



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

## ***Discurso del Presidente del Banco Central de la República Argentina, Federico Sturzenegger, en el 52° Coloquio Anual de IDEA***

Es una gran alegría para mí compartir hoy unos minutos con ustedes. Me liga a Idea una larga historia que comenzó hace muchos años, cuando Pablo Gerchunoff me recomendara para participar como asesor temático del Comité Coloquio 2003. Fue mi primer contacto con gente como José Aranda, Marcelo Lema, Luis Cedrola, Víctor Trucco, y muchos más que participamos del comité ese año. La experiencia parece que resultó buena y fui invitado al año siguiente. Algunos años después como Presidente del Banco Ciudad participé como integrante del Comité Coloquio, y en el año 2012 Idea me encomendó el honor de tomar el lugar de Andrés Von Buch en los desayunos de CEOs. Digo un honor porque implicaba la responsabilidad de hacerlo luego del liderazgo que Andrés había logrado establecer en dicho ámbito durante mucho tiempo. Así que como verán me siento como en casa y acompañado por amigos.

También va una felicitación a Sergio Kaufman. Por muchos años me pareció que la Argentina era el reino del revés, como en la canción de María Elena Walsh. Tuvimos por muchos años un gobierno que en vez de gobernar y gestionar el sector público se ocupaba más bien de decir lo que ustedes debían hacer. Eso siempre me pareció que era equivocado. Pero igualmente fuera de lugar, parecía que en la agenda del empresariado en general mucho del énfasis estaba puesto en la gestión de lo público, y no en temas empresarios en sí mismos. Que no haya énfasis en temas empresariales en conferencias de empresarios me parecía que señalizaba que la interacción con el gobierno seguía siendo un elemento central de la agenda de las empresas por constituir una fuente de rentabilidad o riesgos que era imposible no atender. Así, toda esa innovación y dinamismo que repasaron con el Presidente el miércoles se veían relegadas por una agenda más estéril, porque el objetivo no era proyectarse hacia delante sino protegerse o conseguir un beneficio que a la postre pagaba el resto de la sociedad.

Pero quizás en estos nuevos tiempos, donde cada uno se está empezando a ocupar más enfáticamente de los temas que en verdad más le conciernen, ya vemos los cambios en el propio programa de este coloquio, que se centra mucho más en los temas propios de empresas. “Zapateros a tus zapatos” dice el viejo refrán.

Hoy tenemos un gobierno que cree en la libre empresa, que cree en la libertad económica (que, obviamente, no es libertinaje económico), que cree que debe ocuparse fundamentalmente de

mejorar la gestión de lo público que es lo que le compete, y cuyo éxito más rutilante sería que en este tipo de reuniones ya no resulte interesante escuchar a funcionarios públicos decir que trabajarán en pos de la estabilidad macroeconómica o la previsibilidad del país, por constituir éstos objetivos ya logrados y consolidados.

Pero como todo es un proceso, aquí estoy, representando a una de las instituciones económicas de las repúblicas. Quizás sería más justo llamar a esta charla “la visión del BCRA” y no “la visión del Presidente del BCRA”. Ya que hoy el Central es un equipo de gente comprometida con sus objetivos, más allá de las personas que ocupen algún cargo.

En ese espíritu, no vengo hoy a decirles qué es lo que tienen que hacer ustedes, sino a contarles qué es lo que vamos a hacer nosotros. Cómo vamos a encarar nuestro trabajo y nuestras responsabilidades.

Como presidente del Banco Central, nuestro foco primario es lograr que la macroeconomía de la Argentina sea transparente. Que sea un telón de fondo estable, invisible y sólido. Demás está aclarar que esto no es una tarea exclusiva del Banco Central. Una buena política económica requiere eficiencia en la gestión por parte de todo el gobierno, una vigilancia permanente de la competencia, una situación fiscal intertemporalmente sostenible, una estructura tributaria lógica y progresiva, entre muchos otros componentes.

Dentro de este conjunto de actores, hay una institución que es el BCRA. El cual constituye una institución independiente del Poder Ejecutivo. De hecho, su poder está delegado por el Congreso de la Nación. Es el Congreso quien acepta a sus autoridades. Es al Congreso a quien el BCRA debe rendirle institucionalmente cuentas por su accionar. Quizás hayan notado que los billetes los firman el Presidente del Banco Central y el Presidente de la Cámara de Diputados o el de la de Senadores. Esa es una imagen palpable del lugar de donde emana el poder de nuestra institución.

El BCRA se rige por una Carta Orgánica que le da mandatos y objetivos. Dentro de éstos, la estabilidad monetaria es el primer objetivo enumerado. Sobre el cumplimiento de este mandato, que nosotros decodificamos como el de garantizar una inflación baja, comparable a la mayoría de los países de la región y del mundo, es sobre lo que quiero discutir durante estos pocos minutos que hoy tengo con ustedes.

Y como el tiempo es tirano, iré al grano sin prolegómenos para tratar de contestar a las preguntas que, seguramente, tienen sobre nuestra estrategia antiinflacionaria. Específicamente, las preguntas sobre las que profundizaré hoy son:

- a) ¿Cuál es el objetivo pretendido por el BCRA en términos de inflación para los próximos años? ¿Son objetivos lógicos y realistas?
- b) Más allá del objetivo: ¿cómo hace un Banco Central para lograr sus metas, sobre todo en un país con tanta historia de inflación? ¿Cómo funcionó lo que el BCRA está pretendiendo hacer en otros países?

- c) ¿Qué instrumentos tiene la autoridad monetaria para lograr su cometido?
- d) ¿Qué rol juega el tipo cambio en este proceso? ¿No fue siempre un elemento clave para desinflar la economía? ¿Por qué insiste el Banco Central en no utilizarlo como herramienta o no preocuparse por sus actuales y futuras fluctuaciones?
- e) ¿Qué rol juegan las negociaciones salariales dentro de este esquema? ¿Son cumplibles las metas si las pautas salariales se ubican por encima de los objetivos de desinflación planteados? Como empresario, ¿qué debería inferir del accionar del Banco Central para abordar este tema?

Como ven, la agenda es nutrida e intensa. Así que empecemos.

**a) ¿Cuál es el objetivo pretendido por el BCRA en términos de inflación para los próximos años? ¿Son objetivos lógicos y realistas?**

Sobre nuestros objetivos creo que a esta altura no hay mayores dudas. El BCRA apunta a un objetivo de una inflación mensual de 1,5% o menos en el último trimestre de este año. Una inflación de entre 12% y 17% el año que viene, de entre 8% y 12% en 2018, y de 5% a partir de 2019.

Hace unos meses, cuando establecimos la primera meta del 1,5% mensual para el último trimestre, el anuncio fue tomado con bastante escepticismo. Sin embargo, hoy las expectativas de inflación ya están prácticamente alineadas con el objetivo. Sin embargo la inflación promedio de julio, agosto, septiembre y octubre seguramente estará en el orden del objetivo buscado. Es decir que aquello que se consideraba hace tan sólo unos pocos meses inalcanzable, hoy no solo es una realidad, sino que se alcanzó incluso dos meses antes de lo pautado.

Aunque nuestras metas tienen una cadencia ¿Es razonable pensar que, en unos pocos años, Argentina tenga una inflación del 5% anual? Veamos que ocurrió en otros países.

Israel, luego de domar la hiperinflación del 400% anual que sufrió durante los años 1984 y 85, experimentó entre el '86 y el '90 tasas de inflación entre 16% y 20%. Pero, luego, tan sólo entre 1990 y 1992, lograron asestarle un golpe definitivo a la inflación, acotándola, en dos años, a un dígito. En segundo lugar, se me viene a la mente el caso de Perú, que luego de bajar su inflación del 7500% al 39,5% anual en el año 1993, logró llegar a una inflación del 6,5% en 1997 (dicho sea de paso, creciendo en promedio 7,2% al año durante esos años). También podemos recordar la experiencia de Chile, donde luego de que su Banco Central se impusiese objetivos de inflación explícitos a partir de 1990, su tasa de inflación bajó ininterrumpidamente entre 1990 y 1998, pero en dos partes: pasó de 27% en 1990 a 9% anual en 1994, y luego descendió más lentamente hasta 4,7% anual en 1998.

También tengamos presente que hay tres elementos centrales que ayudan a que la desinflación en Argentina sea más rápida que en aquellos casos. Primero, que transitamos el camino

apoyándonos en la experiencia de todos los países que lo transitaron antes que nosotros. Estamos en contacto con todos los actores relevantes, los escuchamos y recibimos sus recomendaciones, consejos y enseñanzas. Segundo, el mundo es hoy mucho menos inflacionario que en el pasado. No existe en la coyuntura actual “inflación importada”. Y en tercer lugar, que Argentina desterró a principios de los años ‘90 la indexación legal de sus contratos, por lo que hoy no están presentes las dificultades para desinflar que hubo en el pasado, y con las que sí tuvieron que lidiar muchos países que desinflaron en otros momentos. La indexación atada a la inflación pasada era la principal fuente de la inercia inflacionaria. Ahora esa inercia no está presente en Argentina.

Nuestra conclusión, entonces, es que las metas son cumplibles, y sus plazos razonables en la práctica. Un último comentario. Piensen lo siguiente. Partiendo de una inflación de 1,5% mensual, una convergencia gradual a una inflación mensual del 1% hacia fines del año próximo implica una inflación punta a punta del 16%. Si ustedes piensan que la inflación va a ser superior a este valor, es que están asumiendo que la inflación se va a acelerar en ocasiones durante el año. Pero si piensan que la inflación superará el 19,6% anual, significaría que piensan que, en promedio, no vamos a poder reducir la inflación ni un poco el año que viene. Para convencerlos de que éste no es un escenario realista, vayamos entonces al segundo punto.

**b) Más allá del objetivo: ¿cómo hace un Banco Central para lograr sus metas en un país con tanta historia de inflación? ¿Cómo funcionó lo que está haciendo el BCRA en otros países?**

Durante mucho tiempo se ha analizado cómo reducir la inflación. Es un tema que *fue* objeto de discusión en el mundo (el tiempo pasado no es casual) aunque sigue siendo una cuestión de debate en Argentina. Primordialmente lo que se discute es si el BCRA por su cuenta es capaz de bajar la inflación o si necesita de algún tipo de ayuda (obviamente la situación fiscal tiene que ser intertemporalmente sustentable, pero esto lo doy por sentado, ya que tengo el convencimiento de que el gobierno tiene una programa fiscal consistente y sustentable). La ayuda a la que me refiero se relaciona con la idea de intervención en las negociaciones salariales, anclas cambiarias o acuerdos de precios. Todas cosas que ya han sido intentadas en el pasado, debe decir con escaso éxito (sino no estaríamos hoy hablando de este tema).

Con respecto a esta cuestión, primero que nada me parece oportuno citar unas palabras que escuché mencionar a Mario Draghi en una reunión que compartimos hace varios meses:

*“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>*

Vale la pena reflexionar sobre estos párrafos para comprender 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 probado ser suficientes y los resultados contundentes.

Asimismo, cabe destacar que todos los países que se embarcaron en un programa de metas de inflación coherente y consistente, lograron domar la inflación. Según estudios que realizamos en el BCRA, los países en desarrollo que adoptaron regímenes de metas de inflación redujeron sus tasas de inflación de un promedio de 82% anual, en los 10 años previos al establecimiento formal del esquema institucional, a una inflación de 6% anual en promedio en los 10 años posteriores. Si excluimos a Brasil del cálculo, dado que provenía de valores extremadamente elevados, se observa una disminución de 25% a 6% en las tasas de inflación promedio entre períodos. Dentro de este grupo están Chile, que pasó de un promedio de 14% al 4%, Colombia

---

<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).

del 25% al 7%, México del 19% al 4% y Perú del 19% al 3%. Y estos son sólo algunos ejemplos de los muchos países que lograron desinflaciones significativas y perdurables.

Si los países que pusieron su política monetaria al servicio de la desinflación lo lograron, ¿por qué no habríamos de lograrlo nosotros? Pero esto nos lleva naturalmente a la tercera pregunta de nuestra hoja de ruta para hoy.

### **c) ¿Qué instrumentos tiene la autoridad monetaria para lograr su cometido?**

A rigor de verdad, el sistema y el accionar del BCRA, y de los regímenes de metas de inflación en general, es extremadamente sencillo de explicar y entender. Si no les queda clara la mecánica, aprovechamos para refrescarla. Cuando sube la inflación, la tasa de referencia de la política monetaria sube (la política monetaria se hace más restrictiva). Si la inflación cae, la tasa de referencia de la política monetaria cae (la política monetaria se relaja). El uso de la tasa de interés como instrumento central de política monetaria es la norma en todos los países que adoptaron esquemas de metas de inflación. La misma opera vía tres canales: primero, la tasa de referencia incide sobre el resto de las tasas de la economía, la liquidez y el crédito, lo cual impacta a su vez sobre el gasto agregado; segundo, la tasa influye sobre el tipo de cambio; el tercer canal es que la decisión de tasa, acompañada por una transparente y fluida comunicación por parte del Banco Central, incide sobre las expectativas de inflación. Si la sociedad percibe que la autoridad monetaria utilizará sus instrumentos con plena independencia en pos de bajar la inflación, esta información sobre la dinámica futura de los precios se incorporará en la formación de precios y salarios aún antes mismo de que se vean efectos por los otros canales mencionados.

Cuando ustedes, como empresarios, tienen que decidir el precio de sus productos en relación al del resto de los bienes, están permanentemente evaluando qué hacer. Cuando la demanda está dispuesta a pagar más por sus bienes, no es fácil determinar si esa demanda subió porque la política monetaria es más expansiva, hay más liquidez y los precios de todos los bienes subirán, o si es porque les aumentó la demanda en particular a algunos de ustedes. En los contextos de alta inflación, los empresarios tienden, naturalmente, a pensar que todos los aumentos de demanda son el producto de impulsos macroeconómicos. En ese contexto, todos los precios irán aumentando a la par de la inflación general de la economía.

Es que el nivel de precios de la economía resulta del equilibrio del mercado monetario. Si el gobierno vive emitiendo dinero a su gusto, quiere decir que permanentemente habrá más dinero que el que la gente quiere tener. El precio del dinero, en términos de bienes, caerá, y a eso lo llamamos inflación. En el esquema de metas de inflación, ese desequilibrio entre demanda y oferta de dinero desaparece. Como el BCRA está dispuesto a absorber todos los pesos que la gente no quiera tener a la tasa de interés elegida, se apagan de golpe los motores de la inflación. Es por esto que ya, más velozmente quizás que lo esperado, hemos comenzado a ver señales claras del proceso de desinflación que estamos transitando.

A medida que el BCRA vaya ganando credibilidad, se irá produciendo un cambio en la percepción de todos sobre cuánto de los movimientos de la demanda que enfrentan es real o nominal. Con el tiempo, el estímulo nominal irá menguando. Esto implica que la determinación de los precios se convertirá en un proceso necesariamente cuidadoso y preciso. Si el resto de los precios no se mueven, en este nuevo escenario subir los precios individuales implica una suba del precio relativo respecto de otros bienes, generando potenciales efectos negativos sobre la ecuación económica de la empresa.

Así, el Banco Central se convierte en (y le copio una expresión que me dijera alguna vez Javier Goñi) algo así como “el relator de Indy”, como una suerte de manómetro, que mide el ritmo y el pulso de la dinámica general de la inflación, para que ustedes cuenten con un panorama predecible para informar sus decisiones de precios relativos.

Recuerdo que, a principio de año, tuve una reunión con supermercadistas para explicarles y conversar sobre nuestras decisiones de política. Les dije que, aunque veníamos de tasas de expansión monetaria muy altas, del orden del 45%, podía asegurarles que para mayo estas tasas se ubicarían por debajo del 20%. Para lograr esa marcada desaceleración la cantidad de dinero tenía que bajar. Estábamos tratando de orientar y esclarecer el panorama de sus decisiones de precios, anticipándoles que los shocks nominales iban a desaparecer hacia delante. Obviamente, cuando uno arranca, la credibilidad no es perfecta, y en Argentina las palabras se las ha llevado el viento la mayoría de las veces. Pero lo cierto es que para mayo la cantidad de dinero había caído en términos absolutos, y la tasa de variación estaba cómodamente por debajo del 20% anual. Los supermercados rápidamente se dieron cuenta que esta vez si íbamos a cumplir y tuvieron que salir a hacer descuentos de las maneras más creativas en mucho tiempo (2X1, 3X1, 80% en la segunda unidad, etc.).

No nos quejamos. Este tipo de cambio en el comportamiento ha requerido en todos los países de “ver para creer”. Claro está que para que seamos creíbles el BCRA tiene que producir resultados. Una primera prueba del compromiso que tenemos con nuestros objetivos fue el notorio sesgo contractivo que impusimos a nuestra política monetaria, al momento del lanzamiento de la tasa de interés como instrumento de referencia. Ubicamos la tasa en un 38% nominal anual, y anunciamos que no la moveríamos hasta que no tuviéramos signos claros de desinflación. Y la sostuvimos en ese nivel durante tres meses. Lo que quiero transmitir es que estamos muy decididos a cumplir nuestras metas de cara al futuro, y haremos todo lo necesario para lograrlo.

En octubre, encausados ya en un proceso radicalmente diferente, necesitamos estar doblemente alertas. Al lanzar oficialmente las metas para el año venidero, buscamos que las expectativas de inflación de 2017, que están en 20%, empiecen a bajar y acercarse a la meta. Nuestra inmediata decisión fue interrumpir la baja de tasas que venía aplicando la autoridad monetaria. Este es el tipo de compromiso que asume el BCRA con su objetivo de desinflación.

La conclusión a la que quiero arribar es que el BCRA tiene los mismos instrumentos que tienen el resto de los países para bajar la inflación, y que no necesita otros. A nuestro entender, no

somos particulares en esto, en lo absoluto. Hace unos días la propia presidenta del Banco de Israel, Karnit Flug, comentaba en las Jornadas Monetarias y Bancarias del BCRA<sup>2</sup> que hoy su inflación está por debajo de su meta del 2% anual. Su desafío es reaccionar a shocks externos deflacionarios y subir la inflación, pero hace tres años no logra subir la inflación por encima del 0%. Comentaba que si hace 10 o 15 años le hubieran dicho que el problema del Banco de Israel sería en unos años iba a ser estar por debajo de la meta, no lo hubiera creído. “Pero acá estamos”, me decía. Perfectamente igual podría estar Argentina en unos pocos años, con una inflación menor a su meta del 5% anual sin poder arrimarla a ese valor por ser menor.

La verdad es que ni siquiera en relación al tipo de cambio somos particulares, originales o estafalarios. Pasamos entonces a nuestro cuarto punto.

**d) ¿Qué rol juega el tipo cambio? ¿No fue siempre un elemento clave para desinflar la economía? ¿Por qué insiste el Banco Central en no utilizarlo como herramienta o no preocuparse por sus actuales y futuras fluctuaciones?**

Si han seguido lo que venimos diciendo desde que comenzamos nuestra gestión, ya habrán escuchado que hemos abordado este proceso de desinflación con el compromiso explícito de no usar el tipo de cambio como ancla antiinflacionaria.

Esto no es una decisión caprichosa. Una economía como la de Argentina necesita de la flexibilidad cambiaria para acomodarse a los shocks que eventualmente surgen en la economía global, para lograr así, mediante el movimiento del tipo de cambio nominal, proteger y resguardar a nuestra economía real, nuestros niveles de empleo y nuestras industrias, respecto de esos vaivenes internacionales.

Permítanme decirles que siempre es tentador tratar de usar como ancla el tipo de cambio. Alinea las expectativas y baja rápidamente la tasa de interés. Pero lo que es fácil al principio se compensa con los problemas que vienen después. Con el tipo de cambio fijo, la economía se queda sin válvulas de respuesta frente a los distintos shocks que recibe, por lo que esos ajustes, más tarde o más temprano, se terminan produciendo de una manera más disruptiva y dolorosa. No necesito abundar demasiado en esto, ya que nuestra historia nos ha enseñado lo suficiente.

Hemos elegido el camino que es un poco más difícil, el de bajar la inflación sin operar sobre el tipo de cambio. Pero el esfuerzo vale la pena, porque emergeremos de este desafío con una economía que ostentará la capacidad de acomodarse frente a los vaivenes y malas noticias, sin las recesiones o crisis que caracterizaron nuestro pasado. Una economía muchísimo más estable, que experimente ciclos reales mucho más suaves.

---

<sup>2</sup> Presentación de la Dra. Karnit Flug en las Jornadas Monetarias y Bancarias del BCRA 2016: [http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Institucional/JMB2016\\_Flug.pdf](http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Institucional/JMB2016_Flug.pdf).



Así, la flexibilidad cambiaria es central para nuestro objetivo de alcanzar una economía Argentina que esté más protegida del contexto internacional. Veamos un ejemplo concreto de las virtudes de este esquema cambiario. El año pasado, Colombia sufrió el fuerte impacto de 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%, la inflación subió apenas de 4% a 7% anual, y su economía mantuvo, a pesar de ese importantísimo shock negativo, un crecimiento estable del 3,1% ese mismo año.

Hasta acá, lo que acabo de explicar es fácil de entender y asimilar, pero la pregunta que surge inmediatamente es si esto funciona o no, porque lo que generalmente se cree es que “cuando el tipo de cambio se mueve los precios se mueven”. Es por esta creencia que muchos de mis colegas y muchos de ustedes seguramente piensen que es inevitable la necesidad de usar el tipo de cambio como ancla.

Es cierto que los países que vienen de experiencias de alta inflación tienden a experimentar movimientos muy parecidos en sus niveles de precios y sus tipos de cambio. Pero ese movimiento común no implica que una variable necesariamente causa a la otra (el tipo de cambio a los precios), sino que ambas responden a una tercera. Dicho de manera sencilla, los precios suben porque la cantidad de dinero crece más allá de lo que la gente quiere tener. Así, suben los precios y sube también el de las divisas externas (que no es más que otro precio).

El tema es que, ante tanto moverse juntos, la gente entonces asocia “se mueve el dólar y yo recuerdo que cuando se mueve el dólar se mueven los precios”, cuando en realidad la asociación debería haber sido “hay más emisión que la necesaria, y se mueven los precios y el dólar”.

De este modo, cuando se pasa a un sistema de tipo de cambio flotante con emisión controlada, pierde peso la relación entre el movimiento del tipo de cambio y el nivel general de precios, que se mueven, en realidad, por la monetización del sistema. En otras palabras, el tan mentado traslado de la devaluación a precios (“*pass through*”) pierde relevancia.

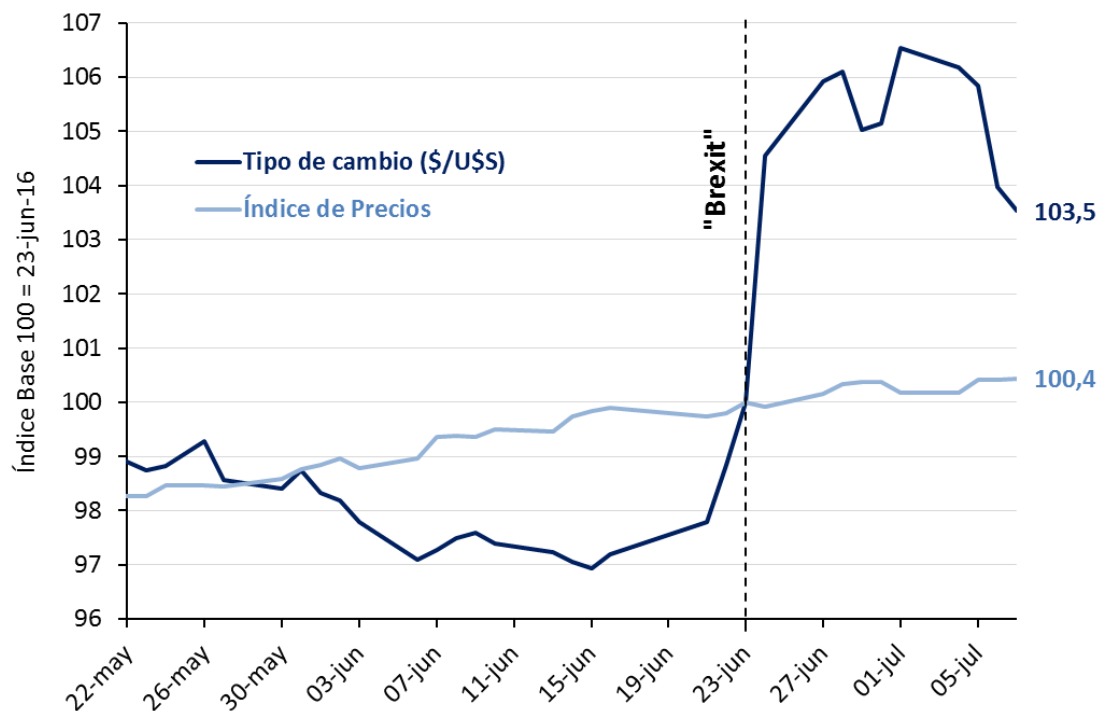
Seguramente muchos piensen que los estoy macaneando. Pero repasemos un par de experiencias concretas. Por ejemplo, si se calcula la correlación entre el tipo de cambio y la inflación para México desde 1970 se obtiene un registro del 80%. Pero si se analizan sólo los últimos 15 años, esta cifra cae a 3%. En el caso de Chile, el descenso también es significativo, pasando la correlación del 92% al 28% respectivamente, o el de Perú, donde esta correlación se desplomó de 88% al 20%. Cuando los países utilizan su política monetaria para mantener la inflación bajo control, los precios se estabilizan en torno al objetivo propuesto, permitiendo que el tipo de cambio real de las economías se adapte ante las distintas situaciones que tienen que enfrentar<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Véase el Informe de Política Monetaria de Mayo de 2016 (Apartado 3 “El traspaso del tipo de cambio en América Latina: lecciones de la experiencia reciente”; pp. 30-31): [http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPM\\_Mayo\\_2016.pdf](http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPM_Mayo_2016.pdf).

Obviamente para pasar del “si se mueve el dólar se mueven los precios” a “si se mueve el dólar por un shock externo sin emisión, no pasa nada con los precios”, me imagino que ustedes también serán del grupo de ver para creer. Detengámonos entonces en un evento que ocurrió precisamente este año. El primer evento externo que puso a prueba a nuestro flamante régimen de tipo de cambio flotante.

Para seguirme, pueden ver el gráfico que adjuntamos en la presentación. Durante la semana siguiente a la votación del 23 de junio en el Reino Unido, que derivó en el “*Brexit*”, el precio del dólar subió 6,5% en nuestro país. Sin embargo, el indicador diario de precios de *Pricestats* nos muestra que en dicha semana los precios no se vieron afectados en absoluto. De hecho, crecieron un poco por debajo de la tendencia que traían de las 4 semanas anteriores. Si prolongamos el ejercicio otra semana, vemos que el tipo de cambio revierte parcialmente y termina con una depreciación acumulada de 3,5%, con la inflación de *Pricestats* cayendo por debajo de la tendencia previa (a 0,22% semanal, contra 0,37% semanal en el promedio de las cuatro semanas anteriores).



La prueba definitiva de que no estamos usando el tipo de cambio como ancla inflacionaria se manifiesta, por ejemplo, en que durante este año el tipo de cambio *real multilateral* se depreció interanualmente un 22%, acumulando a lo largo de 2016 un incremento de 25% respecto del vigente en diciembre antes del levantamiento del cepo. Es interesante mirar también qué pasó con el tipo de cambio real bilateral con Brasil, el cual se depreció un 47% en la comparación interanual.

Llego entonces a la última pregunta, referente a los salarios.

**e) ¿Cómo se resuelven las negociaciones salariales dentro de este esquema? ¿Son cumplibles las metas si las pautas salariales se ubican por encima de los objetivos de desinflación planteados? Como empresario, ¿qué debería inferir del accionar del Banco Central para abordar este tema?**

Sé que muchos de ustedes piensan que es muy difícil alcanzar el objetivo de inflación si la negociación salarial no está encuadrada dentro del rango de la meta. Pero la verdad es que esto no es tan así.

En lo que a sus costos respecta, lo importante es cómo varían las remuneraciones reales promedio de un año a otro. En un contexto de inflación constante, el mantener los niveles reales promedio de un año al otro se logra mediante acuerdos que equiparan la inflación pasada (si uno viese la serie gráficamente, la variable formaría una suerte de serrucho homogéneo y que se repite igual año a año). Si la inflación se acelera, los acuerdos paritarios deberían ser superiores a la inflación pasada, porque una mayor inflación implica que los salarios pierden poder adquisitivo de manera más rápida, por lo que se requiere un ajuste adicional en el arranque para compensarlo. Pero si la inflación cae (que es el contexto que está transitando actualmente Argentina), para mantener el salario real promedio constante, el aumento paritario debe entonces ser menor a la inflación pasada. Pero ese número dependerá del momento del año en que se hace la negociación, y el cambio en el salario real que se pretende en promedio para dicho acuerdo.

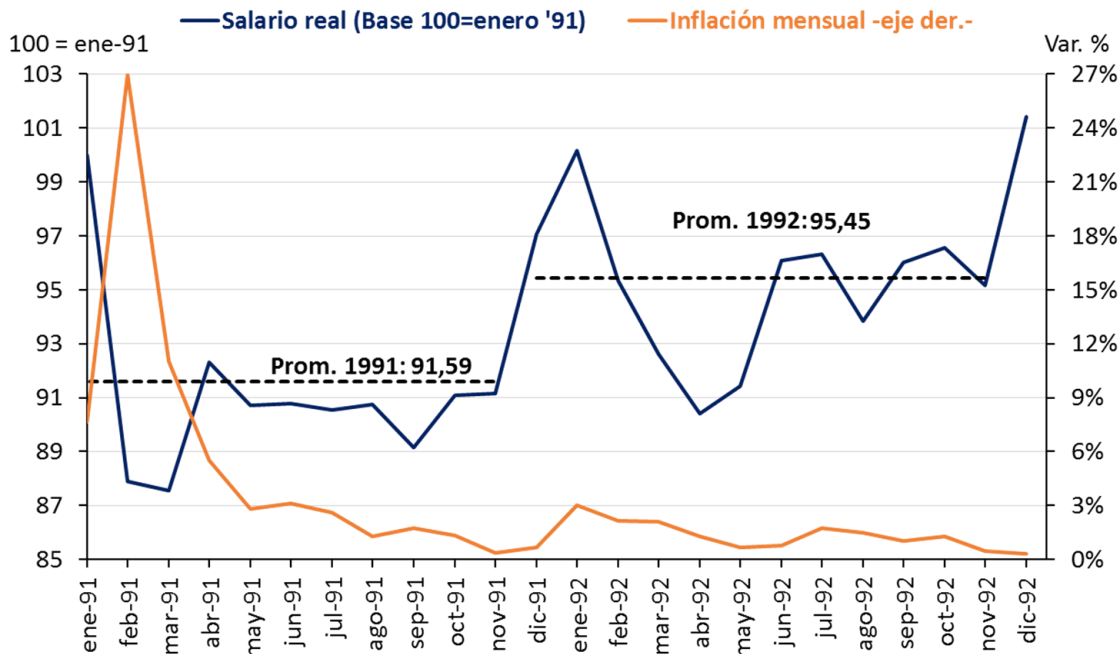
Les doy un ejemplo. Si la inflación del año anterior fue 40% y al año siguiente la inflación es cero, se necesitaría un aumento de una vez del 20% para mantener el salario real promedio constante.

De cualquier manera, la situación de cada sector es realmente muy diferente y particular. Hay sectores que hace años vienen experimentando una merma en el salario real, y otros donde ha habido aumentos.

Pero hay un argumento adicional, indicativo de que los salarios reales deberían aumentar el año que viene. La mayor previsibilidad y certidumbre de nuestra economía, la palpable reducción del costo del capital, y la gran rebaja impositiva que ha implementado el Gobierno, generan cierto espacio para que los salarios puedan subir en términos reales. Sería un poco extraño que bajen los costos porque bajan los impuestos, que bajen los costos porque baja el costo del capital y que tuviera que bajar también el costo laboral. Como esa suba del salario real es posible por la baja de otros costos, no afecta ni compromete el escenario de desinflación.

Por otra parte, la experiencia nos dice que en años de desinflación los salarios reales tienden a crecer. Sólo por poner un ejemplo argentino, mediante la estabilización implementada por el Plan de Convertibilidad, la inflación bajó de 84% anual en diciembre de 1991 a 17,5% en

diciembre de 1992 ¿Qué ocurrió con los salarios en ese año de desinflación? Se incrementaron un 4,2% en términos reales respecto del promedio del año previo.



Fuente: INDEC y Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas de la Nación.

Resumiendo entonces, los aumentos de los salarios tendrán resoluciones muy diferentes por sector, en algunos casos es posible que se precise una pauta salarial algo por encima de la meta de inflación, aunque claramente por debajo de la inflación pasada, para mantener el salario real constante. Sobre esta base, luego cada sector definirá si se incrementan sus niveles salariales reales o no (me imagino que estos casos se derivarán en gran medida de incrementos, o no, en la productividad del sector en particular).

De cualquier manera, la función del BCRA es anunciar e informar a los empresarios y trabajadores cuál será la dinámica de la inflación, lo cual pasará a ser un dato dado para la negociación salarial. No consideramos que los salarios sean un ancla, aunque creemos que la información y la coordinación de todos los actores con el entendimiento de cómo se moverán los precios representa una información de vital importancia para las decisiones que tomen empresas y trabajadores.

Bueno, con esto creo que ya hemos respondido, o al menos creo haber respondido, a muchas de las preguntas cuyas respuestas ustedes esperaban por parte de este BCRA. Quiero terminar simplemente asegurándoles que la sociedad argentina ahora cuenta con una institución totalmente decidida y enfocada en preservar el valor de nuestra moneda. No vamos a inventar nada, simplemente seguiremos un camino que vimos que funcionó en otras partes. Y espero que cuando en 2019 llegemos a una inflación a nivel comparable con el de todos los países,

pueda asistir a este Coloquio no como orador, sino como espectador entusiasmado, a un Coloquio de Idea donde no haya funcionarios y donde estén discutiendo sobre cómo abrir el mercado africano a nuestros productos alimenticios e industriales, donde estén discutiendo la emisión de instrumentos de deuda corporativos en pesos a 30/40 o 100 años, con paneles donde se discuta la demografía mundial para orientar a nuestra producción láctea y alimenticia, donde se discutan los avances en la informática y automatización en el país, o los problemas de infraestructura del nuevo eje industrial y petroquímico que se habrá desplegado a lo largo de la ruta 22 como resultado del éxito de producción energética en la cuenca neuquina. O, y esto sí sería un sueño aún mayor, un panel donde podamos escuchar la historia de nuevos jóvenes y mujeres contando como lograron sumar unicornios al acervo empresario de Argentina.

Esa es la Argentina con la que soñamos, y nuestro aporte desde el BCRA será que la macroeconomía deje de estar en esos paneles y haya dejado de ser una preocupación. Así, habremos cumplido con este inmenso honor que es servir al pueblo argentino.

Muchas gracias.