

Disertación del Presidente del Banco Central de la República Argentina, Dr. Federico Sturzenegger durante la II Media Jornada de Administración Pública en la Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

La gestión de la política monetaria

Muchas gracias por la invitación para compartir algunos minutos con ustedes, para comentar sobre los progresos y desafíos que tenemos desde el Banco Central de la República Argentina (BCRA).

Si volviéramos por un instante a nuestro discurso de inauguración, verían que planteamos tres ejes estratégicos para nuestra gestión. El primero tiene que ver con la conducción de la política monetaria, el segundo sobre el desarrollo del sector financiero y el tercero sobre el objetivo de bancarización e inclusión financiera.

Me gustaría en esta charla rendirles cuentas sobre lo que hemos hecho en cada una de estas áreas. Es importante que los funcionarios podamos explicar y rendir cuentas a la sociedad de nuestras acciones.

Quizás lo que corresponde a política monetaria es lo que ha concentrado la mayor parte de nuestro trabajo. Es allí donde teníamos los desafíos más urgentes. Heredamos una situación con un alto ritmo de emisión monetaria, sumada a la bomba de los futuros, y una historia de elevados pass through. En otras palabras, una cierta dificultad para que los movimientos en el tipo de cambio no se trasladen luego a precios.

Teníamos por otro lado una certeza de hacia dónde debía ir Argentina: a un régimen cambiario con un Banco Central focalizado obsesivamente en preservar la estabilidad de precios, implementando un régimen formal de metas de inflación, en conjunto con un tipo de cambio flotante.

Esto es esencial, porque siempre que Argentina implementó regímenes de tipo de cambio fijo terminó con una importante crisis macroeconómica. Por el contrario, casi todos los países con economías similares a la Argentina, relativamente pequeños y que necesariamente se integran fuertemente al mundo, han logrado esquemas macroeconómicos muy estables permitiendo que la paridad con las monedas externas se ajusten, al tiempo que mantienen gran estabilidad en el valor de la moneda propia.

Déjenme decirles que siempre es tentador tratar de estabilizar el tipo de cambio. Alinea las expectativas y baja rápidamente la tasa de interés. Pero créanme, 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 ajuste frente a los

distintos shocks que recibe, con lo que esos ajustes, al final del día, se producen de una manera más disruptiva y costosa. Ustedes conocen todas estas historias: '75, '82, '89 y 2001. Hoy elegimos el camino más difícil, el de estabilizar la economía sin operar sobre el tipo de cambio. Pero crean que el esfuerzo vale la pena, porque emergeremos de este desafío con una economía que ostentará una capacidad mucho mayor para acomodarse a shocks y malas noticias, sin las recesiones o crisis que caracterizaron su historia en el pasado.

Asimismo, tal como afirman Tornell y Velasco (1995)¹, contrariamente a lo que a menudo se sostiene, un régimen de tipo de cambio flexible estaría en mejores condiciones de inducir un comportamiento más prudente de la política económica –fiscal y monetaria-. Los autores concluyen que este tipo de régimen cambiario permite que los efectos perjudiciales de políticas económicas erróneas o irresponsables se manifiesten inmediatamente a través de movimientos en la paridad cambiaria, lo cual brinda incentivos hacia una mayor disciplina fiscal y monetaria por parte de las autoridades, e induce más rápidas y mejores reacciones frente a shocks de diversa índole.

Con esta visión, la de construir un esquema de política económica más sana, nos abocamos desde el día uno. Primero tuvimos una etapa más obvia, donde el objetivo fue eliminar los excesos monetarios del gobierno anterior. Esta etapa, que duró hasta fines de febrero, llevó la tasa de emisión desde valores cercanos al 50% interanual a valores en el rango de entre 25 y 30%. Hoy, aprovecho para aclarar, la cantidad de dinero sólo crece pocos puntos porcentuales por encima del 20% respecto del año anterior.

En marzo, sin embargo, migramos a otro esquema de política monetaria. El que es más común en la enorme mayoría de los países que experimentan una notoria estabilidad de precios, desde EE.UU. e Inglaterra, hasta Chile y Colombia, y que consiste en utilizar la tasa de interés como referencia para el manejo de la política monetaria.

La tasa de interés marca cuán dura es la política monetaria. Si la inflación no cede, o está por encima del objetivo, se decide poner la tasa de interés más alta. Esto contrae la cantidad de dinero en la economía, lo cual desacelera los precios y modera las expectativas de inflación. Cuando la tasa de inflación desciende o se ubica por debajo de los objetivos, el Banco Central reduce la tasa de interés de referencia.

Así, la política monetaria tiene un indicador claro, clarísimo, de lo que buscan las autoridades monetarias. Este indicador todos lo entienden, todos lo ven. De esa manera ese indicador lo usan, ustedes por ejemplo, para realizar sus propias proyecciones, y eventualmente asesorar a sus clientes, sobre la marcha futura de

¹ Tornell, A. y Velasco, A.: "Fixed versus flexible exchange rates: Which provides more fiscal discipline?", NBER Working Paper 5108, 1995.

los precios. De esta manera vamos todos convergiendo a los niveles de inflación buscados.

En las últimas semanas se ha hecho gran progreso en este sentido. Mucha de la discusión pública tiene que ver con la política contractiva que en lo monetario está aplicando el Banco Central. Los resultados de esta política quizás es difícil verlos. La economía se encuentra en el medio de un reacomodamiento de precios relativos, y tiene que sobrellevar los efectos de la fuerte emisión del año pasado. Pero ya tenemos señales que los resultados están produciéndose. Sacando la evolución de los precios regulados, el resto de los bienes ha mostrado una visible desaceleración de su marcha en abril. El Banco Central está ponderando cuán sostenido, definitivo y claro es este patrón, previo a decidir un acomodamiento de su política monetaria.

El Indec el 15 de junio recién va a dar por primera vez el índice de precios nuevo, así que por el momento hemos tenido que ir trabajando con los distintos índices creíbles que están disponibles en la Argentina. Uno de los más importantes es el índice de la Ciudad de Buenos Aires, porque el propio Mauricio Macri cuando era Jefe de Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires le pidió a su instituto de estadísticas, ante la ausencia de un índice oficial creíble, que construyera uno confiable, así que esa es una referencia muy importante hoy de inflación en Argentina. Y hay otra provincia que tuvo siempre un Gobierno muy independiente que es la provincia de San Luis, que también produce otro índice creíble.

Ahora bien, muchas de las correcciones tarifarias que se han dado en los últimos meses, son más específicas de la Ciudad de Buenos Aires, ya que gran parte de los subsidios estaban concentrados en la Ciudad de Buenos Aires.

A veces lo ilustro pensando en una familia en la provincia de San Juan, que pagaba más por el agua en la Ciudad de Buenos Aires que por su propia agua, porque si uno tomaba el déficit de la empresa de AYSA, la empresa que provee agua en el área metropolitana, y lo dividía por el número de familias del país, se podía computar cuánto pagaba cada familia para financiar ese déficit. Y ese número terminaba siendo más alto que lo que pagaba por el agua propia en San Juan. El resultado es que cuando se aumentan esas tarifas, que justamente lo que va a permitir es, ya sea sostener una menor emisión, es decir menor inflación, o permitirá bajar otros impuestos los cuales seguramente favorecerán al interior del país, de alguna manera rebalancea los precios relativos incrementando los de la Capital federal y el GBA, áreas que estuvieron subsidiadas en los últimos 10 años, y permitiendo que se reduzcan en el resto del país.

Por eso, el índice de precios de la Ciudad de Buenos Aires puntualmente va a dar más alto mientras se da este reacomodamiento de los precios relativos. Simplemente para que se tenga presente, entonces el índice de San Luis resulta

una medida mucho más interesante y representativa de la inflación que está viviendo el conjunto del país. Y San Luis muestra una inflación que no sólo en marzo ha sido menor, sino que la ha sido, por el motivo que explicaba, menor durante el primer trimestre, y también lo será en abril.

Un pie de página sobre el cepo. Como ustedes saben, el 17 de diciembre el BCRA decidió levantar el cepo cambiario. Quería comentarles, en su rol de profesionales de ciencias económicas, que en los meses siguientes, fuimos a su vez, desarticulando regulaciones y restricciones adicionales. Por ejemplo, el 4 de febrero el directorio del BCRA decidió decretar la defunción de los llamados “argendólares”, como se conocían a los dólares depositados en el sistema financiero, permitiendo su plena transferibilidad a plazas del exterior (y viceversa). Finalmente, el 21 de abril el directorio del BCRA decidió eliminar el cronograma de importaciones previas al 17 de diciembre del 2015, que todavía tenían acceso restringido al mercado de cambios. En las próximas semanas, esperamos profundizar lo muy poco que queda de las restricciones cambiarias remanentes, buscando un mercado cambiario verdaderamente libre, ágil y transparente.

Paso ahora al segundo eje estratégico de nuestra gestión, el del desarrollo del sector financiero. Ustedes saben que en Argentina no contamos con un sistema financiero profundo. Con un ratio de depósitos privados a PBI de 17%, no podemos decir que tenemos un sector financiero desarrollado. Miren por ejemplo los depósitos privados a PBI en: Brasil: 56%, en Chile 49%, en Inglaterra 134%, en Japón 227%.

En Argentina existe un sistema que es más bien transaccional, la mayoría de la gente que deposita dinero en los bancos lo hace porque éstos le ofrecen servicios transaccionales, pero no porque quieran intermediar allí sus ahorros (la mitad de los depósitos en pesos del sector privado son a la vista, mientras que más del 80% del saldo total de depósitos -vista y plazo- tiene un plazo residual menor al mes). Esta es una situación que debemos modificar urgentemente. Dinero no intermediado por el sector financiero, es dinero intermediado mal, probablemente con una bajísima tasa de retorno. Por ejemplo un dólar en una lata, tiene una tasa de retorno real para la sociedad de “menos la inflación de EEUU”. Es decir perdemos plata. Un dólar intermediado por el Banco Santander, por mencionar una iniciativa que vi en los diarios este fin de semana, tiene un retorno superior al 6%. En otras palabras, para la Argentina, pasar de tener los dólares bajo el colchón, a tenerlos intermediados por el sector financiero implicaría una ganancia de aproximadamente 6% en valores reales. Yo creo que el país no puede darse el lujo de perder todo ese dinero.

Doy otro ejemplo, hoy un ahorro en pesos, invertido en una propiedad puede dar un retorno de entre 2 y 4% real en pesos. Pero el mismo importe invertido en préstamos UVI en el Banco Macro, da un retorno que lo duplica en términos reales.

Creo queda claro, clarísimo, que Argentina es víctima de un altísimo costo por no haber alentado el ahorro y desarrollado su sistema financiero. Un sistema financiero de mayor escala permitiría extender significativamente -y en condiciones de plazo y tasas de interés muchísimo más ventajosas-, los recursos financieros disponibles para las decisiones de producción de las empresas y de consumo de las familias. En términos de montos, imaginemos por un momento que, habiendo mantenido un contexto que estimulara el ahorro, pudiéramos pasar a tener un sistema financiero que proveyera crédito en la misma magnitud en relación a la economía tal como se observa actualmente para el promedio de Brasil, Chile y Colombia (59% del PIB): hoy estaríamos hablando de un saldo total de crédito del sistema financiero que podría representar 4 veces el actual (sólo 13,3%); en términos del crédito a las empresas, podría llegar a ser 5 veces el corriente (Argentina posee sólo 7,5%, frente al promedio de los países latinoamericanos mencionados de aproximadamente 40%).

Planteando números concretos, si el saldo de créditos en Argentina alcanzase el promedio de los países latinoamericanos mencionados, esto implicaría un aumento de más de 46 puntos porcentuales del PBI (en pesos, casi 3 billones - 3×10^{12} -) en recursos destinados al financiamiento de nuevas inversiones y/o un mayor consumo por parte de los hogares, facilitando el fondeo de nuevos proyectos y emprendimientos productivos.

Permítanme un comentario adicional. El sector financiero, vilipendiado y estigmatizado como ha sido en el pasado, es el reservorio fundamental de la igualdad de oportunidades. Un sector financiero chico, implica que sólo pueden embarcarse en proyectos ambiciosos quienes ya tienen dinero. Un sector financiero de estas características perpetúa la exclusión, la inequidad de la distribución del ingreso y hace de la igualdad de oportunidades una utopía inalcanzable. Por el contrario, un sector financiero amplio, con más y mejor disponibilidad de crédito, permite que todos los ciudadanos puedan acceder al capital, incrementando sus posibilidades y haciendo de la igualdad de oportunidades una realidad. El desarrollo del sistema financiero no es tan sólo un imperativo económico, es también un imperativo moral.

¿De quién es culpa que los Argentinos hayamos dejado de lado estas grandes oportunidades? Obviamente de un gobierno que no supo proveer una moneda estable para el ahorro de los argentinos. Esto ha implicado que los argentinos hayan migrado hacia los activos reales para su ahorro, de menor rentabilidad, o hacia el dólar, que no sólo tiene el mismo problema, sino que tiene un valor que ha fluctuado de manera extraordinaria respecto a la canasta de consumo de los argentinos. El dólar ha sido históricamente una inversión extraordinariamente mala o buena. Pero siempre ha denotado una impresionante volatilidad en poder adquisitivo.

Por ello un descenso sostenido de la inflación es el mecanismo más idóneo para el desarrollo del sector financiero. Volvemos entonces a la baja de la inflación como mecanismo para el desarrollo nacional con inclusión social. En las últimas semanas el BCRA ha lanzado una iniciativa para la implementación de una nueva modalidad de ahorro y de préstamos, con el potencial de cambiar radicalmente el acceso a la vivienda para las familias argentinas, cuya novedad consiste en que estarán denominados en Unidades de Vivienda (UVIs), y su valor se actualizará diariamente por el CER.

Esta iniciativa presenta significativos beneficios para el ahorrista, dado que se trata de un instrumento de ahorro en pesos protegido de la inflación, similar al ahorro “en ladrillos” pero accesible a todas las familias independientemente de su poder adquisitivo, y que permitirá consolidar a nuestra moneda como reserva de valor a largo plazo.

Por el lado de los préstamos, el desarrollo del mercado de crédito en UVIs tiene el potencial de reducir las barreras para el acceso a todos los créditos incluyendo los hipotecarios, estos últimos hoy acotados a aproximadamente una centésima del PIB. Al estar denominados en UVIs, la tasa de interés de estos créditos pasa a ser una tasa real, que estimamos oscilará en torno a 5% anual. Así, las cuotas de un crédito hipotecario bajo esta nueva modalidad son asimilables a un alquiler tradicional, el cual típicamente se ubica en aproximadamente un porcentaje fijo del valor de la propiedad y se va adecuando con el nivel de precios de la economía.

Es decir, una de las mayores ventajas de este instrumento radica en que hace posible cuotas sensiblemente más accesibles que las de un crédito tradicional, especialmente al principio.

Es importante hoy transmitirles esto. Un crédito hipotecario habitual con tasas, digamos, del 24% (y estoy siendo generoso) implica que el primer año una persona tiene que pagar el 24% de su casa. ¿Se imaginan qué sueldo tiene que tener esa persona para poder sostener tamaña cuota? El resultado es que no hay crédito hipotecario. Es claro, la cuota luego se licúa con la inflación, pero es precisamente por eso que tiene que ser tan alta! Es como una carrera de vallas donde la primera valla es altísima. Nadie la puede pasar.

El préstamo en UVIs empareja las vallas, todas tienen la misma altura, lo cual permite que la primera no sea 24% sino 5%. Ahora muchos más pueden correr la carrera. Es así que este tipo de créditos, al reducir el valor de la cuota inicial, tiene la potencialidad de expandir en gran medida el acceso al crédito hipotecario.

El préstamo en UVIs no es una trasnochada ni un invento académico. Abreva en la experiencia de países vecinos como Chile y Uruguay donde hoy resulta más barato comprar que alquilar. Es simplemente replicar la existencia de una

moneda estable y volver a tener crédito de largo y mediano plazo a tasas razonables.

Llegado este punto, considero interesante citar el artículo de Martín Tetaz en el Cronista del viernes pasado, donde afirma entre otras cosas que

“(...) el Gobierno acaba de lanzar la mejor propuesta de depósitos y créditos en 70 años y la novedad encuentra un público escéptico (...) Si la idea analizada en abstracto no seduce, no es por un problema de diseño sino de comunicación (...) En la Argentina, la vivienda es el principal activo de la mayoría de las familias, pero la cobertura del crédito hipotecario es casi nula, representando 1,5% del PBI. El segundo principal activo de los hogares es el auto. Paradójicamente aquí hay que pagar las viviendas al contado, pero la adquisición de autos se puede financiar, como lo hacen la mayoría de los planes de ahorro. Es más; el stock de créditos prendarios es 54% más grande que el de hipotecarios. En la mayoría de los planes de ahorro la cuota se ajusta con el aumento del auto y sin embargo hay una espectacular demanda por esa línea de créditos, lo cual prueba que la gente no le tiene miedo al ajuste por inflación, sino que hay un problema de comunicación. (...) los que exageran la preocupación por la actualización de las cuotas de los créditos UVI pierden de vista la real alternativa del potencial cliente. La mayoría de los que podrían demandarlo son familias que alquilan y que pagan una renta al propietario que también se ajusta por inflación. Por eso no es correcta la preocupación de que la cuota del crédito aumente 30%, porque la alternativa es seguir pagando un alquiler que sube más o menos lo mismo.”

Aunque habíamos sugerido esta iniciativa en el arranque de nuestra gestión y el año pasado como diputado de la Nación había presentado un proyecto en este sentido, este año nuestro trabajo con las UVIs fue enriquecido por el Senador Cobos, que aporta una visión aun más estratégica al asunto. La importancia de la UVI no es sólo promover el crédito hipotecario, sino que permite la existencia de un instrumento de ahorro donde el valor de nuestros ahorros esté preservado en términos reales.

A partir de su proyecto de ley esperamos consolidar lo hecho desde el Banco Central, apuntando a promover una fuerte cultura del ahorro entre nuestra población, y particularmente entre nuestros niños. Espero que luego de este encuentro, ustedes se animen a abrirles a sus hijos una cuenta en UVIs, donde ellos, quizás con la ayuda de ustedes, vuelvan a encontrar la posibilidad de un ahorro con visión de largo plazo. Eso es igualdad de oportunidades.

Finalmente, unas breves palabras sobre bancarización. Allí tenemos ideas muy interesantes, y hoy estamos recibiendo el asesoramiento personal del presidente del Banco Central de Suecia, país donde hoy sólo el 6% de las transacciones se realiza en efectivo. Nuestra agenda en este sentido es ambiciosa y será de implementación gradual, pero ya ha comenzado. Hace unas semanas el BCRA ha impulsado la bancarización plena, haciendo que todas las cajas de ahorro

sean gratuitas. Esta iniciativa, que ya había impulsado como presidente del Banco Ciudad, ahora se extiende a todo el sector financiero. Toda persona en Argentina puede abrir una caja de ahorro, gratis, y operar de manera gratuita en ese banco. Puede abrir todas las cajas de ahorro que quiera y espero que decidan hacerlo en muchos bancos. Al tiempo, hicimos que todas las transferencias bancarias sean gratuitas, con lo cual si tienen cuentas en muchos bancos, podrán transferir el dinero de manera gratuita también. Podrán así responder de manera mucho más ágil a movimientos en las tasas de interés pasivas y activas, y a cambios en la calidad de los servicios ofrecidos.

A todo esto se añaden las iniciativas que estamos llevando a cabo en materia de transparencia. El día que liberamos las tasas de interés, obligamos a los bancos a publicar los CFT de manera visible y grande. Cuando liberamos las comisiones obligamos a los bancos a que cuando fueran a cambiar las comisiones, muestren cuánto cobran otras entidades.

Más bancarización y más transparencia serán los pilares para un sector financiero cada vez más competitivo, y que esté cada día más al servicio del usuario de servicios financieros.

Queda mucho por hacer. Nuestra tarea no habrá concluido hasta que la inflación no haya definitivamente sucumbido en Argentina, pero estoy convencido que vamos por el buen camino.

Gracias.