



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Discurso del Presidente del Banco Central de la República Argentina, Federico Sturzenegger, en CIEF 2017 / 10 reflexiones sobre la política monetaria y el proceso de desinflación

Buenos Aires, 14 de diciembre de 2017. Primero que nada, quiero agradecerles a Javier Ortiz y Pablo Guidotti la invitación a participar de este panel. Hoy tengo poco tiempo, así que iré al grano para compartir con ustedes 10 brevísimas reflexiones sobre la marcha del proceso de desinflación y la política monetaria.

1. La inflación en Argentina está bajando sin apelar a los falsos atajos del pasado: sin recurrir al atraso de tarifas, con tipo de cambio y precios libres

El proceso de desinflación está muy consolidado. La variación interanual de la inflación núcleo viene cediendo mes tras mes desde junio del año pasado. A veces un poco más rápido, a veces un poco más lento. Hoy la inflación núcleo interanual es de 21,2%. Pero lo más importante es que esto se está logrando sin atrasar tarifas (en todo caso, lo contrario) y con precios y tipo de cambio libres. Si miramos a qué velocidad se viene moviendo la inflación núcleo, vemos que la mejora es aún más notoria. El promedio móvil de la inflación núcleo de los últimos tres meses avanza a una tasa anualizada de 18,4%. Es el número más bajo desde que contamos con datos de núcleo de CABA para hacer la comparación, esto es, desde septiembre de 2012, y es muy inferior a los que se vivieron durante el gobierno anterior. Los datos de diciembre, al menos a hoy, confirman esta tendencia. FIEL acaba de publicar el aumento de la Canasta Básica Alimentaria en los últimos 12 meses en 17,9%. Dada la importancia de esta canasta para las familias más vulnerables, es una gran alegría haber logrado una desinflación tan pronunciada en esos bienes.

2. Las expectativas de inflación para el año que viene son las más bajas desde 2009

Las expectativas de inflación están sólidamente ancladas. Es cierto que no se ubican dentro de nuestras metas de $10 \pm 2\%$ para el año que viene y $5 \pm 1,5\%$ para 2019, pero en los últimos 14 meses, con todos sus logros y reveses, mientras la inflación bajaba de 40% a 22%, las expectativas de inflación para 2018 se han movido tan sólo 2,5 p.p. (2,3 para 2019), de los cuales casi 1 punto está explicado, según puede desprenderse del propio relevamiento de expectativas, por aumentos mayores a los esperados en tarifas, ya que el proceso de corrección de tarifas terminará en 2018, cuando antes se pensaba que se ex-



tendería a 2019. A su vez, las expectativas de inflación para el año que viene son las más bajas desde 2008-2009 y las del año subsiguiente orillan un dígito. Esto representa un capital muy valioso en términos de estabilidad que se ha acumulado en los últimos dos años.

3. Formidable expansión del crédito en Argentina

El anclaje de expectativas, la baja en la inflación, el uso de pases como instrumento monetario que ha dado estabilidad al costo del dinero, sumado a las muchísimas reformas micro en el sector financiero y la implementación de la UVA (en base al modelo chileno de las UF), han generado una impresionante expansión del crédito en Argentina. Así, el nivel de las tasas de interés de corto plazo, que justamente lograron este anclaje de expectativas y la reducción de la inflación, ha sido, paradójicamente para muchos, esencial para el crecimiento del crédito que estamos viendo. Noviembre cerró con los hipotecarios creciendo 91% i.a., los prendarios 70%, los personales 59% y los corporativos 51%.

4. La desinflación acompaña al crecimiento

Este aumento del crédito a su vez ha acompañado un sólido crecimiento de la economía, que lleva ya 6 trimestres en alza, y a un ritmo del 4% anualizado hace más de un año. Como dijimos muchas veces, la desinflación se lleva muy bien con la reactivación, y esto es algo que se ha visto tanto en la experiencia de otros países¹ como en la propia historia argentina.

5. La política monetaria logró esta desinflación

Todo este proceso se ha producido gracias a una política monetaria que durante 2017 fue aumentando su sesgo restrictivo. Ver entonces que la inflación núcleo quebró los valores que había sostenido por un año es una enorme satisfacción para el BCRA, aunque por supuesto siempre está presente la ansiedad por lograr resultados más rápidos.

6. Desinflación sin atrasar el tipo de cambio

El tipo de cambio se ha movido durante este período con total flexibilidad. El resultado ha sido una desinflación pronunciada sin que ésta se vea acompañada de apreciación en el Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM). De hecho, durante el último año ha fluctuado en torno a un valor muy estable. La flotación cambiaria garantiza la absorción de shocks externos y resguarda el balance macroeconómico. Es para nosotros un pilar central de nuestro programa económico y gran artífice de que la economía vaya por su quinto trimestre de crecimiento al 1% desestacionalizado sin verse afectado por vaivenes de afuera.

¹ Para profundizar en la evidencia empírica puede verse el artículo “Desinflación y crecimiento”, publicado el 20 de abril de 2017 en el Blog “Ideas de Peso” del BCRA (disponible en: http://www.bcra.gov.ar/ideasdepeso/Blog_ideas_de_peso.asp).



7. La flotación cambiaria es una defensa contra los flujos de capitales de corto plazo

El tipo de cambio flotante ha sido un poderoso antídoto contra los flujos de capitales de corto plazo. Mucho se ha hablado y se habla de este tema. Cada vez que el tipo de cambio se aprecia, se habla del tema de las LEBAC. Pero cuando el tipo de cambio se deprecia y resulta que las LEBAC no eran tan buen negocio como parecía, el tema desaparece del debate público por un tiempo. Hasta el nuevo ciclo. Pero esto que es cíclico en los medios, no lo es en los mercados. Los que arriesgan saben que el tipo de cambio puede barrer con la ganancia de meses en días. Y esto los mantiene a raya. Fíjense lo siguiente. Tomando 2016 y 2017 hasta noviembre, a través de la cuenta corriente y la cuenta capital de la economía argentina ingresaron 310 mil millones de dólares brutos (exportaciones de bienes y servicios, turismo en el país, intereses cobrados, colocación de deuda, entrada de capitales y demás), mientras que la entrada neta de capitales para inversiones de portafolio fue de 11.000 millones. Como ven, una cifra que no tiene la magnitud relativa que se le suele asignar. Pero lo interesante también es que estos flujos se mueven de manera contraria a los movimientos del tipo de cambio, dándole una sorprendente estabilidad al TCRM.

8. Coordinación con la política fiscal

La coordinación con la política fiscal ha sido una cuestión abordada y planificada desde el principio de nuestra gestión. Las metas de inflación fueron establecidas en forma consistente con las transferencias que se preveían que el BCRA debería efectuar al Tesoro mientras se llevaba adelante la convergencia fiscal gradual. De esta forma, la asistencia monetaria al fisco se corresponde con los aumentos esperados en la demanda nominal de dinero, y por ende no existe la necesidad de esterilizarla. Por otra parte, el gobierno elegiría una trayectoria para el déficit fiscal. La parte de ese déficit que no se financiara con transferencias del BCRA, implicaba para el gobierno la necesidad de recurrir a otras fuentes de financiamiento. Este esquema se implementó exactamente según lo planeado, y de ahí se desprende el hecho de que las LEBAC sin contrapartida en aumento de reservas internacionales se mantuvieron constantes en relación al PBI.

9. El aumento de LEBAC se explica por aumento de reservas

Como contracara, el crecimiento en el stock de LEBAC se explica integralmente por otro motivo: la compra esterilizada de reservas, que ya supera los 30.000 millones de dólares, y por lo cual venimos viendo un BCRA batiendo sucesivamente récords de reservas. El crecimiento en la hoja de balance con reservas en el activo y LEBAC en el pasivo es una trayectoria previsible y repetida en países que se estabilizan monetariamente. No genera déficit cuasifiscal en el mediano plazo, porque el retorno de los activos externos en pesos



típicamente equivale al de la tasa doméstica, mientras que en el ínterin provee un seguro para vaivenes macroeconómicos del que Argentina carecía².

10. Hacia una inflación de país normal

Hace unas semanas dije que Argentina en unos 4 o 5 años tendría una inflación “normal”. Una inflación normal hoy en el mundo es una inflación del 2%. Tantas frustraciones hemos acumulado con el tema inflación, tantas alquimias hemos experimentado a lo largo de los años, que muchos interpretaron esa frase como una claudicación en la lucha contra la inflación, pensando que esto demoraba nuestro objetivo de llegar a una inflación de un dígito. Esta interpretación muestra qué tan desconectados hemos quedado del mundo. Una inflación del 10% no existe casi en ningún lado. Además, 10% es nuestra meta para el año que viene! Cuando en cuatro o cinco años miremos hacia atrás y veamos el camino recorrido, cuando Argentina esté probablemente debatiendo si debiera pasar del objetivo de inflación del 5% anual que nos hemos fijado, a uno más normal del 2% anual, veremos con algo de asombro aquel momento en que convivíamos con inflaciones inusitadas y que nos parecían tan difíciles de vencer.

² Dos trabajos que abordan esta cuestión y analizan la evidencia empírica al respecto, arribando a las conclusiones citadas, son: Levy-Yeyati, E. (2008): “The Cost of Reserves”, *Economic Letters*, vol. 100 (1), pp. 39-42; y De la Torre, A.; Levy-Yeyati, E. y Pienknagura, S. (2013): “La desaceleración en América Latina y el tipo de cambio como amortiguador”. LAC Informe Semestral, Octubre, Banco Mundial.