



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

### ***Discurso de Guido Sandleris en la Fundación Libertad***

**Buenos Aires, 28 de febrero de 2019.** Muchas gracias por la invitación a este evento. Quiero aprovecharla para hablar de lo que es la misión principal del Banco Central, la lucha contra la inflación.

Más allá de factores puntuales que ayudan a explicarla, la inflación de enero, 2,9% mensual, fue muy elevada, y lo más probable es que el dato de febrero también lo sea. Pero hoy quiero hacer un análisis acerca de la inflación con una perspectiva más amplia.

Argentina tiene una inflación mucho más alta que la de casi todos los países de la región. Excluyendo a Venezuela, que atraviesa una crisis humanitaria sin precedentes, nuestro país tiene la inflación más alta en América del Sur.

La inflación es alta desde hace tiempo. Habría sido superior a 20% anual en 12 de los últimos 20 años (pongo el potencial porque durante muchos de estos años las estadísticas del INDEC habían dejado de ser confiables). Aun peor, estos años de muy alta inflación se concentran en el período más reciente, que va de 2007 a la actualidad. Además, sabemos que no se trata de un fenómeno reciente. La inflación fue menor al 10% en sólo 17 de los últimos 75 años.

¿Significa esto que tenemos que resignarnos a vivir con alta inflación? De ninguna manera. La mayoría de los países latinoamericanos que hoy tienen baja inflación atravesaron antes períodos prolongados de alta inflación. Tomemos los casos de Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay. Para cada uno de ellos, ubiquémonos en el momento en que lograron reducir la inflación a menos de 10%, y mantenerla por debajo de ese nivel. Estos países habían sufrido en promedio inflaciones de más de 20% en 14 de los 20 años previos.

Soy consciente del sufrimiento que la inflación le causa a nuestros ciudadanos, especialmente a los más vulnerables, y es por ello que bajar la inflación es el objetivo principal de este Banco Central. No debemos desanimarnos por los resultados de las últimas décadas. Vamos a lograr bajar la inflación y lo haremos sobre bases sólidas.

¿A qué me refiero con bajar la inflación sobre bases sólidas? Hay ocasiones en las que se intentó bajar la inflación atrasando el tipo de cambio. Este camino se usó, por ejemplo, durante el Plan Austral, el Plan de Convertibilidad, el cepo cambiario vigente hasta 2015 y, en alguna medida, también en los primeros años del gobierno actual.



Todos sabemos que hay un vínculo entre tipo de cambio y precios, y esta estrategia puede ser efectiva en el corto plazo. Tanto los productos importados como los que se exportan se vuelven más baratos, se contienen las expectativas de inflación y los resultados aparecen. El problema es que, mientras tanto, se genera un desequilibrio del sector externo, que se sostiene mientras el resto del mundo está dispuesto a financiarnos, pero que termina en una depreciación y una suba de la inflación una vez que este financiamiento se corta. Me quedo corto si digo que cuando ello ocurre volvemos al punto de partida, porque el salto cambiario le produce un daño a los que tenían moneda doméstica en ese momento que hace más difícil convencerlos de quedarse en moneda doméstica en el futuro.

Otro camino de estabilización, o de contención de la inflación, sin bases sólidas usado en nuestro país es el de retrasar los precios de los bienes y servicios regulados, como los combustibles, la electricidad, el gas o el transporte. Los períodos de mayor atraso del precio de la electricidad residencial, según un trabajo de Fernando Navajas, fueron de 1945 a 1952 cuando en términos reales el precio de la electricidad se atrasó 51%, de 1973 a 1975 el atraso fue de 43%, de 1981 a 1984, 49% y el récord se lo lleva el período 2001 a 2015 con 73%. El ciclo es muy parecido al del tipo de cambio. Se abaratan artificialmente algunos precios, se reducen costos y expectativas de inflación, y se contiene la inflación en el corto plazo. Pero mientras tanto, primero se crea y después se va agrandando un desequilibrio insostenible. Por el lado de la demanda, se estimula un uso de estos bienes y servicios que no se condice con su verdadero costo para la sociedad. Y por el lado de la oferta, suceden dos cosas, se desincentiva la inversión y cae la oferta y la calidad del servicio. No tengo que recordarles el costo fiscal insostenible de estas políticas. Cuando el financiamiento se acaba genera, como en el caso del tipo de cambio, una recomposición del precio atrasado, un salto de la inflación y un nuevo episodio inflacionario que debilita nuevamente la confianza en la moneda doméstica.

En el gobierno anterior se usaron las dos estrategias cortoplacistas a la vez, atraso cambiario y tarifario. Sin embargo, con el nivel de financiamiento monetario al Tesoro que había, las presiones inflacionarias eran crecientes. Esta combinación de políticas contuvo transitoriamente a la inflación en 25% en 2015, pero dejó activadas las bases de una aceleración inflacionaria.

Una característica común de la mayoría de los intentos de control de la inflación en nuestro país es que no lograron resolver el problema fiscal y tuvieron que convivir con déficits fiscales elevados. La existencia de déficit fiscal hizo que eventualmente se recurra al Banco Central para financiar el desequilibrio. La emisión monetaria consecuente genera inflación más temprano o más tarde.

En los últimos tres años, hemos avanzado tanto en la corrección de los atajos de corto plazo que se habían usado para contener la inflación como en la reducción del déficit



fiscal. No digo que se haya hecho a la velocidad adecuada ni con la mejor coordinación posible. De hecho, no creo que haya sido así. Pero estoy convencido que logramos construir bases sólidas para empezar a bajar la inflación de manera sostenida.

El tipo de cambio real hoy se encuentra 59% por encima del nivel que tenía antes de la salida del cepo. El déficit de cuenta corriente del cuarto trimestre (desestacionalizado y anualizado) fue de 1,2% del PIB, 3,8 puntos más bajo que en 2017.

El atraso tarifario, que como dijimos, fue un instrumento muy utilizado hasta 2015, está ya corregido en su mayor parte. Ya se ha hecho la mayor parte del esfuerzo que implica sincerar las tarifas.

Lógicamente, si atrasar el tipo de cambio y las tarifas tiene efectos de corto plazo en contener a la inflación, sincerar estos precios genera alzas transitorias de la misma. Pero estas correcciones son necesarias para bajar la inflación de forma permanente.

En el aspecto fiscal, el déficit primario se redujo de cerca de 5% en 2015 a 2,4% del PIB en 2018. Y no habrá déficit primario en 2019.

En resumen, hemos corregido casi en su totalidad los tres desequilibrios macroeconómicos que arrastraba la economía: el atraso cambiario, el tarifario y el déficit fiscal. Esto nos ubica, como les decía, ante la posibilidad de bajar la inflación de manera sostenida.

Quiero ser sincero, no hemos llegado hasta acá de la forma planeada. El camino fue más arduo de lo que imaginábamos. La reversión del financiamiento externo en 2018 junto con los errores mencionados nos llevó a una contracción de la economía y una situación de inestabilidad nominal el año pasado. La inflación y las expectativas de inflación aumentaron fuertemente.

Por eso, a fines de septiembre lanzamos un esquema de metas estrictas de base monetaria. El banco central había perdido credibilidad, y decidimos que la forma de comenzar a recuperarla era ofrecer al público mes a mes metas fácilmente verificables. Cumplimos o sobrecumplimos estas metas en los primeros cuatro meses del esquema. Y lo haremos también en febrero.

La volatilidad financiera bajó con este esquema monetario, y así, aún cuando siguen siendo altas, han bajado la inflación y la tasa de interés. Sin embargo, estos procesos no son lineales.

El esquema monetario es estricto, y además lo estamos implementando con mucha cautela. Esto es lo necesario para que baje la inflación. Sabemos que los datos de enero



en este sentido no fueron buenos y todavía quedan algunos meses con correcciones tarifarias importantes.

Es por ello que resulta clave mantener la disciplina monetaria. Los desequilibrios que han impedido bajar la inflación de manera sostenida en el pasado están resueltos o próximos a resolverse. Ya estamos implementando una política monetaria tendiente a reducir la inflación. Ahora debemos ser perseverantes, sabiendo que los resultados no son inmediatos, pero sin dudas llegan. Lo demuestran los casos de países cercanos al nuestro que ya se han acostumbrado a vivir con inflaciones de un dígito. No hay ninguna razón por la que no podamos lograrlo.