



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Discurso del presidente del Banco Central de la República Argentina, Federico Sturzenegger, en la apertura del “21 Simposio Internacional de Economía 2016”, organizado por la Universidad de Tel Aviv

Buenos Aires, 30 de agosto de 2016. Es un placer acompañarlos hoy en este Simposio Internacional de Economía 2016. El año pasado recuerdo que tuve que cancelar mi presentación a último momento, porque me encontré en medio de los ajetreados tiempos de la transición electoral. Hoy, por decisión de la sociedad, podemos reencontrarnos con ya algo de recorrido transcurrido y con la suficiente perspectiva para analizar, en particular, el foco principal de atención que le corresponde al BCRA: la evolución y perspectivas sobre la inflación en nuestro país.

Esto implica revisar la estrategia que las autoridades monetarias están siguiendo y seguirán en el futuro para alcanzar su objetivo de 5% de inflación anual en 2019.

Hoy, esta reunión nos encuentra también en la necesidad de clarificar dos cuestiones relevantes. Como todos ustedes ya sabrán, **el mes de agosto mostrará una significativa desaceleración de la inflación**. Y cuando digo una significativa desaceleración no me refiero al efecto deflacionario de reversión de las tarifas. En particular, este Banco Central se había planteado la posibilidad de llevar la inflación por debajo de 1,5% mensual en el último trimestre del año. Pero esa vara, sin contabilizar el efecto de las tarifas, estaría alcanzándose con dos meses de anticipación.

Siendo así, ¿qué reacción debe esperarse de la política monetaria? Este es uno de los temas que quiero abordar.

El segundo tema tiene que ver con la relación entre la política monetaria y la política fiscal. Una cuestión sobre la que hemos hablado poco desde el BCRA, pero que es fuertemente discutida entre los analistas que siguen la evolución de la macroeconomía argentina. En particular la pregunta se refiere a si el gradualismo fiscal compromete o no los objetivos desinflacionarios del Central.

Para no dejarlos tanto tiempo en suspenso. Anticipo las conclusiones centrales que trataré de elaborar sobre estos dos puntos. Sobre el primero, concluiré que **la**



desaceleración de agosto no provee los elementos suficientes para que pueda concluirse que sea conveniente relajar la política monetaria que viene llevando adelante el BCRA.

Por otra parte, trataré de argumentar que **el gradualismo fiscal que plantea el gobierno no compromete, ni condiciona, a nuestro entender, la política monetaria que lleva adelante el BCRA.**

Combatiendo la inflación

Como todos sabemos, Argentina ha convivido muchos años con una inflación crónica. Esto hoy resulta sorprendente, porque ya prácticamente todos los países del mundo han aprendido a consolidar un cuadro macroeconómico sin inflación.

Por ello quiero comenzar recordando una cita que vengo repitiendo a menudo, que habla sobre cómo se combatió y venció a la inflación en otras partes del planeta. Es un comentario que le escuché a Mario Draghi en una reunión que compartimos hace unos meses.

Decía Draghi lo siguiente:

“En el último medio siglo los bancos centrales han transitado un largo camino definiendo el modo en que abordan sus funciones de estabilización macroeconómica. Aún hacia fines de los recientes años ‘70, las visiones respecto de la eficacia de la política monetaria para lograr la estabilidad de precios todavía divergían entre los bancos centrales de las economías avanzadas. Algunos, como el Banco Central de Alemania (Bundesbank) y el de Suiza (Swiss National Bank), ya estaban comprometidos con la implementación de medidas monetarias para controlar la inflación. Pero otros, como la Reserva Federal y varios Bancos Centrales de Europa, permanecían con enfoques pesimistas en este respecto, creyendo que la política monetaria constituía un medio ineficiente para domar la inflación y que era mejor emplear otro tipo de políticas.

Ilustrando esta visión, el Presidente de la Fed William Miller, en su primer Comité de Política Monetaria en marzo de 1978, sostuvo que “la inflación será encomendada a la Reserva Federal y eso definitivamente es una mala noticia. Un programa efectivo para reducir la tasa de inflación debe extenderse más allá de la política monetaria y necesita ser complementado con programas diseñados para fomentar la competencia y para corregir problemas estructurales”

En este contexto de timidez respecto de la efectividad de la política monetaria, las expectativas de inflación eran propensas a desanclarse, abriendo la puerta a oleadas de alzas de precios que alcanzaron por aquella época el orden de los dos dígitos. El resultado fue una etapa denominada de “estanflación”, donde tanto la



inflación como el desempleo aumentaron en tándem.

La lección de política que emergió de este período fue que el crecimiento económico sostenible no podía estar separado de la estabilidad de precios, y que la estabilidad de precios a su vez dependía de una política monetaria creíble y comprometida. Desde 1979 en adelante -con la asunción de Volcker como presidente de la Fed- los bancos centrales convergieron hacia esta orientación y se hicieron cargo plenamente de cumplir sus objetivos en materia inflacionaria. A medida que el renovado compromiso para controlar la inflación fue comprendido, las tasas de inflación cayeron abruptamente, en un contexto de mejor anclaje de las expectativas. Los bancos centrales abandonaron la noción auto-absolutoria de que la estabilidad de precios dependía de otras autoridades, no monetarias.”¹

Vale la pena reflexionar sobre estos párrafos para entender que **en el mundo se ha derrotado a la inflación**, que **eso se ha logrado porque los bancos centrales se han hecho responsables de la tarea de reducirla, y que sus instrumentos han mostrado ser suficientes y los resultados contundentes.**

Hemos aprendido de esta exitosa experiencia que un elemento vital de la receta lo constituye la independencia del Banco Central. Esta independencia es fundamental, porque una parte importante de la agenda de sostener una baja tasa de inflación requiere el entendimiento que el compromiso a la reducción de la inflación no estará condicionado por urgencias políticas u objetivos de corto plazo. Aun si el Banco Central tiene como objetivo tanto una baja inflación como un crecimiento económico vigoroso, condicionar la política monetaria a esto último es contraproducente, porque la tasa de inflación será baja sólo si se entiende que el Banco Central no sucumbirá a objetivos cortoplacistas.

De cualquier manera, así como sabemos que la inflación se reduce con una política monetaria adecuada, también sabemos que los procesos de desinflación no están exentos de cierta complejidad por la necesidad de coordinar en un nuevo régimen a las expectativas de los agentes entre sí, y a éstas con el sendero de reducción de la inflación buscado por las autoridades.

Pero respecto a este punto **es importante entender la “no particularidad” de nuestro proceso de desinflación.** De hecho, las problemáticas que vivimos, las experimentaron todos los países que desinflaron.

¹ Fragmento del discurso de Peter Praet, miembro del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo, en la LUISS School of European Political Economy, el 4 de abril 2016, Roma (traducción propia).



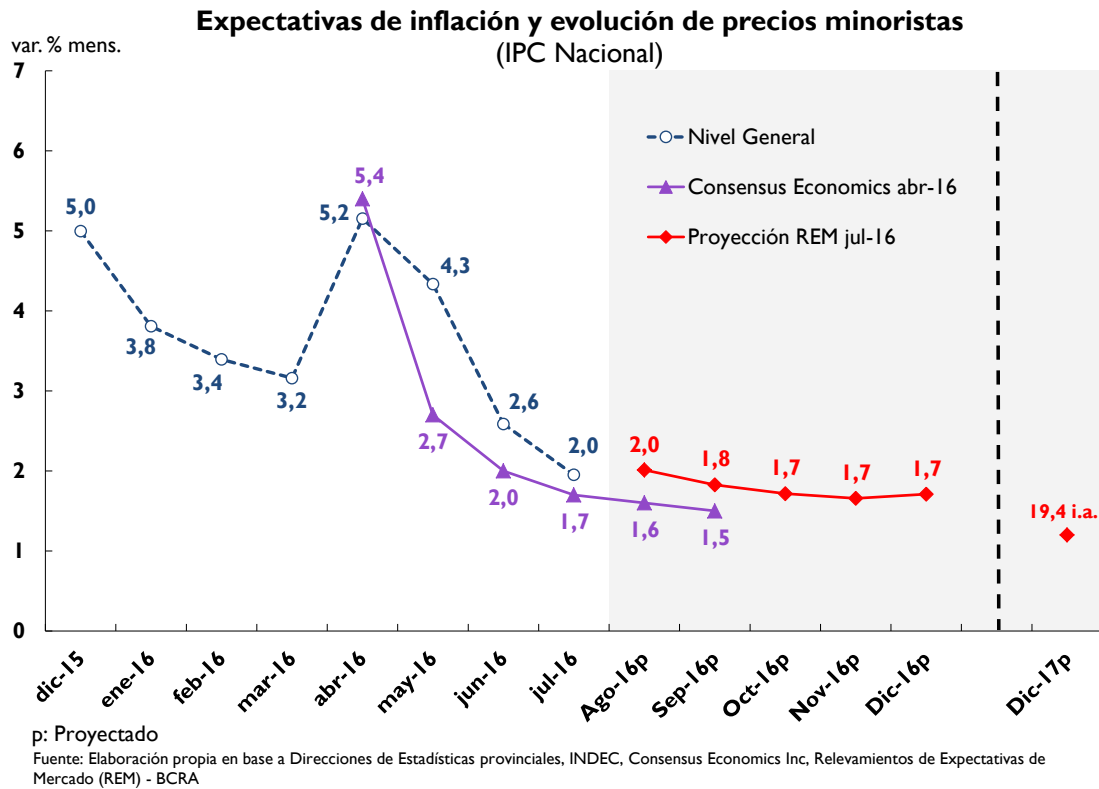
Por ejemplo, durante el proceso de desinflación en Canadá decía Gordon Thiessen, el presidente del Banco Central de ese país:

“Debe hacerse una distinción entre reducir la inflación y mantenerla en un nivel bajo. Reducir la inflación requiere una adaptación a la baja en las expectativas de inflación y puede implicar costos de transición, lo que no ocurre cuando simplemente se trata de mantener una inflación baja. Es generalmente aceptado que cuando la inflación es elevada los beneficios logrados con su reducción exceden a los costos de transición.”²

En nuestro nuevo régimen monetario, el Banco Central se fija objetivos de inflación y usa todos los instrumentos a su alcance para lograr esa meta. Incluso si eso implica fijar la tasa de interés en 38% por varios meses. En este nuevo régimen, **la política monetaria no se acomoda a las expectativas de inflación sino que actúa para que las expectativas y las acciones de los agentes sean coherentes con los objetivos del Banco Central**. Es de esto, justamente, de lo que hablaba Draghi.

Por ello **una parte importante es empezar a visualizar estas expectativas y empezar a tomarlas como guía para nuestras decisiones**. Veamos dónde estamos. En el gráfico que ustedes tienen, se muestran las expectativas de inflación vigentes durante el mes de abril. Como pueden ver, en ese momento, se descontaba una fuerte baja de la inflación durante el año.

² En “Inflation Targeting: Lessons from the International Experience” de Ben Bernanke, Thomas Laubach, Frederic Mishkin y Adam Posen (1999, Princeton University Press). Traducción propia.



En ese momento dijimos que nuestro objetivo para este año sería ubicarnos por debajo de esas expectativas de inflación, a lo que unos meses después añadimos el objetivo de una inflación de 1,5% mensual o menos en el último trimestre.

El gráfico muestra también las expectativas de inflación al día de hoy, de las que se puede concluir que estas expectativas se han mantenido muy ancladas. La línea punteada, por su parte, muestra dónde nos hemos ubicado respecto a ese objetivo inicial. El gráfico muestra también las expectativas de inflación para el año 2017. Las cuales, volveré en unos minutos a esto, se ubican por encima de lo pretendido por estas autoridades que buscarán ubicar esos guarismos por debajo del 17%.

¿Por qué es tan importante internalizar estas expectativas? Por un sencillo motivo. Muchos de los aquí presentes son personas relevantes para la formación de precios y salarios. Y la decisión de esos precios y salarios no puede tomarse sin tener una expectativa de lo que va a pasar con los precios en el futuro.

Por ejemplo, imaginemos, para entender de lo que hablo, que el año que viene hubiere una inflación del 0%. En ese caso si ustedes negociaran una paritaria que



compensara toda la inflación pasada, estarían fijando un salario real muy por encima del año anterior. ¿Por qué? Porque el ajuste que se implementa no se vería seguido de inflación futura, manteniendo el salario real en ese valor inicial. Como el año pasado ese valor inicial fue reduciéndose a lo largo del año por la inflación, el salario promedio del 2017 resultaría superior al del año 2016.

Quizás deseen hacer eso, y estaría muy bien, pero el punto que quiero acentuar es que **esas decisiones de precios y salarios no pueden tomarse en un vacío sin tener en cuenta cuál es la trayectoria de precios y salarios esperada.**

La utilidad de los Regímenes de Metas de Inflación es que el foco se pone en definir y cumplir con esas expectativas, ayudando a que se coordinen las expectativas de todos los agentes económicos.

Si este nuevo régimen no se entiende, obviamente la desconexión de expectativas con la realidad de las acciones de la autoridad monetaria hará más costosa la desinflación subsiguiente, tal cual decía el presidente del Banco Central de Canadá 20 años atrás.

Ahora bien, supongamos que se entiende el mecanismo y las metas de inflación son claras: hoy quiero enfatizar el 1,5% mensual del último trimestre y el de ubicar las expectativas de inflación del año que viene por debajo de 17%. Igual alguien podría preguntarse “¿por qué va a funcionar?” “¿cómo sé que las metas de inflación se van a cumplir?”

Aquí es donde es importante volver a Draghi y al convencimiento que la derrota de la inflación se dirime en el mercado monetario. El nivel de precios no es otra cosa que la representación del precio del dinero. Si hay más dinero que el que la gente quiere, el precio del dinero caerá, o, dicho de otra manera, subirá el de los bienes (relativo al dinero). A ese fenómeno lo llamamos inflación. Es decir, que cada vez que haya más dinero que el que demanda la gente (ya sea porque aumenta la oferta o se reduce la demanda) vamos a tener inflación.

Por ello, **lo relevante para combatir la inflación es construir un esquema donde oferta y demanda de dinero puedan equilibrarse. Una vez que se implementa de manera consistente un esquema institucional que equilibra el mercado monetario doméstico, se paralizan de golpe los motores que originan la inflación.** Así, un esquema de estas características, que compatibiliza la oferta y demanda monetaria, permitirá una reducción drástica de la tasa de inflación en Argentina.

A su vez, hemos explicitado una regla clara de funcionamiento: **el Banco Central**



va a mantener la tasa real de interés positiva, con un sesgo antiinflacionario hasta que el objetivo final sea alcanzado. Lo cual requiere, desde ya, que a medida que la inflación y las expectativas inflacionarias vayan bajando, la tasa nominal de interés se vaya reduciendo.

De cualquier manera, una digresión: el propio concepto de una tasa de interés real positiva, aunque baja, ha sido un concepto que ha generado resistencias importantes en la comunidad empresaria. Pero vale aclarar que esa tasa no sólo procurará concretar el sendero de desinflación, sino que también tiene como contraparte proveer un retorno razonable para los ahorristas. Mi impresión es que **es el camino no sólo para una reducción en los niveles de inflación sino también hacia el crecimiento de los depósitos y en definitiva del crédito.** Una añoranza de décadas, pero que fue una añoranza estéril, ya que nunca íbamos a poder desarrollar el crédito si no hay depósitos, y no podemos tener depósitos si no protegemos y remuneramos al depositante.

La reacción a la inflación de agosto

Volviendo al tema inflacionario, nos preguntamos: ¿Qué pasa cuando en un mes particular se logran los objetivos en materia de inflación como, pareciera, ocurrirá en el mes de agosto?

Ya que, repito, se estima, si no pasa nada en estos últimos días, que en **este mes la inflación se ubicaría por debajo de ese 1,5% esperado para fin de año.**

A pesar de este éxito temprano, el BCRA considera que no están dadas las condiciones para un relajamiento de la política monetaria. El primer motivo es que una reducción de la inflación en un mes puntual no es indicador suficiente sobre una reducción sostenida en el nivel de inflación, ya que, aunque en este mes la baja se da también en la inflación núcleo, supuestamente exenta de efectos estacionales o del de los precios regulados, un proceso de desinflación persistente necesita de varios meses para consolidarse como tal. Segundo, porque las expectativas de inflación para el año 2017 todavía se ubican por encima de las expectativas de la autoridad monetaria. Tercero, porque el camino a recorrer hasta alcanzar el objetivo de una inflación del 5% anual se encuentra todavía lejano.

En conclusión, **el BCRA seguirá procediendo con extrema cautela a los fines de asegurar la consolidación del proceso de desinflación.**

Política monetaria y política fiscal



Déjenme pasar entonces al segundo tema que quería abordar hoy: la relación entre la situación fiscal y la inflación. Tanto la teoría como la experiencia de nuestro país nos indican que el problema inflacionario se genera cuando el Banco Central termina definiendo su política monetaria en base a las necesidades de financiamiento del Tesoro. Un tema que ha dado en llamarse localmente “la dominancia fiscal de la política monetaria”.

Fue justamente conscientes de este problema que en conjunto con el Ministerio de Hacienda, decidimos definir un monto fijo nominalmente en pesos (para 2016 se definió en 160.000 millones de pesos), que ponen un límite claro a la dominancia fiscal. A su vez, ese monto se calibró conjuntamente con Hacienda para que fuera consistente con los objetivos de inflación planteados. Precisamente por ello, este valor irá cayendo en términos reales y nominales a medida que la inflación caiga.

Pero los analistas no hablan sólo de eso, sino que muchos de ellos sostienen una abierta crítica a lo que consideran un gradualismo fiscal excesivo. Según estos analistas, el gobierno está haciendo poco para bajar los altos déficits heredados y asegurar la consistencia fiscal.

Hoy quiero dar tres razones que justifican por qué el BCRA no ve este gradualismo fiscal con preocupación.

La primera razón tiene que ver con el bajo endeudamiento con el sector privado que tiene nuestro sector público en la actualidad, lo que sumado a condiciones inéditas en términos de disponibilidad de fondos implica que el gobierno cuenta con una amplia disponibilidad de financiamiento en buenas condiciones, permitiendo el descenso de las transferencias del BCRA al Tesoro, y llevando el análisis de la cuestión fiscal a una perspectiva de largo plazo.

El segundo punto es que el gobierno ha hecho significativos esfuerzos en lo fiscal, como lo atestigua su voluntad de asumir costos políticos, por ejemplo, para reducir el volumen de subsidios y darle sostenibilidad a la política energética. La cuestión central es que **ese esfuerzo fiscal se ha visto focalizado no sólo en reducir el déficit sino también en bajar impuestos.**

La reducción de tasas impositivas distorsivas puede implicar un sacrificio de recursos fiscales en el corto plazo. **La baja en la presión tributaria, que hoy ya es en términos del PBI por lo menos un punto porcentual inferior a la del año pasado, es probablemente la noticia económica del 2016.** Y esta baja tributaria está orientada principalmente a mejorar el salario real, ya sea indirectamente, mejorando las condiciones de rentabilidad de la actividad económica local, o directamente, por ejemplo con la baja del impuesto a las



ganancias o las devoluciones de parte del IVA a ciertos beneficiarios. Pero, sobre todo, genera los incentivos correctos para que la economía se expanda.

El tercer punto es menos mencionado, pero muy visible para quienes acompañamos al actual presidente en su gestión anterior en la Ciudad de Buenos Aires. Y tiene que ver no tanto con la situación fiscal puntualmente sino con la calidad del gasto público en su conjunto. Una mejora en la calidad del gasto, es equivalente, desde el punto de vista macroeconómico, a una reducción del déficit, porque le ahorra recursos al sector privado.

Por ello, y simplemente tomándolo como ejemplo, un repaso por las estadísticas de empleo público de la Ciudad de Buenos Aires durante la gestión del actual presidente, muestra cómo a lo largo de esa gestión el total de empleados públicos creció un 7%. Pero detrás de ese crecimiento se esconde un cambio en las prioridades, ya que crecieron un 19% la cantidad de docentes, médicos y policías. **Hoy estas mejoras de eficiencia en el destino del gasto, que como muestra la experiencia de la Ciudad pueden darse perfectamente en un contexto de crecimiento del gasto y del empleo público, se dan en todas las áreas de la administración.** Hoy por ejemplo, se licitan las obras públicas a mitad de precio que lo que ocurría tan solo el año pasado, pero incluso más relevante que eso, es que las obras se priorizan en función de su rentabilidad social. Estas fuerzas combinadas, son la antesala de una mejora en la eficiencia del gasto público nacional que va a ser fundamental para mejorar la productividad de nuestra economía y estoy seguro de que tendrá lugar.

Así, tanto porque el gobierno tiene tiempo, tanto porque tiene experiencia de gestión, y porque entendemos que los primeros esfuerzos fiscales se orientaron a bajar impuestos, es que desde el BCRA vemos el escenario fiscal convencidos que no compromete ni pone en riesgo la política antiinflacionaria del gobierno.

Esta política antiinflacionaria tampoco está puesta en riesgo porque desde el BCRA entendemos que **el gobierno está convencido de la necesidad de llevar adelante una agenda que recomponga en el país la posibilidad de invertir y crear empleos de calidad, y dentro de estos objetivos, la reducción de la tasa de inflación es uno de los componentes fundamentales.**

Argentina tiene que animarse a ser un país normal. Ser un país normal significa ser predecibles y confiables. Ser normal es decir la verdad. Pero ser normal también es ser un país donde la gente ya no esté pensando todos los días en cuánto aumentarán los precios, donde los argentinos ya no tengan interés alguno en



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

escuchar al presidente del BCRA hablar de la inflación. Donde la macroeconomía deje de ser una preocupación, para pasar a ser un soporte firme pero a la vez invisible para el desarrollo de cada persona. Y no pretendemos originalidad. Sólo comprometemos nuestra consistencia y trabajo.