



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Discurso de Sandleris en el Consejo de las Américas

Buenos Aires, 28 de noviembre de 2018. Buenas tardes. Es un placer estar aquí con ustedes en esta conferencia acerca del futuro de la inversión en Argentina.

El encuentro de presidentes del G20 tiene lugar durante un momento difícil para nuestro país. Estamos atravesando una recesión y en los últimos meses hemos experimentado una aceleración de la inflación y una aguda depreciación de nuestra moneda.

Tres elementos nos llevaron a esta situación: desequilibrios económicos heredados, shocks tanto de carácter global como doméstico, y nuestros propios errores.

Déjenme detenerme brevemente cada uno de ellos. En 2015 Argentina estaba en default, con un gran déficit fiscal, prácticamente sin reservas internacionales en el Banco Central, con controles de capital y alta inflación. Había también distorsiones de precios, especialmente en el sector energético, que generaron incentivos dañinos que hicieron que Argentina pasara de ser un exportador neto de energía a un importador neto.

Este legado dejó a nuestro país en una situación vulnerable a un repentino empeoramiento de las condiciones financieras internacionales, por su alta dependencia del financiamiento externo. Adicionalmente, el país enfrentó la peor sequía en décadas, que explica la pérdida de casi 10 mil millones de dólares de exportaciones este año.

También está claro que hemos cometido errores. El gobierno enfrentó los desequilibrios, pero subestimó la dificultad de corregirlos. En particular, no tuvimos la consistencia necesaria entre tres elementos de nuestras políticas: la velocidad de las correcciones fiscales y monetarias y los ajustes requeridos en las tarifas de los servicios públicos. También subestimamos la velocidad a la que cambiarían las condiciones financieras internacionales.

Esta combinación de factores nos condujo a meses de una significativa incertidumbre nominal. Puedo resumir lo que experimentamos en dos cifras: la inflación núcleo de septiembre fue de 7,6% mensual y el tipo de cambio aumentó casi 100% este año. Era bastante claro que Argentina necesitaba en forma urgente recuperar un ancla nominal.



El régimen de metas de inflación vigente hasta septiembre había perdido credibilidad y había dejado de ser un ancla para los precios y las expectativas. Por esta razón lo dejamos de lado. Este régimen es de todas formas el más usado en el mundo y le ha permitido a la gran mayoría de los países vivir sin inflación. Bajo otras condiciones, estoy seguro de que el régimen de metas de inflación funcionará en nuestro país.

Hace dos meses cambiamos radicalmente el esquema de nuestra política monetaria. Creemos que este esquema, a pesar de ser algo anticuado, se adapta mejor a la realidad argentina.

El elemento principal de este esquema es un compromiso para que la base monetaria crezca cero por ciento hasta junio, con un ajuste estacional en diciembre. Esta regla es estricta, clara y fácilmente comprobable y esperamos que sea eficaz para controlar la inflación. La teoría detrás es también bastante simple: no debe haber exceso de pesos en la economía.

En octubre, primer mes del programa, sobrecumplimos nuestro objetivo. Y lo vamos a hacer nuevamente en noviembre. Esta es una contracción notable en la política monetaria. Tengan en mente que la base monetaria estaba creciendo a una tasa de 2,2% mensual antes del lanzamiento del nuevo régimen.

Esta contracción monetaria era necesaria para recuperar la estabilidad nominal y reducir las expectativas de inflación.

La implementación de esta regla fue posible debido a que el Banco Central ya no realiza transferencias al Tesoro para financiar el déficit fiscal. El Gobierno alcanzará el equilibrio fiscal primario el año que viene. Esto es clave para la consistencia de nuestro programa monetario.

Otro componente importante del programa monetario es la definición de zonas de intervención y no intervención en el mercado de cambios.

Esta regla tiene dos virtudes. En primer lugar, conserva los beneficios de la flexibilidad cambiaria, permitiendo al país suavizar los efectos de shocks reales y, al mismo tiempo, limita las potenciales interrupciones asociadas con valores extremos del tipo de cambio.

En segundo lugar, estas zonas de intervención y no intervención complementan el objetivo de base monetaria. Las condiciones monetarias pueden ser todavía más contractivas a través de la venta de reservas internacionales si el tipo de cambio se ubica por encima de la zona de no intervención. En el otro extremo, el Banco Central puede incrementar la base monetaria comprando divisas.



La zona de no intervención fue definida inicialmente entre 34 y 44 pesos por dólar, con una actualización diaria a un ritmo de 3% mensual. El Comité de Política Monetaria determinará durante diciembre la tasa de actualización de esta zona para el primer trimestre del año que viene. Esta tasa de actualización debería ser menor que la actual.

En este nuevo régimen de política monetaria, la tasa de interés es determinada endógenamente en el mercado de dinero. La tasa de interés que el mercado requería al inicio del programa para cumplir el objetivo de base monetaria llegó a 73,50%, pero desde entonces ha bajado sostenidamente hasta el 61,25% de hoy. Cabe destacar que este descenso en la tasa tuvo lugar mientras contrajimos la base monetaria por debajo de nuestro objetivo.

Sabemos que la tasa de interés tiende a ser volátil en los regímenes de agregados monetarios. En el futuro, el mercado monetario puede requerir tasas de interés más altas o más bajas para cumplir nuestro objetivo de base monetaria.

Los resultados estos dos meses en materia monetaria son alentadores. Es sabido que el efecto en la inflación no es inmediato, pero ya estamos observando una desaceleración en los indicadores de precios de alta frecuencia y en las expectativas de inflación. A pesar de los movimientos recientes en el tipo de cambio, la volatilidad en este mercado se ha reducido fuertemente y el tipo de cambio se ha mantenido dentro de la zona de no intervención.

En materia fiscal, el Tesoro ha hecho un progreso destacable en la reducción del déficit.

En cuanto al sector externo, en septiembre se registró un superávit comercial por primera vez en 21 meses, y el resultado se mantuvo en terreno positivo en octubre. En estos dos meses también vimos un descenso significativo en la compra de dólares por parte de individuos y empresas. Éstas alcanzaron su menor nivel desde el levantamiento del cepo cambiario en diciembre de 2015.

En resumen, el flujo de dólares se ha revertido.

Sin embargo, aún hay mucho por hacer. La inflación permanece alta y nuestra moneda todavía reacciona en exceso frente a shocks internos y externos.

Este Banco Central será muy cauteloso en los próximos meses. Somos plenamente conscientes de los riesgos a los que nuestra economía se enfrenta. Sólo aumentaremos la base monetaria si las condiciones lo permiten.



En particular, diciembre es un mes de alta estacionalidad en la demanda de dinero. Por eso, nuestro objetivo de base monetaria es 6% más elevado. Sin embargo, de la misma manera que sobrecumplimos nuestro objetivo de base monetaria en los meses previos, también lo haremos en diciembre si percibimos que el aumento en la demanda de dinero no es el que proyectábamos.

Este mismo criterio será aplicado si el tipo de cambio eventualmente se ubicara por debajo de la zona de no intervención. Expandiremos la base monetaria a través de la compra de divisas sólo a un ritmo consistente con el crecimiento de la demanda de dinero.

Sabemos que la reconstrucción de la confianza en nuestra moneda es un proceso que lleva tiempo y que no debe ser apresurado. Estamos convencidos de que estamos en el camino correcto para asegurar una menor inflación y un crecimiento estable y sostenible.

Muchas gracias.