asociado a la unificación cambiaria. En realidad, eso terminó siendo aproximadamente del 10% de la base monetaria, así que teníamos que lidiar también con eso.

Y finalmente una cosa que también estaba ahí, que no sabíamos bien como cuantificar. Se había hablado muchísimo de esto entre los economistas en la campaña, que era qué iba a pasar con la demanda de dinero. Porque el cepo cambiario de alguna manera también “encepaba” a la gente en términos de tener demanda de dinero. Dado que el objetivo era unificar el mercado cambiario y darle libertad a la gente para que pudiera tener los activos que quisiera tener, iba a haber un impacto sobre la demanda de dinero que era muy difícil de cuantificar. El staff técnico del Central ha estimado esta caída en aproximadamente medio punto del PIB. Pero en ese momento no sabíamos.

Entonces, teníamos una serie de factores que de alguna manera hacían el desafío de hacer una transición a una economía mucho más normalizada en su funcionamiento, pero que desde el punto de vista de la política monetaria y la dinámica de precios tenía sus temas.

Cuál fue el resultado de esto, antes de contarles cómo lo encaramos a este tema. Yo diría que si uno toma el periodo de diciembre a julio, el resultado de todos estos reacomodamientos y ordenamientos, que implicó un movimiento del tipo de cambio del 60%, las tarifas con porcentajes aún más elevados, implicó sumarle a la inflación tendencial que la Argentina traía el año pasado unos 12 puntos. Cuando uno piensa en el 3% de Rodrigo, 12% parece mucho. Pero considerando los desafíos y la dinámica, 12% es lo que se agregó a la inflación en esos ocho meses, es decir en el ciclo completo hasta que Argentina de alguna manera volvió a esa inflación



promedio que traía el año pasado, que después, en agosto, incluso se fue por debajo.

Eso para la economía nacional. Si tomamos simplemente, y estoy hablando en este caso de la inflación núcleo, 12% sobre la inflación núcleo, en ciudad de Buenos Aires 13%, básicamente el mismo porcentaje, si estuviéramos hablando del nivel general habría que agregarle tres puntos a la inflación, que fue el efecto de los reajustes de las tarifas, y 8 puntos en capital, en la ciudad de Buenos Aires, ustedes saben que el reajuste de tarifas fue muy focalizado en ciudad de Buenos Aires. Básicamente 12, 13 puntos a la inflación núcleo es lo que hubo que sumarle como parte del proceso de reajuste.

Los hicimos básicamente con cuatro componentes. Un componente que fue instantáneo, un componente que fue el día 1, o el día 4, un componente que fue los primeros tres meses, y un componente que empezó a nacer a partir de los cuatro meses.

El componente que fue instantáneo fue que pasamos a un Banco Central que iba a decir la verdad. El Banco Central había perdido incluso ese valor. El decir la verdad es un elemento central de la construcción de la confianza. Si un Banco Central te dice que la inflación es la mitad de la que es, es muy difícil construir la confianza. En el momento instantáneo, dijimos nosotros vamos a hacer un Banco Central que va a hablar siempre la verdad. Esto da un poquito de escorzo, un poquito de calor, contándolo delante de gente que es de otros países, pero la realidad es que esa es la situación y que por supuesto se extiende no solo al Banco Central sino a todo el Gobierno.

El segundo fue la eliminación del cepo cambiario que lo hicimos al tercer o cuarto día de gestión. Lo comentaba ayer cuando empezamos que la reunión para desarmar el cepo empezó a las 12 del mediodía, terminamos a las dos de la mañana, porque básicamente esto es como una bomba, es decir, qué cables cortar para que esto no pase nada. Estuvimos básicamente 14 horas viendo qué cables. Lo hicimos de una manera donde lo que se hizo en un momento inicial fue liberar todos los flujos en el mercado cambiario, pero no así los stocks. Los stocks se fueron liberando paulatinamente en los meses subsiguientes y el proceso terminó de



completarse el 3 de agosto, que terminó de ser liquidado definitivamente con las últimas medidas. Fue una operación compleja desde el punto de vista técnico, normativo, esto era un andamiaje muy complejo desde el punto de vista regulatorio. Acá tuvimos un apoyo del staff y del equipo del Banco Central que fue absolutamente superlativo, sin ellos claramente no lo hubiéramos podido hacer.

Después, como decía, veníamos con una cantidad de dinero muy lanzada, los primeros tres meses el objetivo central fue eliminar los excedentes monetarios. Entramos en un proceso de absorción monetaria muy significativo, y este es un proceso que duró todo diciembre, enero y virtualmente todo febrero. Para fines de febrero, nuestros análisis decían que habíamos más o menos acomodado el mercado monetario y ahí empezamos la transición a las metas de inflación, poniendo la tasa de interés como elemento referencial de la política monetaria, haciendo que los agregados monetarios fueran endógenos. Ofrecimos comprar y vender nuestro instrumento de regulación monetaria que eran las Lebac a 35 días, así que cualquier excedente, liquidez que hubiere respecto a esa tasa era absorbido a través de las intervenciones en el mercado primario y secundario. Eso arrancó el primero de marzo de 2016, sabíamos que teníamos el reacomodamiento de precios relativos por delante y pusimos una posición de política monetaria durísima, pusimos la tasa de interés en 38%, lo que nos pareciera correcto en ese momento para dar una fuerte señal y dijimos que en septiembre de 2016 íbamos a anunciar formalmente la convergencia a metas de inflación, cosa que vamos a hacer en este mismo salón el lunes que viene, que va a ser una presentación de lo que se llama el operational framework, el marco operacional con el cual va a estar trabajando el régimen de metas de inflación a partir de entonces.

Una decisión que para nosotros fue facilísima fue que íbamos a ir a metas de inflación y que no íbamos a usar otros mecanismos de anclaje de expectativas. Por ejemplo, el tipo de cambio, eso lo descartamos. Recién Rodrigo lo decía, cuando hay falta de credibilidad y anclaje del tipo de cambio y tenés que subir la tasa de interés, la política monetaria se te convierte totalmente procíclica. Pero la verdad es que no tuvimos que hacer mucho análisis de eso porque tenemos la experiencia argentina. La Argentina está llena de programas de estabilización que se fundamentaron en usar el tipo de cambio como ancla en vez de focalizarse, concentrarse en la tasa de inflación y dejar que ese tipo de cambio pueda actuar,



como decía Rodrigo recién, como un shock absorber para la economía, como ellos lo vivieron en la crisis asiática.

Estos fueron los cuatro pasos. La verdad, la eliminación del cepo, la absorción de los excedentes y crear un marco monetario que genere cierto marco de referencia. La gente empezó a hablar de las Lebac, la gente empezó a decir “esto es lo que va a ocurrir”, empezamos a definir expectativas de inflación, empezamos a generar un cono de certidumbre respecto a la evolución futura de las variables monetarias.

Por supuesto, se ha hablado mucho y lo dijeron tanto Ilan como Rodrigo, y se dijo ayer en varios de los paneles, esto requiere en algún punto alguna coordinación con el Ejecutivo y con la política fiscal. Hubo muchísima coordinación y sigue habiendo muchísima coordinación. Por lo pronto coordinamos las metas, con el objetivo común de llegar a una inflación del 5% en año 2019.

Un segundo elemento de coordinación absolutamente central, que fue el canje de letras. Esto quizás pasó desapercibido pero lo hicimos en diciembre, donde básicamente el Ejecutivo nos hace un canje por el cual nos cambia unos activos que tenía el Banco Central que se llamaban Letras intransferibles que, como su nombre lo indica, eran intransferibles por bonos con valor de mercado. Este fue un esfuerzo fiscal extraordinario que ha hecho el Ejecutivo para consolidar la hoja de balance del Central, que básicamente le ha implicado hacer pagos este año de aproximadamente de cerca de 1.000 millones de dólares al Banco Central para justamente consolidar su hoja de balance. Y me parece que no fue un tema que haya sido muy discutido, muy reconocido, como el esfuerzo de apoyo del Ejecutivo a la tarea de desinflación.

El segundo tema que sabíamos que teníamos que resolver conjuntamente con Hacienda, era como acotar la dominancia fiscal, habiendo elegido conjuntamente una trayectoria gradual. Iba a haber transferencias del Banco Central de manera decreciente con respecto al Ejecutivo, pero teníamos de alguna manera que definir las y acotarlas. Y ahí se decidió definir básicamente un monto nominal de transferencias, que ustedes saben, en el año 2016 fue definido en 160.000 millones de pesos y como que quedó definido ese valor, lo dijimos a principios de enero, y es



un número que se mantenido, ese compromiso absolutamente justamente incólume.

Y después está por supuesto el trabajo que hemos hecho para el presupuesto 2017, que define esta variables de cara al 2017, ya lo tienen ustedes publicados, los vamos a discutir en detalle el lunes que viene. Simplemente como pie de página habrán notado (no lo vi escrito en ningún medio) que por ejemplo desapareció todos los mecanismos de utilización de reservas del Banco Central dentro del presupuesto nacional, que había sido histórico durante los 10 años anteriores, hoy está totalmente desaparecido. Bueno, eso es coordinación entre el Banco Central y el Ejecutivo.

Quiero enfatizar. Yo creo que el Gobierno tenía cuatro grandes activos económicos para este año, que era la eliminación del cepo cambiario, la resolución del problema de los holdouts, la reducción de la tasa de inflación y la reducción de la presión impositiva sobre Argentina y creo que efectivamente está logrando los cuatro.

Es cierto, que obviamente aparece un BCRA independiente, que toma decisiones. Esto lo ha encontrado la sociedad, como que se ha sorprendido un poco, pero se ha llevado un poco al extremo. En el caso de la Argentina, nosotros tenemos un escritor muy famoso que se llama Jorge Luis Borges. Borges tiene un cuento muy interesante que se llama “Pierre Menard autor del Quijote”. En el cuento un señor dice “me voy a convertir en Cervantes. Voy pensar como es ser Cervantes y me voy a convertir en Cervantes”. Vive la vida de Cervantes y entonces escribe El Quijote. Pero lo que es muy interesante del cuento de Borges es que hay un texto de un párrafo del Quijote escrito por Cervantes, y un párrafo del Quijote escrito por Pierre Menard. Claro, los dos párrafos son exactamente idénticos, entonces Borges explica la diferencia entre los dos párrafos. ¿Por qué les cuento esto? Yo digo que la inflación fue 4, 3, 2, 1, después el Ministro de Hacienda dice que la inflación fue 4, 3, 2, 1, y entonces se discute por qué fueron diferentes las dos cosas que dijimos... Además cambiamos figuritas. “-¿Vos que dijiste 4, 3, 2, 1? -Sí, sí, 4, 3, 2, 1”.



Eso es lo que les quería contar de cómo ha sido la evolución y vamos a seguir hablando de esto el lunes que viene cuando hagamos la presentación de metas de inflación.

¿Qué cosas aprendí en las presentaciones de estos días? Son cuatro puntos o cuatro reflexiones que quiero hacer. La primera es que creo que tenemos que volver a pensar por un segundo: ¿por qué queremos desinflar? ¿Por qué queremos una economía sin inflación? Y yo diría que hay dos elementos centrales: uno es el distributivo. Es decir, el impuesto inflacionario es un impuesto que le pega más a la gente que tiene menos recursos en la economía, entonces hay un elemento ético, moral y de redistribución del ingreso por el cual es fundamental bajar la tasa de inflación, pero también de crecimiento. Porque cuando nosotros ayer repasamos, José contaba y Rodrigo contaba, el proceso de desinflación. Yo no sé si ustedes se dieron cuenta que el proceso de desinflación se dio en lo que Rodrigo contaba como la “década de oro” de crecimiento de Chile. El caso de Israel, que también lo hablamos ayer es notable. Israel logra bajar después de 20 años de inflación crónica a principio de los años ‘90 y tiene un proceso de crecimiento absolutamente exponencial y extraordinario a partir de ese momento.

Entonces hay un elemento de crecimiento muy fuerte. Acá lo que se juega es la construcción de un sistema económico que empiece a funcionar y que permita un crecimiento económico genuino, donde pongamos la cabeza en las cosas que vimos por ejemplo en el panel exactamente anterior: como mejorar, como reducir costos, como proyectarnos hacia adelante y que no estemos hablando sobre la inflación.

Entonces hay un tema de equidad y también es difícil ver también lo que se llama el sacrifice ratio. Cuál es el costo, si de lo que estamos hablando es de pasar de una economía de inflación a una economía sin inflación, que es una economía de crecimiento de manera estructural. Me pareció que las experiencias que se comentaron básicamente nos hacen más conscientes de la importancia que la economía argentina o cualquier economía tenga una baja tasa de inflación.

El segundo punto tiene que ver con cómo coordinamos. Y yo acá quiero rescatar un punto muy particular de la presentación que se hizo ayer sobre Israel. Ustedes vieron que Israel tenía una banda cambiaria. Israel comparte algunas de las



características con la Argentina, por ejemplo que la gente piensa contratos inmobiliarios en dólares, me mostró Karnit muchos gráficos donde los contratos eran dolarizados, una inflación crónica durante mucho tiempo, entonces en un primer momento tenían una banda cambiaria donde trataban de mantener la inflación o de usar el tipo de cambio como ancla. Y en un momento, creo que a principios de los 90, cambiaron el enfoque y básicamente dijeron ‘nos vamos al olvidar del tipo de cambio’. Entonces en vez de tener una banda, donde el tipo de cambio es ancla, el tipo de cambio va a fluctuar en torno a una tendencia, esto nos explicaba Karnit ayer, y la tendencia era, en algún sentido, la meta de inflación. Entonces la sociedad empezó en algún momento a dejar de pensar tanto en el dólar y empezó a pensar por que la pendiente era la pendiente y la pendiente era la meta de inflación. Y cuando uno mira la historia, ahí se produce finalmente el derrumbe. Eso fue la coordinación, entender que esa era la variable que era lo importante.

¿Entonces decimos “cómo coordinamos, qué coordinamos, quiénes coordinan?” Bueno, coordinemos lo que tenemos que coordinar, que es la tasa de inflación. Entonces pongamos el foco. Israel nos enseña en un caso muy concreto que justamente el foco hay que ponerlo allí.

La tercera referencia tiene que ver con la velocidad, que es un tema que también discutimos en Argentina, que tan rápido o que no tan rápido. Yo creo que es un debate que se hace muy a la ligera, porque acá muchas veces se menciona el caso colombiano, donde Colombia tardó unos 10 años en desinflar, pero sin reparar que Colombia tenía un marco institucional donde tenía una indexación 100% legal. Me comenta José Uribe, el presidente del Banco Central de Colombia que llegaba el 31 de diciembre y todos los precios tenían que subir la inflación pasada, por ley. Entonces es un contexto que hace mucho más difícil la desinflación.

Pero fíjense estos números que nos revelaron entre ayer y hoy. Chile, el gran proceso de desaceleración se hizo en 4 años, entre el 91 y el 94. Lo cual me deja muy tranquilo, porque nosotros hemos planteado un proceso de desinflación que también es en 4 años, pero además sin la restricción de indexación legal, porque Argentina ustedes saben a principios de los años ‘90 justamente como resultado de una historia de muchísima inflación durante muchísimos años la Ley de Convertibilidad prohibió la indexación y es lo único que persiste de la Ley de



convertibilidad. Y lo sostuvimos, tanto el partido gobernante, como a los que nos tocó en ese momento estar en la oposición sostuvimos y defendimos. A mí me tocó hacerlo en el Congreso, la no indexación, que no volviéramos a instaurar la indexación, a pesar que los precios habían subido muy fuertemente durante esa década. Entonces, Chile lo hizo en 4 años con indexación, pienso que es realista decir que lo podemos hacer en 4 años sin indexación. Comentaba Arminio ayer que cuando él introdujo las metas de inflación en Brasil, él se puso como objetivo tener una inflación de un dígito a los 15 meses que había arrancado. Me comentaba después en la cena que ellos venían de una inflación mucho más baja, quería anclar y volver rápidamente, pero también es un elemento.

Y el tercer punto que también lo comentaba ayer en la cena porque realmente me impactó mucho es esta idea que también comentó Karnit que diez años antes si a ella le hubieran preguntado que el desafío del Banco Central de Israel hoy sería no poder llegar a la meta por estar por debajo, hubiera sido una cosa inverosímil en su momento. Lo que quiero decir es que los cambios, si se hacen las cosas bien, se hacen con consistencia, se hacen con coherencia, los cambios pueden llegar a sorprendernos, pueden ser mucho más rápidos. Como fueron mucho más rápidos y sorprendentes para estos amigos que nos han visitado y han tenido la gentileza de contarnos su historia. Lo decía Stefan hoy. El cash era el 39% de las transacciones y en cuatro años paso al 23%. También ellos sorprendidos por la velocidad de los cambios. Por supuesto, no es una cosa de semanas, no es una cosa de meses, pero no es una cosa de décadas, es una cosa de ser coherentes durante unos cuantos años.

Y el otro tema que me pareció importante, y sobre esto hizo bastante énfasis Raghuram Rajam: hay un cambio estructural que se da con las metas de inflación que vamos a una economía con tasas de interés real positivas. Las necesitamos para bajar la inflación, pero las necesitamos en estado estacionario, porque la única manera de tener crédito, es que haya alguien que quiera ahorrar en el sector financiero. Y tuvimos los dos paneles de la tarde que mostraban como Argentina es un país que tiene una capacidad de ahorro muy significativa, que no difiere en lo más mínimo respecto de la del resto de los países, pero donde la intermediación a través del sector financiero es realmente mínima, respecto a la que tienen los países de la región, los países con la misma tasa de ahorro, y no es ninguna sorpresa por



qué se produce ese fenómeno. La tasa interanual positiva no solo va a cambiar la cabeza del depositante que va a confiar y nos va a permitir intermediar ese ahorro. Como yo digo, cuando alguien tiene un dólar en una lata, invertido al -2% porque la inflación internacional le va licuando el valor de ese dinero, imagínense ese dólar o equivalentemente un peso en el sector financiero que se lo puede prestar a una pyme que está dispuesta a pagar el 5, 6, 7%. Quiere decir que esa pyme o esa empresa produce valor por más del 5 o el 6%. Entonces estamos desperdiciando 8 o 9 puntos por ciento por año de retorno de ese ahorro totalmente mal gastado para la sociedad porque no lo intermediamos a través del sector financiero.

Esto ha generado mucho nerviosismo porque, claro, y esto lo dijo cuando hablaba de economía política Rajam ayer, hay gente que sí tenía acceso a ese financiamiento barato. Arminio usó la palabra, el sector financiero parásito de la inflación, creo fue Arminio la palabra que usaste, pero parte de ese impuesto inflacionario que cobraban los bancos que lo transferían en alguna parte en créditos a tasa de interés real negativa, generaron un diseño y un funcionamiento de las empresas que es totalmente y radicalmente diferente del que ocurre cuando la tasa de interés real es positiva. Doy simplemente un ejemplo, cuando uno tiene tasa de interés real negativa acumular inventarios es un centro generador de ganancias para la empresa, porque uno compra un activo real que se mueve a la inflación y paga un costo financiero para esto que está por debajo de la inflación. Cuando la tasa de interés real es positiva entonces, deja de ser un centro generador de ganancias para ser un centro de costos y uno tiene que readecuarse totalmente como funciona en términos de la logística de inventario. Es decir, que se van a producir cambios realmente significativos. Ahora, si no le pagamos al depositante una tasa de interés real positiva, hagamos todo lo que querramos, pero no vamos a tener depósitos. Y si no tenemos depósitos no vamos a tener créditos, y me parece que eso quedó muy claro en la presentación de Raghuram ayer.

La imagen que me queda es la de un círculo virtuoso que es posible. Un círculo virtuoso donde lo que he visto es que las bajas de inflación, las experiencias que nos compartieron, siempre generó un aumento de la productividad de las economías. Una baja en la tasa de inflación hace que los precios sirvan. Entonces las curvas de demanda se vuelven mucho más elásticas. Cuando uno tiene mucha inflación el consumidor no busca, no sabe ni siquiera cuánto son los precios, entonces aumenta



el poder monopólico de la cadena de distribución. No porque nadie es malo, ni porque nadie opere diferente en otro contexto, simplemente porque pierde poder informativo el consumidor.

Y los riesgos caen a medida que baja la tasa de inflación y eso permite que nos animemos a consumir, nos animemos a invertir, sobre todo, que es lo más importante. Estamos en ese camino. Creo que este seminario ha dejado, por lo menos para nosotros que estamos acá, que lo hemos encarado con muchísima humildad de escuchar a aquellos que ya transitaron el camino que tenemos que transitar nosotros y que creo que tienen muchísimo para enseñarnos.

Muchas gracias