

*Disertación del presidente del Banco Central de la República Argentina, Federico Sturzenegger, durante la clausura de la 13<sup>o</sup> Jornada de Economía Monetaria e Internacional organizada por la Facultad de Economía de la Universidad Nacional de la Plata*

Es un placer y un honor volver a mi casa en la Universidad Nacional de La Plata (UNLP). Hablar aquí tiene un sentido muy especial para mí. No sólo porque en estas aulas cursé mi licenciatura en economía con profesores que dejaban todo para enseñarnos y formarnos, sino porque unos años más tarde también fui honrado al ganar el concurso para una cátedra de finanzas internacionales. Aunque mis obligaciones laborales me llevaron luego por otros rumbos, sigo con una enorme gratitud y una impagable deuda con esta institución. Sólo espero estar a la altura de lo que exige el compromiso que tuvieron los docentes conmigo, y ese compromiso es lo que nos motiva todos los días a afrontar el desafío de las tareas que se nos encomienda con valores y el mayor profesionalismo posible.

En las últimas semanas se ha planteado una discusión sobre el rol de la política monetaria en la lucha contra la inflación. Después de una década de alta inflación sostenida y con el antecedente de una historia de inflación crónica, sumado a lo que sabemos sobre el éxito en la lucha contra la inflación en el mundo, resulta sorprendente que esta relación o conexión todavía sea objeto de discusión en la Argentina. Pero que resulte sorprendente no quiere decir que el debate no exista, y mucho menos que no debamos tomar posición al respecto.

Hago una digresión que viene al caso. A principios de este mes eliminamos los últimos vestigios de eso que se conocía como cepo cambiario. En particular se terminaron de eliminar las últimas restricciones para las operaciones de cambio entre el peso y monedas extranjeras. Lo hecho la semana pasada, entre otras cosas, implicó reemplazar un estricto sistema de documentación, que generaba una pantanosa burocracia y un sinnúmero de costos ocultos, por un simple régimen informativo que se amoldó a las prácticas de los países de la OCDE y las indicaciones del G-20. Nuestro lema en el Directorio, durante la discusión, era que podíamos animarnos a ser un país normal. Nos llevó mucho tiempo y casi un lustro de estancamiento, pero en buena hora que ya logramos superar ese hito.

¿Por qué traigo a colación esta digresión? Porque lo quiero dar como ejemplo de lo fácil que es que Argentina nutra sus prácticas de funcionamiento económico a partir de las mejores prácticas del mundo. Claro, se trata tan sólo de aprovechar la experiencia internacional. De aprender en función del camino ya recorrido por otros. De esta manera, en lugar de tratar de re-inventar la rueda, en lugar de replicar errores que ya fueron cometidos a lo largo de la historia internacional, en vez de pensar que vamos a hacer todo mejor, elegimos el camino de trabajar sobre lo ya aprendido en otras partes del mundo.

Quise hacer este comentario inicial, porque ocurre lo mismo en el campo de la política monetaria. Permítanme arrancar citando algo que le escuché a Mario Draghi hace unos meses en la reunión de presidentes de Banco Central en Basilea. 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.”<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> 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). Fragmento original: "In the last half century central banks have come a long way in how they approach their macro-stabilisation functions. As recently as the late 1970s, views still diverged across advanced economy central banks as to the efficacy of monetary policy in delivering price stability. Some, such as the Bundesbank and the Swiss National Bank, were already committed to using monetary measures to control inflation. But others, such as the Federal Reserve and various European central banks, remained more pessimistic in their outlook, believing that monetary policy was an inefficient means to tame inflation and that other policies should be better employed.

Illustrating this view, Fed Chairman William Miller observed in his first FOMC meeting in March 1978 that "inflation is going to be left to the Federal Reserve and that's going to be bad news. An effective program to reduce the rate of inflation has to extend beyond monetary policy and needs to be complemented by programs designed to enhance competition and to correct structural problems".

In this context of timidity about the effectiveness of policy, inflation expectations were allowed to de-anchor, opening the door to bouts of double-digit price rises. The outcome was a phase of so-called "stagflation", where both inflation and unemployment rose in tandem.

The policy lesson that emerged from this period was that sustainable growth could not be separated from price stability, and that price stability in turn depended on a credible and committed monetary policy. From late 1979

Vale la pena recordar 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.

Esto, por supuesto, no es más que rescatar aquella intuición magistral del modelo de Barro-Gordon<sup>2</sup> que los estudiantes de esta universidad seguramente estudiarán en sus cursos de macro. Si el Banco Central sucumbe a tentaciones de corto, entonces esta tentación es anticipada por los agentes. El resultado: expectativas de inflación lo suficientemente altas para disuadir al Central de cualquier intento expansivo, o, dicho en otras palabras, inflación con estancamiento.

La independencia del Banco Central venía entonces a quebrar la trampa que plantea el modelo de Barro-Gordon, logrando que la autoridad monetaria simultáneamente alcance una baja inflación sin efecto sobre la economía real.

Es con este marco teórico, que resultan preocupantes los comentarios que sugieren o arrojan algunos colegas sobre que la política monetaria debería ser “complementada” por otros mecanismos. Entiendo que quienes sugieren estas alternativas las justifican dentro del mismo esquema conceptual de Barro-Gordon. Según sus proponentes, alguna versión de políticas de ingreso (fijar el tipo de cambio o hacer un acuerdo social) permitiría reducir las expectativas de inflación, ayudando a la autoridad monetaria. Pero justamente, el condicionar la baja de expectativas a políticas que no implementa el Banco Central, y que no tienen ni la cadencia ni el horizonte de largo plazo que sí tiene la autoridad monetaria, es, básicamente, pensar que el éxito del Central depende de políticas que quedan condicionadas por objetivos de corto plazo. En ese contexto es imposible coordinar las expectativas de una manera conducente y convincente de manera sostenida en el tiempo.

En ese objetivo de ser un país normal, no debemos confundir las dificultades que conlleva la implementación de cualquier política con la equivocada noción que nuestra economía es

---

onwards – with Volcker’s assumption of the Fed chairmanship – central banks converged towards this orientation and took ownership for fulfilling their inflation mandates. As their renewed commitment to control inflation became understood, inflation rates fell steeply in a context of improved anchoring of inflation expectations. Central banks abandoned the self-absolving notion that price stability depended on other, non-monetary authorities.”

<sup>2</sup> Barro, Robert y David Gordon (1983), “Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, Issue 1.

especial. Uno esto lo escucha todo el tiempo “que los argentinos piensan en dólares, que las pujas distributivas son particularmente difíciles de resolver, que las estructuras de mercado son especialmente propensas a la inflación, o que esta es una economía del sálvese quien pueda”. A mi entender cada una de estas cosas está presente en cualquier economía, y las reacciones de la gente y los resultados de política serían en otras latitudes idénticos si los incentivos y las políticas implementadas fueran las mismas.

Mi profesor Rudiger Dornbusch decía que a cada país que iba siempre le decían “lo que pasa es que usted tiene que entender que este país es especial”. Y acotaba, obviamente con una dosis de humor: “Ni originales eran en pensar que eran originales!”

Es importante entender la “no particularidad” de nuestro proceso de desinflación. De hecho, las tensiones que vivimos las vivieron todos los países que desinflaron. Por eso creo que el desafío fundamental de los próximos meses reside en que los formadores de precios entiendan que ahora enfrentan, no un escenario diferente, sino un régimen diferente.

Ha sido muy típico para mí escuchar de los empresarios expresiones como “tenía mis precios muy retrasados” o “necesito una devaluación porque la paritaria me dejó los costos muy altos”. Son expresiones típicas de otro régimen en el cual los precios tenían una dinámica inflacionaria que luego terminaba siendo convalidada por las autoridades monetarias. O, en una interpretación alternativa, era un proceso que era consistente con la dinámica inflacionaria que llevaban adelante las autoridades monetarias.

Pero Argentina hoy se encuentra en un régimen diferente. En este nuevo régimen, 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.

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.

Ahora bien. Supongamos que se entiende el mecanismo y las metas de inflación son claras (las nuestras son una inflación de menos de 1,5% mensual en el cuatro trimestre, una banda de 12 a 17% el año que viene, apuntando a una inflación del 5% en 2019). 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.

Por ejemplo, una manera de equilibrar la demanda de dinero con la oferta de dinero que se ha usado en el pasado en nuestro país es establecer un régimen de tipo de cambio fijo, ya que en ese esquema, si hubiera más dinero del deseado, la gente se deshace de él comprando moneda extranjera. Argentina intentó este camino, por ejemplo, durante la Convertibilidad. Aclaro que lo hizo con los mismos argentinos, los mismos sindicalistas, y los mismos supermercadistas que tenemos hoy. Y no hubo inflación.

Hoy sabemos sin embargo, tanto por experiencia propia como la de otros países, que usar el tipo de cambio como mecanismo para equilibrar el mercado monetario no es una buena idea, porque deja expuestas a las economías a shocks externos sin ningún instrumento para suavizar sus efectos. Para Argentina esto siempre terminó siendo una suerte de trampa.

Por ello nuestro mecanismo de equilibrio del mercado monetario es el de las metas de inflación, que fija una tasa de interés, dejando que la cantidad de dinero ajuste de manera endógena y que el tipo de cambio fluctúe. El dinero que no se desea a esas tasas, simplemente es absorbido por el Banco Central.

La actual conducción del BCRA ha actuado siempre con un foco puesto en la búsqueda de este equilibrio del mercado monetario. En primer lugar, en el comienzo de nuestra gestión, nos abocamos a retirar el excedente de base monetaria (algunas estimaciones lo ubican en unos 75 mil millones de pesos) que nos había dejado la conducción anterior y su cepo cambiario, a los que a lo largo del semestre se sumaron casi 54 mil millones producto de los contratos a futuro que también heredamos. Una vez retirada la mayor parte de este excedente, en el mes de marzo, comenzamos a implementar la política monetaria a través del manejo de la tasa de interés, tal como lo hacen los bancos centrales que han sido exitosos en el combate contra la inflación en el mundo, dejando que la cantidad de dinero se ajuste de forma endógena a las necesidades de los agentes. Al mismo tiempo, confirmamos el límite de 160 mil millones de pesos de transferencias al Tesoro durante 2016, reafirmando que la política monetaria priorizaba el descenso de la inflación y no estaba sujeta a las demandas del corto plazo.

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. A medida que la inflación y las expectativas inflacionarias vayan bajando, la tasa nominal de interés se irá reduciendo.

El resultado de esto han sido expectativas muy ancladas, incluso a pesar de haber transitado meses con altos índices de inflación, en gran medida consecuencia del impacto inicial del reacomodamiento de precios relativos implementado.

En julio, la inflación arrojó cifras inferiores a las expectativas de mercado. Según el REM se esperaba un 2,2% de inflación en el GBA, los datos nos han mostrado un 2% en GBA, 1,7% en Córdoba y 2,3% en Mendoza, por lo que creemos que las expectativas se van a alinear rápidamente con nuestro objetivo que la inflación mensual sea menor al 1,5% en el último trimestre del año.

Con el fin de garantizar la sustentabilidad de nuestra política antiinflacionaria, en estos meses también mejoramos la calidad de nuestra hoja de balance. Así, con la colaboración de Hacienda cambiamos un conjunto de letras intransferibles por títulos con cotización de mercado por 16.000 millones de dólares; y en las últimas semanas cancelamos el Repo con bancos internacionales que habíamos tomado poco después de la salida del cepo, renovando un pequeña parte a la tasa más baja de nuestra historia (2,25% + LIBOR1m). Finalmente, por primera vez en 5 años destinamos parte de los resultados a aumentar el capital de la institución y constituir una reserva legal.

Además, nos hemos encontrado con un contexto en el que se ha recuperado la confianza en nuestra economía y ha habido un ingreso neto de capitales. Frente a esto, consideramos oportuno realizar operaciones que implicaron un notable aumento de las reservas internacionales, fortaleciendo el activo de la hoja de balance del BCRA. Desde el mes de mayo la autoridad monetaria compró casi 9.500 millones de dólares, reforzando sustantivamente sus reservas internacionales.

Como contrapartida de esta acumulación de reservas, tuvo lugar un incremento en la emisión de LEBAC respecto de lo proyectado en abril. De esta manera, el aumento de pasivos que se genera está compensado por mayores activos a los que la institución puede recurrir en caso de fluctuaciones en la demanda de dinero, evitando que las mismas afecten el objetivo de inflación que nos hemos trazado.

Además, al actuar para acotar una volatilidad excesiva del tipo de cambio, el BCRA opera en general en dirección opuesta a la del mercado, obteniendo así cotizaciones favorables en sus operaciones y reforzando aún más su hoja de balance. Esto no es una particularidad de nuestro caso. En efecto, de la Torre, Levy-Yeyati y Pienknagura<sup>3</sup> encuentran en un trabajo del 2013 que

*“la evidencia revela que los banqueros centrales con metas de inflación (de América Latina) no intervienen para luchar contra los factores fundamentales sino, sobre todo, para mitigar el exceso de volatilidad: compran dólares (y acumulan así reservas internacionales) cuando el tipo de cambio está sobrevalorado con respecto a su nivel de equilibrio y venden dólares (y reducen así las reservas internacionales) cuando está infravalorado. Dado que la intervención está así motivada, las preocupaciones sobre sus*

---

<sup>3</sup> De la Torre, Augusto, Eduardo Levy-Yeyati y Samuel Pienknagura (2013), “La desaceleración en América Latina y el tipo de cambio como amortiguador”, LAC Informe Semestral (Octubre), Banco Mundial.

*costos cuasi fiscales resultan exageradas. De hecho, el informe muestra que, una vez que las ganancias y pérdidas de capital se tienen en cuenta debidamente, las intervenciones esterilizadas de los países de América Latina y el Caribe con metas de inflación durante la última década han generado costos bastante pequeños e incluso, en unos pocos casos, han generado ganancias”.*

Sigamos ahora con otras herramientas fundamentales del nuevo régimen. Anclar las expectativas de inflación es fundamental para garantizar el éxito del proceso de desinflación que hemos comenzado. Por eso nos hemos ocupado de comunicarle claramente a la sociedad cuáles son nuestros objetivos, cómo pensamos alcanzarlos, cómo estamos implementando nuestra política monetaria y cómo están evolucionando las variables de la economía en comparación con lo que esperamos. Esto ha estado presente en las conferencias de prensa en las que participé después de la publicación de los Informes de Política Monetaria, así como en el contenido de los mismos, en los comunicados semanales de política monetaria y en toda otra instancia de comunicación del BCRA con la sociedad. Sabemos que en la transparencia y en la buena comunicación de objetivos y perspectivas se juega una parte importante de la meta del 5% de inflación en 2019.

Dicho todo esto, voy concluyendo, afirmando que es muy alentadora la dinámica de descenso en los índices de inflación mensuales observada en los últimos meses. El Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires se redujo desde 4,2% en mayo a 3,1% en junio y 2,0% en julio. De manera similar, los indicadores de Ciudad de Buenos Aires, Córdoba y Mendoza cayeron de valores cercanos al 5% en mayo a aproximadamente el 2% en julio. Los indicadores adelantados con los que contamos indican que esta tendencia continúa en lo que va de agosto, por lo que somos muy optimistas de cara al futuro.

Para cerrar el repaso de los números, me gustaría hacer un comentario sobre la inflación acumulada entre los meses de diciembre y junio. Elijo este período porque diciembre fue cuando removimos las principales distorsiones que afectaban a nuestro mercado cambiario y de bienes y puede decirse que en julio la inflación mensual volvió a los valores previos a los de la unificación cambiaria, aunque ahora ya no a costa de poner a la economía en una trayectoria insostenible.

La inflación acumulada por encima de la tendencia previa del 2% mensual fue de 20,7% en la Ciudad de Buenos Aires y 15,4% en el Interior del país, siendo la diferencia explicada fundamentalmente por el comportamiento de los precios regulados. Si miramos la inflación núcleo, estos registros son de aproximadamente un 12%. Tomando en cuenta las variaciones de precios relativos que hubo en este período, creo que es justo decir que la política monetaria ha sido bastante efectiva para acotar sus efectos inflacionarios. Claro que ahora tenemos un desafío aún más importante, que es el de llevar la inflación a nuestro objetivo del 5% en 2019.

Comenzaba estos comentarios diciendo que Argentina tiene que animarse a ser un país normal. Ser un país normal significa asumir que las cosas pueden ser. Si la gran mayoría de los países tienen una inflación más baja que la nuestra, ¿por qué no vamos a poder bajarla nosotros? Simplemente tenemos que implementar las políticas monetarias que

funcionaron, y animarnos a afrontar los desafíos que implica cambiar la historia de nuestro país.

Muchas gracias.