



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

## ***Discurso del Presidente del Banco Central de la República Argentina, Federico Sturzenegger, en la 22° Conferencia Industrial Argentina organizada por la UIA***

*Buenos Aires 22 de noviembre de 2016.* Es un gusto poder estar hoy con ustedes y tener la posibilidad de comentar sobre las perspectivas que vemos para la industria en los próximos años.

Sabemos que este año no ha sido fácil para la industria. Somos conscientes de la realidad que se encuentra atravesando cada uno de los sectores, pero los desafíos del momento tienen que ver con la construcción del futuro. Les pido que al efectuar un diagnóstico tengamos en cuenta que la industria no crece en Argentina hace cinco años, y que **la tarea que se ha acometido este año busca precisamente generar las bases para que nuestro país pueda retomar una senda de crecimiento sostenido.** Es en este sentido, que **se han encarado reformas profundas en el funcionamiento de nuestro sistema económico.** La normalización del mercado cambiario que implementó el BCRA el 17 de diciembre de 2015 (y que luego completó durante el año hasta culminarla el 8 de agosto), fue una de ellas. Creemos que este cambio mejoró los niveles de competitividad al tiempo que les liberó esfuerzo y agilizó sus operaciones comerciales. La normalización de nuestra situación de deuda fue otro de los cambios trascendentales del año, ya que luego de 15 años se cerró definitivamente un capítulo, abriéndoles el camino a mejores y más accesibles fuentes de financiamiento. La baja de impuestos (retenciones, ganancias, ley de PYMES) fueron otras medidas importantes por la cual el gobierno resignó el equivalente a una recaudación mensual entera en pos de generar mejoras competitivas para la producción. Finalmente, la reducción de la inflación, tema sobre el que quiero centrarme en mi exposición hoy. **Todo esto al tiempo que se va produciendo una mejora en la calidad del gasto público, proceso que no es mágico e instantáneo, pero que ya ha comenzado y que en el tiempo rendirá y hará visibles sus beneficios.** Es mucho lo que se ha avanzado en este año.

No por minimizar el tema, ni lavarnos las manos, sí debo mencionar dos factores exógenos a nuestra gestión que influenciaron el ciclo productivo del año. El primero fue una contribución fuertemente negativa al PBI de la desacumulación de



inventarios que tuvo lugar en el primer trimestre. Previo a la salida del cepo, la incertidumbre sobre cómo se desarrollaría ese proceso, había producido un fenómeno de acumulación de stocks en la cadena de producción e incluso en los hogares y la construcción, que se vio naturalmente revertido en el primer trimestre. Cuando se reducen stocks, se produce un efecto negativo sobre la economía, que según el INDEC implicó una caída del 2% en el primer trimestre. Por otra parte, los técnicos de nuestros equipos en el Central estiman que el mal desempeño económico de Brasil implicó una caída adicional del 0,8% en el PBI de Argentina durante este año. Repito, estos comentarios no son para lavarnos las manos. De hecho, las condiciones externas de precios de *commodities* son bastante normales y la situación financiera muy positiva. Pero esto no obsta a que debemos ser conscientes que aquellos también han sido factores determinantes de la evolución de la economía durante este año.

Una buena noticia que vale la pena destacar es que **el menor nivel de inflación que estamos presenciando actualmente está generando las condiciones para una reversión de la recesión que comenzó a mediados del año pasado.**

En esta presentación quiero desarrollar tres temas centrales. El primero es explicar nuestra política antiinflacionaria y por qué pensamos que es la política económica que mejor le sirve a la industria. Después quiero discutir la eterna cuestión del crédito en nuestro país. Por último, me interesa esclarecer algunos conceptos sobre qué debemos esperar respecto del tipo de cambio en el nuevo esquema macroeconómico que estamos construyendo.

Empecemos entonces con la política antiinflacionaria.

Como ustedes saben, **estamos trabajando para conformar un esquema macroeconómico que tiene dos ingredientes básicos desde el punto de vista monetario y cambiario: un bajo nivel de inflación, plasmado en nuestra meta del 5% de inflación anual para el año 2019, por un lado, y un tipo de cambio flexible, por el otro.** El bajo nivel de inflación lo consideramos una condición esencial e impostergable para poder lograr un crecimiento económico robusto. El tipo de cambio flotante, por otra parte, constituye la herramienta clave para garantizar que la economía argentina pueda defenderse ante shocks externos, acotando la vulnerabilidad de nuestra economía frente a los vaivenes que provienen del exterior (¡justo en estos días podemos visualizar más claramente que nunca lo valioso que es contar con este esquema cambiario!).

Debo decir (y creo que poder decir claramente las cosas, sin que sean leídas como una señal de confrontación, es un aspecto muy constructivo de los nuevos tiempos), que nuestra política antiinflacionaria ha encontrado en la UIA quizás a su crítico



más acérrimo. Seguramente no todos en esta institución compartan esta crítica, pero al menos sí ha estado en boca de varios de sus dirigentes.

Por este motivo creo necesario detenerme unos minutos en este punto. Yo creo que atacar la política de desinflación del BCRA no sólo es un error, sino que lo es incluso visto desde la perspectiva de vuestros propios intereses. Por ello agradezco profundamente la oportunidad que me dan de poder expresar mi visión en este aspecto. Ojalá que sirva para aunar criterios y alinear nuestros esfuerzos día a día.

**La baja de la inflación es un elemento imprescindible que permitirá que Argentina finalmente despegue. Por lo tanto, atacar la desinflación es atentar contra el crecimiento y nuestra capacidad productiva, tan central para tener una industria sana y pujante.** La inflación elevada erosiona el crecimiento estructural o potencial al que puede aspirar a crecer una economía a lo largo del tiempo. Son varios los canales por los que este efecto dañino se produce<sup>1</sup>. Altas tasas de inflación destruyen el contenido informativo de los precios, provocando así una elevada volatilidad de precios relativos, y por ende mucha incertidumbre respecto de los precios relativos futuros de la economía. Estos efectos no sólo atentan contra la propia estructura competitiva del mercado<sup>2</sup>, sino que impactan de lleno y negativamente sobre las decisiones de ahorro e inversión de toda la sociedad: los plazos y horizontes de contratación se acortan, el riesgo percibido aumenta, y esto produce que infinitos proyectos de mediano y largo plazo, que hubiesen sido rentables, se vean desalentados y nunca vean la luz.

En este contexto, también el ahorro tiende a huir del sistema financiero local y busca refugio en otras monedas o activos, por lo que el crédito se torna inevitablemente raquítico, destruyendo de plano la igualdad de oportunidades en el acceso a los recursos para financiar ideas y emprendimientos productivos. Sólo los que ya tienen recursos son los que podrán invertir, lo cual perpetúa la desigualdad en la estructura económica y social. De este modo, la inflación también constituye un obstáculo enorme para el desarrollo económico, ya que impacta de manera brutalmente regresiva sobre la distribución del ingreso<sup>3</sup>.

Existen muchas experiencias en el mundo que nos permiten ver los efectos positivos sobre el crecimiento económico que devienen de reducir la inflación.

---

<sup>1</sup> Para una mayor profundización en este respecto, véase el Discurso de Federico Sturzenegger en la Conferencia Anual de FIEL, el 29 de septiembre de 2016 (disponible aquí: <http://www.bcra.gov.ar/Institucional/DescargaPDF/DownloadPDF.aspx?Id=225>).

<sup>2</sup> Tommasi, M. (1994): "The Consequences of Price Instability on Search Markets: Toward Understanding the Effects of Inflation", *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 84(5), pp. 1385-96, diciembre.

<sup>3</sup> Véase el Informe de Política Monetaria de Octubre 2016, pp. 59-60 (disponible aquí: [http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM\\_Octubre\\_2016.pdf](http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM_Octubre_2016.pdf))



Quizás la propia experiencia de Argentina debiera bastar. Pero pareciera no ser así. Por ello los invito a leer el último Informe de Política Monetaria<sup>4</sup>, en el cual se muestra que el 85% de los países que lograron reducir de manera sostenida su inflación por debajo del umbral del 20%, prácticamente duplicaron su tasa de crecimiento económico promedio durante la década posterior a dicho logro.

Asimismo, **la reducción del impuesto inflacionario, como ya les comenté, inducirá una notable mejora en la distribución del ingreso, y esta mejora no sólo es impostergable en sí misma, sino que también constituye un factor que estimula al dinamismo del sector industrial.** Tengan presente esto: la inflación en los niveles que Argentina tuvo este año le come aproximadamente un 20% del sueldo al decil de menores ingresos, pero tan sólo un 3% al decil de mayores ingresos.

Vencer a la inflación es indispensable para garantizar un sendero de crecimiento económico sostenible y dinámico en el largo plazo. Tal vez me digan que lograr ganar esa batalla implica pagar un costo demasiado alto. Pero la verdad es que nadie ha logrado demostrar que esos costos existen para el caso argentino. Y miren que es un tema sobre el que se ha escrito, sobre el que se ha estudiado un montón, y sobre el que se han estimado muchos modelos! Al final del día, la realidad es que en nuestro país los períodos de baja inflación no fueron precisamente los de menor crecimiento, sino que en general abrieron las puertas para un mayor dinamismo de la economía.

De cualquier manera, aún si existieran esos costos, no hay ninguna duda de que son ampliamente superados por los beneficios de largo plazo derivados de la estabilidad de precios.

Respecto a este punto, siempre se me viene a la mente un fragmento del cuento “El inmortal”, en *El Aleph* de Borges, para ilustrar esta cuestión. Cito a continuación:

*"He notado que (...) Israelitas, cristianos y musulmanes profesan la inmortalidad, pero la veneración que tributan al primer siglo prueba que sólo creen en él, ya que destinan todos los demás, en número infinito, a premiarlo o a castigarlo."*<sup>5</sup>

Una analogía similar, salvando obviamente las distancias filosóficas (que Borges me perdone), se podría aplicar al desafío de bajar la inflación. Sólo si creyéramos únicamente en el presente, si no pudiéramos ver más allá de un trimestre o dos, se nos puede cruzar por la cabeza comprometer el futuro y la calidad de vida de

---

<sup>4</sup> Informe de Política Monetaria de Octubre 2016, pp. 34-37 (disponible aquí: [http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM\\_Octubre\\_2016.pdf](http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM_Octubre_2016.pdf))

<sup>5</sup> Borges, J. (1949): “El inmortal”, en: *El Aleph*. Alianza Editorial, Madrid, 1987, p. 21.



nuestros hijos y nietos, y de toda la sociedad argentina en general, renunciando a una lucha consistente y definitiva contra la inflación.

Ya repasamos entonces porqué queremos ganar esta batalla. Ahora pasemos al cómo.

**No es noticia que el Banco Central establecerá a partir de 2017 un esquema institucional comúnmente denominado como Régimen de Metas de Inflación. La mecánica del esquema es la siguiente: la autoridad monetaria fija y anuncia sus objetivos de inflación para los años venideros, y orienta todos los instrumentos a su alcance para lograr su cometido.** El instrumento fundamental a través del cual se manejará la política monetaria es la tasa de interés. Si la inflación sube, la tasa de política sube. No hay trayectorias ni senderos prefijados para esta variable. En esta tarea, el BCRA monitorea permanentemente la evolución de la inflación presente y futura, así como las expectativas de inflación futuras. Y en cada momento evalúa los riesgos de desvío respecto de sus metas.

Cuando sube la tasa, la misma estará operando vía tres canales: el canal del crédito, el canal del tipo de cambio y el canal de las expectativas, los tres actuando de forma tal de producir una caída en la tasa de inflación. Si la inflación baja, la tasa se reducirá. Así de sencillo. Esto no es una trivialización, ni un invento estrafalario nuestro. Es el mecanismo que han usado la enorme mayoría de los países que ahora gozan de estabilidad de precios. Y todos los que lo han utilizado, han sido exitosos en bajar la inflación. Si ha funcionado en todos los países que lo han usado ¿por qué no habría de funcionar acá?

**Las metas, como ya mencioné muchísimas veces, están claras: 1,5% o menos de inflación mensual en el último trimestre de 2016, una banda de 12 a 17% el año que viene, y arribar al 5% anual en 2019.**

Ya discutimos entonces el porqué y el cómo bajaremos la inflación. ¿Cuáles son los resultados preliminares que viene teniendo esta política?

Considero oportuno recordar que **una complejidad adicional para evaluar los resultados de nuestra tarea es que la política monetaria opera con ciertos rezagos.** Si la emisión monetaria en 2015 fue del 40%, es evidente que existirían presiones inflacionarias que condicionaban la evolución de los precios durante este año.

Es notable lo poco que se relaciona en la academia, la consultoría o la prensa a la inflación de este año con la política monetaria del 2015. Pero esta relación es muy



relevante. De la misma manera, el hecho que hoy esos motores de emisión hayan menguado en forma considerable (hoy los agregados monetarios crecen al 20% anual, y siguen desacelerando), claramente marca el ritmo de la inflación del año que viene. Y la dureza que ha ejercitado el BCRA durante la primera mitad del año, ha permitido una significativa reducción en la tasa de inflación en los últimos meses. De hecho, la inflación promedio de agosto, septiembre y octubre fue de 1,2%, y el BCRA se siente cómodo para el cumplimiento de su objetivo de una inflación mensual de 1,5% o menos en el último trimestre del año (que pronto podríamos re-definir en un objetivo de una inflación de menos del 1% mensual en el último trimestre de 2017). En este contexto, durante el mes de octubre la decisión de tasa de la autoridad monetaria tuvo su principal foco en evitar el desanclaje de las expectativas de cara al año que viene, entre otras cosas ante el reacomodamiento tarifario efectuado el mes pasado. Dado que los indicadores de precios monitoreados por el Banco Central sugieren para el mes de noviembre una evolución en línea con el sendero de desinflación previsto por la autoridad monetaria, se decidió efectuar las modificaciones en la tasa de referencia de las últimas semanas.

La misión del BCRA se limita a anunciar sus objetivos y cumplirlos. Luego, con esa información en mano, todos los ciudadanos son libres de tomar las decisiones que consideren más adecuadas en función de su negocio o actividad particular. Obviamente la construcción de credibilidad es un proceso incremental. Cada decisión que tomamos, en tanto tenga coherencia con los objetivos buscados, irá cimentando las bases de esa credibilidad.

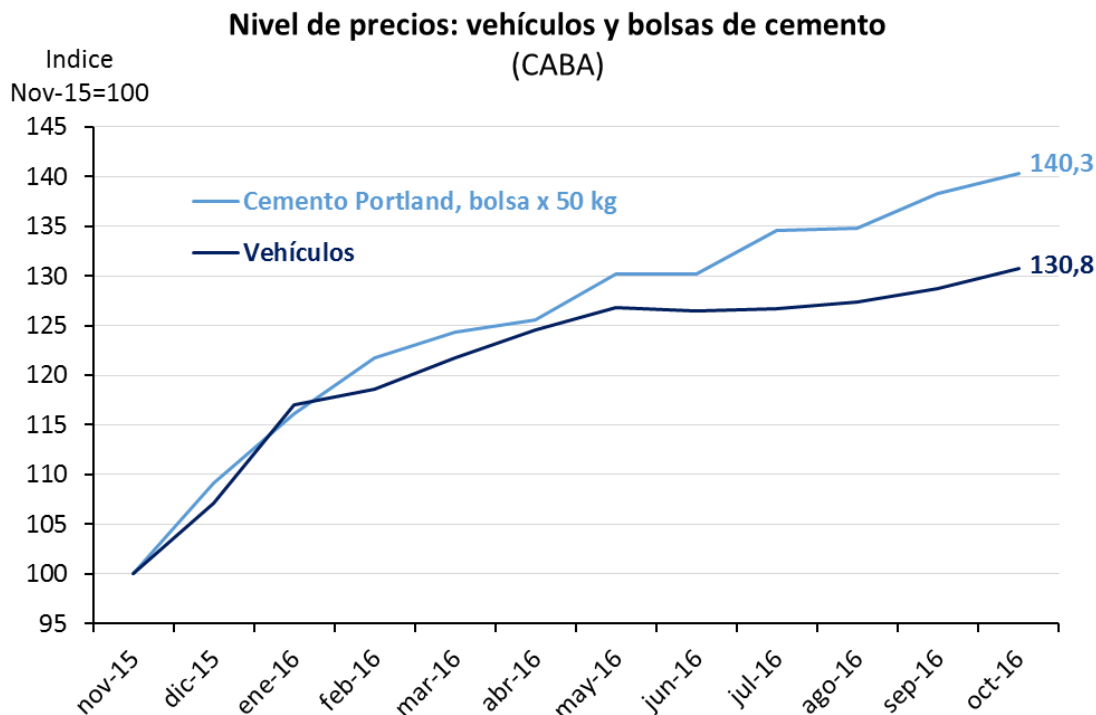
Dado este marco, me gustaría detenerme un minuto a analizar un par de ejemplos sobre qué es lo que suele ocurrir cuando algún sector desvía sus precios respecto del sendero planteado por la política monetaria, y cuáles son los probables efectos reales derivados de ese tipo de decisiones. Este año por ejemplo, las decisiones de precios durante el primer semestre no fueron enteramente acordes a los objetivos de desinflación que se planteó el Banco Central. Cuando las empresas se fueron dando cuenta de la desconexión entre sus precios y las políticas de desinflación implementadas por la autoridad monetaria, empezaron a proliferar una multiplicidad de descuentos y promociones que fueron internalizando el efecto de las políticas monetarias del BCRA (2x1, 3x1, 70% en la segunda unidad, 40% de descuento, etc.).

En estos meses, hay sectores que han empezado a acomodarse a la nueva configuración monetaria de la economía. Un buen ejemplo es el sector automotriz, que hizo compatibles sus precios con el accionar que viene mostrando la política monetaria (fijense, en el gráfico a continuación, que desde mayo los precios han crecido tan sólo un 3,2%), generando un significativo crecimiento en las ventas.





Vemos este tipo de acomodamientos en varios otros sectores, con el mismo efecto sobre ventas y actividad. En otros, no es el caso. Por ejemplo, los precios del cemento siguen desconectándose del sendero de desinflación que se visualiza en el resto de los bienes. El precio aumentó un 3%, en mayo, en julio y en septiembre! Obviamente la evolución de la construcción ha sido diferente a la de las ventas de autos. Es que, **en un contexto de desinflación, es un error subir “por las dudas”. Subir por las dudas implica subir el precio relativo a otros bienes, con obvias consecuencias sobre las ventas.**



Fuente: Dirección General de Estadística y Censos - Ministerio de Hacienda GCBA.

Estamos convencidos que la sociedad irá internalizando en sus decisiones de precios el sendero de desinflación anunciado por el BCRA, lo cual garantiza que la desinflación se producirá minimizando este tipo de desvíos de precios relativos en ciertos sectores específicos. Ojalá que este rato que paso aquí con ustedes contribuya para alinear nuestros esfuerzos y objetivos.

El segundo tema sobre el que quería dedicar unos minutos hoy es el del crédito. Cuando visitamos la UIA con el equipo del BCRA, Diego Coatz centró su análisis en este aspecto. Yo creo que es una cuestión central para examinar y reflexionar.

Para nosotros el diagnóstico es claro. **En tanto la tasa de interés real que recibe el depositante sea negativa, es imposible que el ahorro se**



**intermedie vía el sector financiero local. Si no hay depósitos, es difícil que pueda abundar el crédito.** Por eso en Argentina los depósitos son un 15% del PBI, cuando en Chile son cerca del 100%. Y por el mismo motivo la disponibilidad de crédito para los industriales chilenos es varias veces superior a la que disponen los industriales argentinos.

Entonces se abre un dilema: el eterno pedido del sector industrial por créditos “blandos”. Esa blandura es, a la postre, financiada por los depositantes, mediante una menor tasa de interés pasiva. Pero esto último conlleva la propia inexistencia de depósitos, y, por ende, la imposibilidad de proliferación del crédito. El concepto de “Créditos blandos” entra entonces en el universo de lo que se conoce como un “oxímoron”, una contradicción en sí mismo. Si el crédito es blando, no puede existir en cantidades relevantes, porque no hay nadie que lo financie.

Por otra parte, proyectos que se financian a tasa de interés real negativa tienen la posibilidad de ser proyectos con tasa de retorno real negativa. Esto es dramático, porque implica que esa asignación de capital, lejos de generar crecimiento económico, genera empobrecimiento económico. Esa asignación de capital a proyectos con TIR negativa lo que logra en realidad es destruir el capital en lugar de multiplicarlo. Hay una rica literatura en economía internacional sobre el concepto de “crecimiento empobrecedor”<sup>6</sup>. En esta literatura se discutía cómo economías con precios relativos muy distorsionados generaban patrones de inversión que a precios internacionales *reducían* el PBI. Considero que esto es un tema sobre lo que tenemos que reflexionar profundamente, y creo que está en la raíz de la baja productividad de nuestra inversión y el bajo crecimiento de los últimos 5 años (entre otros elementos, por supuesto).

Entonces, tenemos que entender que **para tener crédito, necesitamos primero depósitos, y para tener depósitos, necesitamos pagarle una tasa de interés real positiva al depositante.** Eso, necesariamente, implica que se deberá pagar una tasa de interés real positiva por los créditos.

Si nos fijamos en la evolución del crédito en 2016, vemos que hay todo un segmento que ya opera muy dinámicamente de esta manera. Se trata del segmento en moneda extranjera, donde las tasas de interés este año son inéditamente bajas, aunque positivas en términos reales. Las mismas rondan entre el 2% y el 6% en dólares, y los montos otorgados acumularon un incremento en lo que va del año de

---

<sup>6</sup> Véanse, por ejemplo: Bhagwati, J. (1958): "Immiserizing Growth: A Geometrical Note," *The Review of Economic Studies*, Vol. 25(3), junio, pp. 201-205; Bhagwati, J. (1987): "Immiserizing growth", en *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, (Eds: J. Eatwell, M. Milgate and P. Newman) Macmillan, Londres; y Johnson, H. (1955): "Economic Expansion and International Trade", *The Manchester School*, Vol. 23(2), mayo, pp. 95-112.





191%, pasando de un total de 3.000 millones de dólares en diciembre pasado, a los más de 8.900 millones desembolsados al día de hoy.

La sustitución de financiamiento en pesos por financiamiento en dólares que realizaron ciertos sectores de la economía a lo largo del año, tiene además la ventaja de dejar más fondos disponibles para las actividades que, por su tipo de operatoria, sólo están habilitados a financiarse en pesos, incrementando entonces la disponibilidad de financiamiento hacia estos sectores.

Hoy las tasas nominales promedio de financiamiento en pesos para la industria (específicamente, las de documentos a sola firma) son más bajas que el año pasado, pero claro, hoy hay un Banco Central que se preocupa por la inflación. Entonces, hoy tenemos menores tasas nominales, pero la percepción es que son mayores en términos reales. Estas tasas reales, no sólo son el instrumento, como explicamos antes, de reducción de la inflación (que espero la UIA apoye más decididamente en el futuro), sino que nos permitirán también ir recomponiendo un sector financiero más eficiente y por ende una mayor disponibilidad de crédito.

De hecho, parte de este efecto ya se está viendo. Durante los últimos cuatro meses el crédito total revirtió la tendencia de la primera parte del año, y ha venido creciendo en términos reales en forma consecutiva, acumulando un incremento real de 4,2% en dicho período.

Bueno, cierro entonces con uno de los temas centrales para ustedes: el tipo de cambio.

Ya he abundado en varias otras ocasiones<sup>7</sup> sobre las bondades de un esquema de tipo de cambio flexible, capaz de dotar a la economía de una herramienta para amoldarse a vaivenes externos. La realidad nos está haciendo transitar justamente en estos momentos un período de fluctuaciones mundiales, derivadas del resultado electoral en Estados Unidos. Si nuestro esquema cambiario no fuese flexible, nuestra economía perdería muchísimo margen para reaccionar ante noticias externas de este estilo. **La nueva administración de los EE.UU. probablemente mueva las finanzas de ese país hacia un equilibrio con mayores tasas de interés y apreciación global del dólar. Respiro aliviado que tengamos un tipo de cambio flexible que nos permita desligarnos de esa apreciación, preservando la competitividad de**

---

<sup>7</sup> Véanse los discursos de Federico Sturzenegger en el 52° Coloquio Anual de IDEA (<http://www.bcra.gov.ar/Institucional/DescargaPDF/DownloadPDF.aspx?id=253>), y en la 13ª Jornada de Economía Monetaria e Internacional organizada por la UNLP (<http://www.bcra.gov.ar/Institucional/DescargaPDF/DownloadPDF.aspx?id=211>).



**nuestra economía, y protegiendo así la actividad económica y primordialmente la de la industria.**

Un buen ejemplo de los frutos de la adaptación a este nuevo esquema, es el de Colombia, quien el año pasado sufrió un fuerte impacto por la caída del precio del petróleo, que colapsó de más de 100 dólares el barril, a menos de 30 en pocos meses. La economía colombiana reaccionó devaluando su moneda un 70%, pero la inflación subió apenas de 4% a 7% anual, a la vez que su economía mantuvo, a pesar de ese importantísimo shock negativo, un crecimiento estable del 3,1% ese mismo año.

**De cara al futuro, es fundamental recordar que ahora nos encontramos en un contexto de tipo de cambio flotante, donde la paridad nominal fluctúa en función de la demanda y la oferta en el mercado de cambios. En este esquema, las depreciaciones o apreciaciones nominales nunca son susceptibles de ser anticipadas.** La razón es sencilla. Si todos supieran que la moneda se va a depreciar, se depreciaría inmediatamente; y dejaría de pensarse que es obvio que se va a depreciar, porque esto ya habría ocurrido. Algo análogo puede decirse de una apreciación.

Esto esconde una clara virtud: **no podrían surgir bajo este esquema aquellas situaciones que vivimos tantas veces en el pasado, donde el tipo de cambio está unánimemente reconocido como atrasado.** Si lo estuviera, inmediatamente el mercado corregiría dicha paridad. Esto se ata a otro mensaje que quiero dar. **El tipo de cambio no es un ancla de nada para este BCRA, así como tampoco es un elemento que será manipulado adrede como herramienta de corrección.** Los problemas que Argentina ha vivido con el tipo de cambio se originaron típicamente en el marco de aquellos programas de estabilización, donde fijar la paridad cambiaria era la apuesta central de la política económica. En esos casos, el tipo de cambio era *la* variable de ajuste, y se sucedían así prolongados períodos de atraso cambiario, que obstaculizaban vuestra planificación, y sufrían eventualmente reversiones abruptas y traumáticas.

Nada de eso ocurre en los regímenes de tipo de cambio flotante. Nada de eso siquiera puede ocurrir. Quizás la prevención más importante a tener es que los flujos de capitales, sobre todo los de corto plazo, puedan afectar este equilibrio de mercado generando movimientos abruptos y transitorios. El BCRA está atento a estos desarrollos. Por ejemplo, a principios de año, cuando evidenciamos una creciente entrada de inversores extranjeros a las LEBAC, las circunscribimos a estar listadas únicamente en el mercado local, lo cual fue enteramente efectivo para limitar el interés de los extranjeros por estos instrumentos. Durante los últimos meses hemos, a su vez, aprovechado la coyuntura para recomponer las reservas



internacionales del BCRA, con la compra de unos 12.000 millones de dólares, que a la fecha se han realizado a un precio promedio de 14,24 \$/U\$. Más allá de que la compra de reservas tuvo la finalidad de seguir fortaleciendo nuestra hoja de balance, no escapa a nadie que también ha permitido atemperar la tendencia a la apreciación que produjo durante este año la entrada de capitales.

Aprovecho también el momento particular en los mercados internacionales para pensar un poco sobre la relación que existe entre el tipo de cambio y los precios en pesos de los productos externos. **Para evaluar los efectos de cualquier movimiento cambiario, no es correcto, y sí posiblemente confuso, mirar sólo el tipo de cambio bilateral con el dólar, sino que el foco debe centrarse sobre el tipo de cambio multilateral.** Con esto me refiero por ejemplo a que, aunque haya un movimiento en la relación peso-dólar, no está claro cómo resultará la relación peso-real brasilero (frente, por ejemplo a una apreciación generalizada del dólar a nivel mundial). Por ende, no es evidente el efecto final de una variación en el valor del dólar, si a la vez se ve acompañada de movimientos en otras monedas que tienen impactos desinflacionarios sobre nuestra economía.

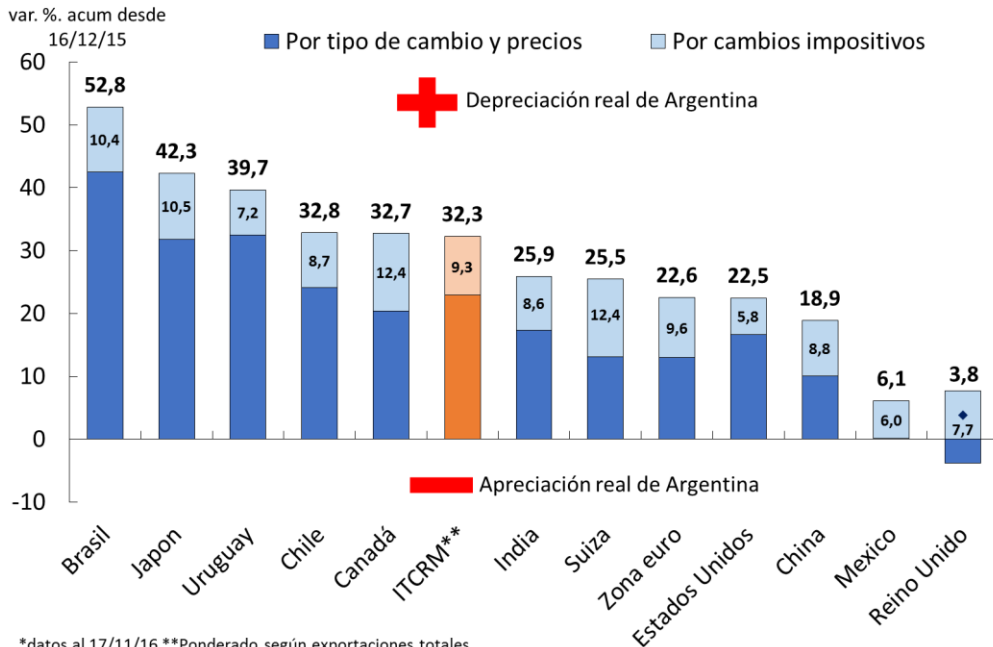
O dicho de otro modo, **son distintos los efectos sobre los precios de una apreciación global del dólar (que no es otra cosa que una devaluación de todas las monedas contra el dólar a la vez), respecto de los efectos de una apreciación meramente bilateral contra el peso.**

Ahora bien, ¿cómo se encuentra Argentina hoy en términos de su tipo de cambio real? Es decir, ¿cómo viene evolucionando la competitividad cambiaria?

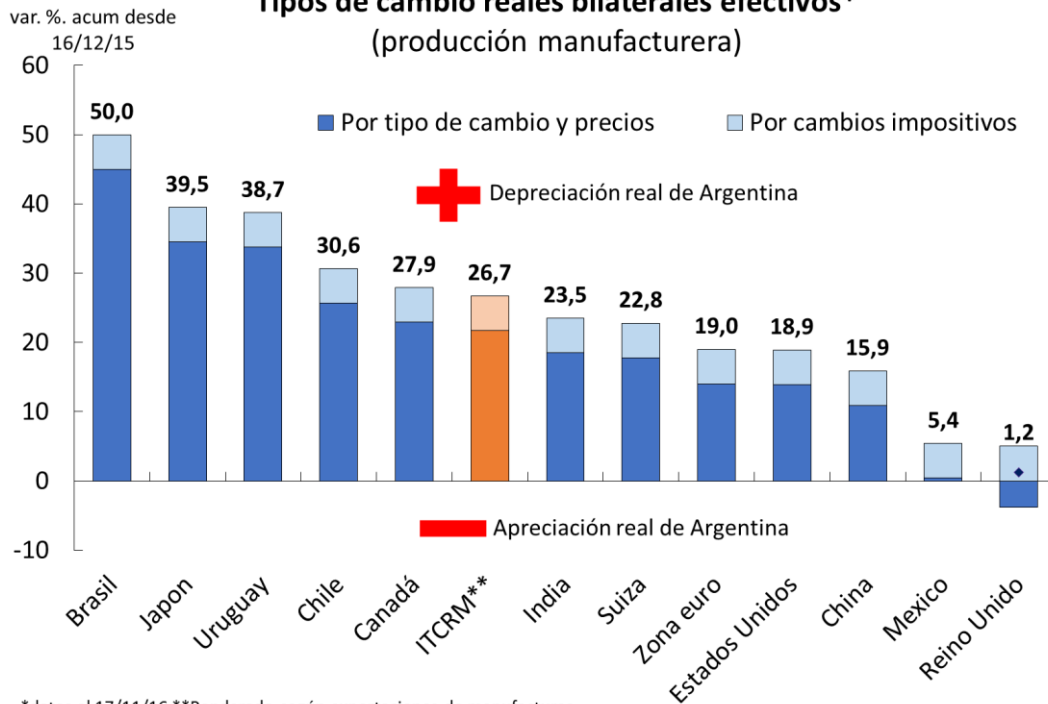
Creo que el siguiente gráfico es muy elocuente y les pido que lo miremos por un instante. En el mismo se encuentra plasmada la evolución que tuvo la moneda argentina, en términos reales y efectivos (computando los efectos de la baja de retenciones), respecto de cada uno de nuestros principales socios comerciales, desde la eliminación del cepo cambiario. En el mismo se puede ver que **durante la gestión de este gobierno se produjeron sustanciales ganancias de competitividad real frente a todos los países que ostentan un rol relevante en nuestro comercio internacional. En términos multilaterales, el tipo de cambio real efectivo supera en un 32% al nivel vigente antes de la normalización cambiaria de la economía.**



### Evolución de los tipos de cambio reales bilaterales efectivos\*



### Tipos de cambio reales bilaterales efectivos\* (producción manufacturera)





El segundo gráfico se refiere más específicamente a la evolución de la competitividad cambiaria del sector manufacturero en particular. Como puede verse, **la mayor ganancia de competitividad ha sido frente a Brasil (nuestro principal socio comercial), de un 50% (en términos reales y efectivos) respecto del momento previo a la eliminación del cepo.** En términos multilaterales, el aumento de la competitividad cambiaria para el sector manufacturero se ubica en torno al 27%. Es decir, **la nueva configuración macroeconómica que se estableció de la mano de este gobierno permitió que las manufacturas argentinas sean un 27% más competitivas en los mercados internacionales.**

No les puedo afirmar con certeza entonces cuál será la trayectoria futura de las variables sobre las que este BCRA no pretende actuar. Pero sí **les puedo asegurar varias otras cosas, sobre las que sí nos hemos planteado objetivos explícitos: que Argentina alcanzará finalmente una inflación baja y estable, que esa inflación baja implicará un mayor crecimiento económico, que la menor inflación recuperará el crédito, y creará una sociedad con más igualdad de oportunidades y menores niveles de pobreza.** Que además será un esquema macroeconómico predecible, con menor costo del capital, y un tipo de cambio que no será artificialmente desviado de un nivel lógico, permitiéndole que actúe como amortiguador para la actividad económica. Un amortiguador, déjenme que les diga, que Argentina nunca supo construir. **Todo en un contexto de diálogo, de búsqueda de soluciones conjuntas, de respeto a las instituciones que hacen a una verdadera República. Nuestro mensaje se basa en la coherencia, la austeridad y el trabajo.** Creemos que son los condimentos para que la industria, finalmente, pueda crecer y desarrollarse sin complejos, mirando al mundo al tiempo que sirva a un mercado doméstico robusto y en crecimiento.

Muchas gracias.