



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Buenos Aires, 20 de setembro de 2016.

Pronunciamento do Presidente Ilan Goldfajn na seção “Monetary Policy Challenges in the Americas”, do Seminário “Jornadas Monetarias y Bancarias 2016”

Buenas tardes. Es un placer hablar acá en Buenos Aires a un público tan distinguido. Agradezco a Federico por la invitación a esta notable conferencia que me da la oportunidad de compartir con ustedes mi punto de vista acerca de los desafíos que enfrentamos.

Antes quiero felicitar al BCRA por este esfuerzo importante de desinflación que ya muestra sus resultados positivos.

Me gustaría empezar mi intervención hablando de un desafío que ha sido ampliamente debatido últimamente en el mundo: los fallos recientes para alcanzar la meta de inflación por parte de las economías avanzadas y también de algunas economías emergentes. A pesar de que este fenómeno puede ser nuevo para las economías avanzadas (AEs), la situación es familiar para los formuladores de políticas de economías de mercado emergentes (EMEs). La diferencia es la posición relativa de la inflación y la meta: mientras que algunas economías emergentes importantes están luchando para reducir la inflación hacia la meta, las principales economías avanzadas se esfuerzan por aumentarla hacia la meta.

Por lo tanto, parece que los bancos centrales de las economías avanzadas han entrado, incluso sin darse cuenta, en el mundo de los formuladores de políticas emergentes. Este mundo está marcado por choques más intensos que lo esperado de vez en cuando.

Estos choques no son conjeturas teóricas, sino más bien comunes, a algunas economías emergentes, que enfrentan fuertes devaluaciones cambiarias, que afectan mucho los precios internos, incluso cuando el coeficiente de traspaso (*pass-through*) es bajo, o cuando hay dudas sobre la dinámica presupuestaria o sobre la fuerza de las instituciones fiscales, dudas que al fin y al cabo ejercen presión sobre la inflación.

Los grandes choques y las desviaciones de la meta de inflación ponen la credibilidad de las acciones de los bancos centrales bajo escrutinio.

¿Entonces lo qué hay que hacer?

Los mercados emergentes han reflexionado en el pasado sobre una serie de opciones.

En primer lugar, siempre hay quienes sugieren que si las metas parecen difíciles de alcanzar, se debe ser aún más audaz, establecer objetivos más desafiantes. Siempre hay buenos argumentos para apoyar estas sugerencias, la mayoría de los argumentos de estado estacionario.

Permítanme mencionar dos argumentos de este tipo. El primer prescribe metas de inflación más altas para las economías avanzadas. Se afirma que la inflación a ser perseguida deberá ser mayor con el fin de mantener la tasa de política

monetaria lejos del *zero lower bound* (ZLB). Dada la tasa de interés natural más baja, los choques de demanda negativos llevarían la tasa de política monetaria cerca del *zero lower bound* (ZLB) si la meta de inflación fuera baja. El segundo argumento prescribe meta de inflación más baja para los países que tienen metas de inflación altas. Se afirma, correctamente, que las altas tasas de inflación inducen la inercia y la indexación en los mecanismos de fijación de precios.

Reconozco la importancia de estos tipos de argumentos, pero el “*timing*” es esencial. Tal vez este no sea el momento para debatir las consideraciones de estado estacionario, puesto que las economías que están lejos de la meta están también muy lejos del estado estacionario. El riesgo que en este momento, estas sugerencias suenan al público como algo ajeno a su realidad.

Por lo tanto, permítanme hablar sobre estrategias de política monetaria para hacer frente a la inflación cuando no estamos en estado estacionario.

Metas muy audaces no son eficientes si nadie cree que los bancos centrales pueden alcanzarlas. Imagine una meta que no sea alcanzable en el corto plazo o, en otras palabras, que sea demasiado costoso para alcanzarla rápidamente. Una meta ambiciosa que se considera como no alcanzable erosionará la credibilidad que el banco central aún posee y, en consecuencia, hará la desinflación aún más costosa.

La idea de que las metas excesivamente audaces podrán ayudar a la convergencia de la inflación tiende a funcionar solamente si ellas son vistas como realistas. Pero, recuerde, los Bancos Centrales todavía están lejos de su meta original. Esta situación me recuerda un viejo proverbio chino que lo parafrasearé así: *a menudo es mejor tomar pequeños pasos en la dirección correcta que arriesgarse a un gran salto hacia delante sólo para tropezar hacia atrás.*

Como muchos de ustedes, yo mismo muchas veces, cuando nos ponemos a una dieta, sabemos que la respuesta a un comienzo muy difícil no está en establecerse objetivos de pérdida de peso aún más ambiciosos, sino a menudo lo contrario, por medio del establecimiento de objetivos realistas y por ser capaz de alcanzarlos, aunque lo sea a través de pequeños pasos.

Esto me lleva a la segunda cuestión. ¿Cuándo es provechoso fijarse una meta menos ambiciosa? Me puedo imaginar un caso de metas intermedias, siendo claramente comunicada por los bancos centrales, a camino de la ruta original. Si la meta inicial, por ejemplo de 2%, no es totalmente creíble en los próximos 12 meses, pero lo es para un horizonte más largo, ¿por qué no anunciar que el camino al 2% pasa a través de un 1% en una fecha previa?

Los logros de objetivos intermedios pueden ayudar a mantener la credibilidad a pesar de fallos en alcanzarse la meta. Es mucho más importante para la

credibilidad poder alcanzarse los objetivos fijados que cambiarlos hacia arriba o abajo. Los regímenes de metas de inflación abarcan suficiente flexibilidad para definir los horizontes adecuados en los que la inflación converja a las metas de manera creíble. Por otra parte, los objetivos intermedios pueden ayudar a restaurar la orientación eficaz a los agentes económicos.

Por supuesto, hay casos que estado estacionario y argumentos de transición interactúan si existe la creencia de que las metas actuales no son adecuadas y por lo tanto muy difíciles de lograrlas incluso en horizontes más largos.

Sin embargo, creo que es demasiado pronto para saltar a esta conclusión basándose en la dinámica actual. No hace mucho tiempo, en las economías avanzadas argumentamos que llegamos a una "gran moderación" después de unos años buenos. No hay que saltar a la conclusión opuesta, basándose solamente en pocos años difíciles.

Pero no siempre es necesario tener metas intermediarias, depende de los costos y beneficios. En Brasil, nuestra evaluación es que el alcance de la meta en el próximo año es un objetivo ambicioso pero realista. Ha sido un largo camino desde que la inflación comenzó a declinar. La inflación se redujo de casi 11% a finales de 2015 y ahora se espera que termine el 2016 a 7,3%. Las expectativas de inflación están ahora por fin ancladas en la meta de 4,5%, para 2018, 2019 y 2020, y por encima de la meta para 2017, con expectativa de 5,1%.

Está siendo una desinflación relevante. En el pasado ajustes y reformas fueron importantes para la desinflación y continúan siendo importantes hoy en día.

Estamos seguros de que la inflación en Brasil convergirá hacia la meta en todos los horizontes relevantes, en particular para 4,5% en 2017.

Ahora voy a dejar breves comentarios sobre los desafíos globales que todos tenemos que enfrentar con el fin de soportar los tiempos difíciles por venir.

La economía mundial está experimentando una transición a un nuevo estado de equilibrio. La coyuntura actual se ha caracterizado por la abundancia de liquidez y la lenta recuperación del crecimiento entre las principales economías. Desde la perspectiva de las economías de mercado emergentes (EMEs), es un "período benigno".

¿Por qué "benigno"?

Benigno porque la abundante liquidez mundial ha permitido *funding* más barato, lo que favorece en especial la financiación de economías de mercado emergentes (EME), tradicionalmente importadoras de ahorro exterior.

¿Y por qué es un "período"?

No es probable que este ambiente dure mucho tiempo. Con el tiempo las economías avanzadas recuperarán su camino de crecimiento. Este movimiento inevitablemente provocará un proceso de normalización de las condiciones monetarias en las economías avanzadas, particularmente en EUA.

Las economías emergentes deben sacar ventaja de esta ventana de oportunidad para reformar y ajustar sus economías. Es hora de comportarse como hormigas como en la fábula de Esopo.

La normalización de las condiciones monetarias en las economías avanzadas debe terminar con el periodo del "*flight from zero interest rates*".

Sin embargo, la normalización de la condición monetaria global no debe ser interpretada como malas noticias. Después de todo, el mundo está se recuperando. No obstante, no hay que ignorar la posibilidad de alguna volatilidad por delante.

En Brasil, veo como imperativas las acciones destinadas a reconstruir el balance del sector público, recomponiendo el espacio fiscal a través de la reducción y racionalización de los gastos para poner la dinámica de la deuda en orden.

Por último, pero no menos importante, considero que necesitamos avanzar en la amplia agenda de reformas estructurales destinadas a fomentar la productividad en nuestros países e impulsar el crecimiento económico a largo plazo.

¡Gracias!