

Disertación del presidente del Banco Central de la República Argentina, Dr. Federico Sturzenegger, durante el 33° Congreso Anual del IAEF *Punto de partida y perspectivas políticas y económicas*.

## ***Estrategia del BCRA***

Muchas gracias por la invitación a dar esta charla. Hace años que vengo a este foro, así como a la convención anual. Mi relación con el IAEF comenzó hace muchos años, cuando era presidente del Banco Ciudad y un día un director del banco, Mario Morando, me acercó la propuesta de convertirnos en sponsors principales de las actividades anuales del IAEF. En ese momento queríamos posicionar al Banco Ciudad como un participante más activo del circuito comercial, con lo cual la idea me entusiasmó. Con los años esa relación fue creciendo, y, debo decir, fue casi como una carta de presentación para el Banco. Así que tengo un gran agradecimiento a Oscar y a toda la comisión directiva por habernos dado esa oportunidad. Hoy, sin embargo, me toca venir en el rol de presidente del Banco Central de la República (BCRA). Con otros desafíos y nuevos mensajes.

Quizás para arrancar vale la pena recordar de qué hablábamos el año pasado en este mismo evento. Teníamos en ese momento un país con cepo cambiario; un país con las reservas del Banco Central cayendo sostenidamente y las exportaciones un 25% menores a las de dos años atrás, por lo que las perspectivas en materia cambiaria eran alarmantes. La salida del cepo parecía imposible, no menos porque se acumulaban miles de millones en importaciones impagas y las empresas extranjeras no habían podido remitir dividendos desde el año 2011, lo que generaba una demanda oculta por dólares de difícil cuantificación. La emisión monetaria se aceleraba, de la mano de mayores desequilibrios fiscales. Los precios regulados, en su mayoría, se atrasaban, generando desinversión. La economía hacia cuatro años que no crecía. No podíamos hablar de la inflación, y no sabíamos cuánto era, excepto que sabíamos que no era la que se decía que era. Los analistas discutían sobre el tema en un diálogo enloquecedor donde la realidad se ocultaba permanentemente. El año pasado, recuerdo haber comentado aquí las palabras del ex Jefe de Gabinete Aníbal Fernández, sobre que Argentina tenía menos pobres que Alemania. Estábamos en default. Pasábamos horas en los programas de televisión hablando de la cláusula RUFO, de aceleración de la deuda, de odios presentes y pasados. Argentina era un país que parecía concentrar toda su energía en discusiones y debates inútiles. Como ejemplo de ese tiempo malgastado recuerdo que por la tarde del día que abrimos el cepo me llamó un empresario para decirme que estaba sorprendido, porque ese día había hecho una operación cambiaria sin costo, fricción ni esfuerzo. “Me has devuelto 30%

de mi tiempo” me dijo, casi en lágrimas. “Ese era el tiempo que le he tenido que dedicar a los temas cambiarios los últimos tres años”.

El sistema financiero, por otra parte, estaba fuertemente intervenido. No podía fijar tasas, ni activas ni pasivas. No podía fijar cargos ni comisiones. Sus gerentes eran cuestionados e inhabilitados. Como una manera adicional de ejercer coerción sobre las entidades en el mercado cambiario, el Banco Central de la República Argentina había generado normas que virtualmente prohibieron la instalación de nuevas sucursales bancarias en el país. Por si esto fuera poco, el BCRA vendía dólares que no tenía, el episodio de los dólares futuro, generando un pasivo contingente de enormes proporciones.

Pero lo peor era que teníamos una situación de creciente crispación y división entre los argentinos. Una situación donde la prensa tenía dificultades para ejercer su trabajo en libertad. Una situación donde sentíamos que no podíamos decir lo que pensábamos. Y donde muchos no se atrevían a decir lo que sentían.

Podría seguir con la enumeración, pero creo que lo mencionado alcanza para recordar el sentir de ese momento. Y lo he hecho únicamente a título de inventario, para, por contraste, repasar el camino recorrido en estos primeros 150 días de gobierno.

El cepo cambiario no existe más. Fue dado de baja el 17 de diciembre, y luego en tres medidas posteriores: -la plena transferibilidad de los depósitos en dólares del sistema financiero; la eliminación del cronograma de importaciones atrasadas; y la ampliación del monto para atesoramiento de 2 a 5 millones mensuales (revirtiendo, esto último, una normativa que venía desde el año 2002)-, hoy podemos decir que las restricciones cambiarias son parte del pasado. El impacto de la distribución de dividendos (hoy 100% normalizada), o el de importaciones pendientes (hoy 100% normalizadas), son temas que de ocupar páginas y páginas en los reportes de consultores y analistas el año pasado se desvanecieron como humo del listado de problemas pendientes.

Argentina salió del default. Sí, salimos. Y no sólo salimos, liberando energía para otras cosas, reduciendo el costo del capital para el Tesoro y las empresas, sino que se resolvió en el marco de un consenso político y social inédito. También va quedando en el pasado la pesada carga de los dólares futuros, ya que el BCRA hoy tiene tan sólo un 25% de los pasivos originales recibidos. Otro tema menos para discutir.

Pero, por sobre todas las cosas, hemos recuperado la libertad para dialogar, disentir, y opinar. Hemos recuperado la libertad para trabajar, porque quitamos del medio al cepo, al default, y a un sin número de trabas inútiles. Y habiendo eliminado estos obstáculos, podemos dejar el pasado en el pasado, y poner la atención en el futuro.

## *Los objetivos y el camino*

Entonces al mirar hacia el futuro, como presidente del Banco Central está claro dónde hay que poner la atención, el foco y el esfuerzo. El objetivo primario y central de la institución es lograr que Argentina viva con una tasa de inflación baja y estable. De esta forma el BCRA estará contribuyendo de la manera más eficaz también a los otros objetivos que le plantea su Carta Orgánica: el desarrollo de su sector financiero y el crecimiento con equidad social.

En este tema, y antes de hacer un diagnóstico de la situación actual, quiero explicar la meta y el camino que ha trazado el BCRA. Y empiezo aquí porque una tarea central de nuestra misión es, primero, comunicar esta meta, y segundo, concretarla.

Hemos definido como meta el tener una inflación del 5% a partir de 2019. Quizás hoy, cuando están por conocerse las cifras oficiales de inflación de abril, este número luce fantasioso o producto de un optimismo implausible. Pero basta mirar a los países del mundo, incluso nuestros vecinos más cercanos como Chile, Paraguay, Bolivia o Perú. Países que tuvieron su cuota de crisis financieras e inflación crónica en el pasado, y que hoy todos tienen una inflación en torno al 4% anual o menos. Si ellos pudieron, no veo porque no podríamos nosotros.

Por eso, quiero que se vayan hoy con ese número en la cabeza, 5%. Hoy estarán más o menos convencidos que podemos alcanzar ese objetivo. Pero sepan que ese es nuestro objetivo. 5%. Por si no se entendió, lo repito. 5% anual.

Este gobierno está comprometido con bajar la inflación. Por un motivo sencillo, porque es el impuesto más regresivo y más distorsivo que se conoce. No hay largo plazo, no hay crecimiento, ni equidad en una sociedad sin moneda. Hay menos sueños que se cumplen en una sociedad sin moneda -que se ven reemplazados por más preocupaciones, más miedos, más incertidumbre acerca de lo que ocurrirá mañana-.

Entonces la política monetaria tiene que acomodarse a ese objetivo (el 5%, lo repito) y a su mandato, que es bajar la inflación. Y esto haremos. Ahora bien, la mejor manera de converger a ese equilibrio con menor inflación es que las expectativas internalicen que hacia allá vamos. Por eso, vamos a ser muy transparentes en nuestra comunicación con el público, explicando, como hoy, nuestros objetivos y la lógica de nuestras decisiones para lograrlos.

El camino que hemos elegido para bajar la inflación conlleva una decisión trascendental. Elegimos un marco de política monetaria en el cual el BCRA elige la tasa de interés de la política monetaria y el tipo de cambio flota. Este esquema es común en muchos países del mundo que adoptaron un régimen de metas de

inflación. Sin embargo no se ha experimentado en Argentina. ¿Por qué la innovación?

Me explico. Hace unos años publicamos en el *American Economic Review*<sup>1</sup> un trabajo con mi colega Eduardo Levy Yeyati, donde mirábamos la experiencia de crecimiento de prácticamente todos los países del mundo desde 1975 hasta el momento en que escribimos el trabajo. Encontramos allí un resultado muy claro. Países con tipos de cambio flotante crecían más y con menor volatilidad. Un resultado que se saltaba a la vista aún más cuando la muestra se concentraba en los países emergentes y en desarrollo.

Veamos un ejemplo concreto. El año pasado Colombia sufrió el fuerte impacto de un precio del petróleo, que colapsó de más de 100 dólares el barril a menos de 30. La economía colombiana reaccionó depreciando su moneda un 70%, la inflación subiendo de 4 a 7% y la economía manteniendo, a pesar de ese importantísimo shock negativo, un crecimiento estable del 3,1%.

¿Qué es lo que quiero decir? El tipo de cambio flotante actúa como un estabilizador automático del empleo y de la actividad económica. Países como Argentina necesitan la posibilidad de ajustar sus precios relativos entre bienes transables y no transables ante la existencia de shocks externos, comerciales o financieros. El tipo de cambio flotante facilita este ajuste. Con un tipo de cambio fijo, cuando hay shocks negativos a la demanda, es necesaria una devaluación traumática o un proceso recesivo y deflacionario. Usualmente, las dos cosas ocurren. Con un tipo de cambio flotante, estos ajustes de precios relativos ocurren de manera automática, manteniendo los niveles de empleo y actividad.

Por ello habremos tenido éxito cuando tengamos una economía con tipo de cambio flotante y expectativas de inflación ancladas en el 5% anual. Buscamos esa economía estable que tanto hemos anhelado y nos ha costado alcanzar.

Es importante remarcar esto porque históricamente Argentina ha mezclado la política cambiaria con la antiinflacionaria. Existe una gran tentación de usar el tipo de cambio como instrumento para estabilizar, se usó en los '70, en los '80, y en los '90. Y también lo usó el gobierno saliente. Y acá estamos, una vez más debatiendo el problema de la desinflación. Es evidente que llegó el momento de probar otra receta.

Lo que ocurre es que la estrategia de usar el tipo de cambio como ancla del sistema siempre fue un arma de doble filo, que tarde o temprano se convertía en una trampa que no le permitía a la economía acomodarse a los shocks externos. El sistema trataba y luchaba por mantenerse, pero como no tenía flexibilidad,

---

<sup>1</sup> Levy-Yeyati, E y Sturzenegger, F. (2003): "To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth," *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 93(4), pages 1173-1193, September.

terminaba rompiéndose. Cuando se rompía los argentinos vivíamos una crisis económica.

Pero aun a sabiendas de estos costos, claro, fijar el tipo de cambio resultaba una manera rápida y efectiva de coordinar expectativas. Y allí íbamos tentados por el canto de las sirenas de la estabilización fácil, acorralándonos solos y comprometiendo el futuro. Grecia y Ecuador hoy están pagando caro, en términos de desempleo y estancamiento, ese encantamiento, así como lo pagó Argentina en reiteradas ocasiones.

Por ello, cuando hablo del camino, hablo de un camino donde el tipo de cambio flotará, y el ancla de expectativas lo tendrá que proveer el Banco Central y su compromiso con una baja inflación. Si logramos esa conjunción, Argentina tendrá instituciones monetarias para crecer mejor.

En ese esquema, los precios domésticos se regirán por las expectativas que genere el BCRA, y al hacerlo permitirán que el tipo de cambio juegue su rol estabilizador, moviéndose para evitar fluctuaciones en el empleo, sin alterar la dinámica de la inflación, como en el ejemplo colombiano que cité antes.

No estamos inventando nada. Es simplemente copiar como han operado los esquemas de metas de inflación en la región y más allá también.

En el BCRA visualizamos la tarea emprendida como una construcción institucional. No tan sólo la tarea de llevar la inflación a ese objetivo buscado del 5%, sino de construir una macro más estable y más flexible que permita en el futuro sortear las vicisitudes que toda economía abierta y pequeña debe enfrentar.

*¿Dónde estamos?*

Definido entonces el objetivo central, vayamos a la pregunta de lo que hemos hecho y cómo estamos.

En estos meses hemos asistido a la tensión de varias fuerzas contrapuestas. La tensión de una política monetaria expansiva del año pasado que todavía está generando efectos, una política monetaria contractiva que recién empieza a generar efectos contrapuestos y el sinceramiento de varias variables económicas como el tipo de cambio y tarifas que hacen pensar en que “todo subirá”. Pero no todo puede subir. Sobre todo si la política monetaria no acompaña.

Consideren para ellos, que hemos contrarrestado a la emisión descontrolada de fin del 2015 a punto tal que la cantidad de dinero, M2 para ser más preciso, terminó promediando en abril un 9,5% por debajo del valor al momento de asumir en diciembre (o un 11,2% debajo del valor en que se ubicaba después de pagar los futuros -por \$42.450 millones en diciembre-). Quiero ser claro en

esto. Hoy la cantidad de dinero en la economía es menor que hace 5 meses. Con lo que la tasa de crecimiento interanual de esos agregados hoy ronda el 22%, mientras que cuando arrancamos crecían a valores cercanos al 40% i.a. Esto es relevante, porque los precios de la economía tienen una relación directa con la cantidad de liquidez existente.

Permítanme darles un ejemplo de cómo la política monetaria puede frenar la estampida de precios.

No de Argentina sino de Latinoamérica. En el pasado, sus tipos de cambio y precios se movían igual o en forma muy parecida. Por ejemplo en Brasil entre 1980 y 1994 los precios se multiplicaron por e a la 25. Esto es casi 70.000 millones de veces. Esto es más que el total de estrellas que vemos en el cielo. Claro, el déficit alimentaba la emisión y la emisión alimentaba todos los precios. Entonces uno concluía que el tipo de cambio y los precios se movían juntos. Lo que ocurría era que todos los precios subían al compás de la emisión monetaria.

En los últimos años, sobre todo con la prevalencia del régimen de metas de inflación y tipos de cambio flexibles esa relación se ha roto. Hoy en la mayoría de los países latinoamericanos, los precios tienen su dinámica y el tipo de cambio otra. Hoy el traslado de las devaluaciones a precios se encuentra en mínimos históricos y la correlación entre la cantidad de dinero, M1 y la depreciación de las monedas es virtualmente cero. El tipo de cambio dejó de estar determinado por la emisión desenfrenada y fluctúa para acomodar los shocks que le pegan a la economía sin que la inflación se desbande.

Pero claro, no se llegó ahí de un día para el otro. Fue un proceso. Una política monetaria independiente, con foco en la inflación, genera ese funcionamiento del sistema.

Algo de esto ya está ocurriendo en Argentina. Las expectativas de los consultores económicos, relevadas por Consensus Economics se encuentran bien ancladas y anticipan una fuerte caída en la tasa de inflación en la segunda mitad del año. En nuestra presentación del plan monetario dijimos que nuestro objetivo para este año era reducir esas expectativas de inflación que hoy se ubican en el 1,5% mensual a partir de septiembre acercando la inflación nacional de este año lo más cercano posible al 25% y reduciendo las expectativas inflacionarias del año que viene, hoy algo por debajo del 20% para ubicarlas en la franja deseada de entre 12 y 17 %.

Lo interesante es que los shocks que produjeron los reajustes tarifarios no parecen haber modificado esas expectativas futuras. Y así funciona un régimen de metas de inflación cuando hay convicción que el Banco Central usará los instrumentos a su alcance para ubicar la evolución de los precios en el sendero trazado.

Este desacople entre correcciones de precios relativos y expectativas de inflación se debe, a nuestro modo de ver, a que la política antiinflacionaria del BCRA no acomodó graciosa y pasivamente los aumentos de precios del dólar oficial y de los servicios públicos.

El instrumento de la política monetaria, como ya dijimos reiteradas veces, es la tasa de interés. Es el instrumento que se utiliza en cualquier régimen con metas de inflación. Y el modo en que opera el sistema es sencillo. Si la inflación sube, la tasa sube, estimulando la sustitución de consumo por ahorro y alineando las expectativas hacia la baja. A medida que la inflación baja, las tasas bajan, acompañando la desaceleración.

La tasa de interés hoy se encuentra en un nivel que está teniendo éxito en moderar las presiones inflacionarias.

El BCRA monitorea de manera continua una batería de indicadores de precios. Medir la inflación, no es una tarea fácil. Por un lado, todos saben que estamos en una emergencia estadística. El análisis de precios se dificulta aún más porque tenemos que distinguir entre la inflación que obedece a cambios puntuales de precios relativos y la inflación subyacente. Además, la inflación de distintas partes del país es distinta porque estamos en el medio también de un cambio de precios relativos a nivel geográfico. El gobierno anterior concentró gran parte de los subsidios en el área metropolitana. Con resultados dudosos en términos de distribución, al menos en lo que corresponde a la CABA (vale recordar también que había concentrado los subsidios cambiarios, con un alto contenido regresivo ya que el acceso al mercado cambiario favorecía a los trabajadores formales, en general en segmentos más pudientes y en las empresas que tuvieron acceso al dólar futuro). La normalización de estos subsidios implica un aumento de precios en la Ciudad de Buenos Aires pero una disminución en la carga en el Interior, que se beneficia de la reducción de impuestos a la producción y al trabajo, que los castigaba particularmente.

El resultado es que la inflación que deberíamos mirar, no la tenemos realmente, ya que no poseemos todavía un índice de inflación nacional confiable que nos pueda decir lo que verdaderamente está ocurriendo con la inflación a nivel nacional. Hemos recurrido al índice de la Provincia de San Luis, por la seriedad con la que se computa el número. Pero no deja de ser una representación parcial del fenómeno. Y a partir del mes que viene, al menos tendremos ya un número confiable, veraz, publicado por el INDEC, aunque inicialmente será un índice solamente del AMBA.

Los indicadores de inflación que el BCRA viene siguiendo muestran una clara desaceleración en la inflación subyacente (es decir sin tarifas ni productos estacionales) en el bimestre marzo-abril respecto al bimestre enero-febrero. Actualmente estamos evaluando, semana a semana, cuánto de esta desaceleración se consolida en mayo.

En este contexto, ha emergido un debate sobre la velocidad con la que el BCRA debe bajar la tasa de interés. Es un debate sano, lógico y previsible. Un debate que se da en todos los países del mundo donde el Banco Central tiene un mínimo nivel de independencia. Bienvenido ese debate a la Argentina, ya que demuestra que ha quedado atrás ese sistema donde el Banco Central era un apéndice del Gobierno Nacional, no pudiendo desplegar las políticas de largo plazo que se requieren para que la inflación se mantenga baja y estable.

Es un debate, debo aclarar, donde siento que ni siquiera hay discrepancias de fondo, ni en el camino trazado, ni en los objetivos, ya que es obvio que todos queremos una inflación baja con una economía en crecimiento.

La pregunta tiene que ver con cuán seguro se está en que la inflación baje y que baje de manera sostenida. Por eso hemos dicho en reiteradas ocasiones que la tasa bajará a medida que vayamos confirmando la percepción que la inflación sigue descendiendo. Y digo “sigue descendiendo” porque, como dije, los relevamientos que el Banco Central sigue indican que en amplios sectores de la economía esa desaceleración ya está presente.

En definitiva, en el BCRA estamos seguros que vamos por el camino correcto. Lo cual no quita que cuanto más convencidos estén ustedes también que vamos por el camino correcto, más rápido haremos la transición hacia esa Argentina con baja inflación.

En el nuevo clima político del país, en el que priman el diálogo y la transparencia, el BCRA siente que es su obligación comunicar y explicar lo que hace. Y lo que les quiero comunicar es que vamos a ser coherentes con nuestros objetivos y que la manera de hacerlo y lograrlo no difiere de lo que han hecho los países exitosos del mundo. Espero que ustedes crean lo antes posible, cuanto antes y más crean que vamos a ser coherentes, más rápido y con mayor crecimiento se realizará la transición a nuestra Argentina con menor inflación.

Una Argentina con una inflación del 5%. Pero también una Argentina de trabajo y de libertad.

Muchas gracias

Buenos Aires, 11 de mayo de 2016