

***Disertación del presidente del Banco Central de la República Argentina, Dr. Federico Sturzenegger, en el marco del lanzamiento del informe del BID “Ahorrar para desarrollarse: Cómo América Latina y el Caribe pueden ahorrar más y mejor”***

Buenas tardes a todos. Es un placer para el Banco Central de la República Argentina (BCRA) ser anfitrión en la presentación de este nuevo libro del Banco Interamericano de Desarrollo, una institución que ha mostrado a lo largo de su historia un claro compromiso con la discusión e implementación de políticas públicas para potenciar el desarrollo de las economías de América Latina y el Caribe. En este sentido, me parece una ocasión adecuada para discutir tópicos relacionados con el ahorro, el estado y perspectivas de nuestro sistema financiero y el rol que como Banco Central nos compete en estos temas.

Nuestro accionar está orientado exclusivamente por lo que nos manda la Carta Orgánica de nuestra institución. Fue así como desde el primer día nos comprometimos a lograr que Argentina viva con una tasa de inflación baja y estable. De esta forma, el BCRA también estaría contribuyendo de la manera más eficaz a los otros objetivos que le plantea su Carta Orgánica: el desarrollo de su sector financiero y el crecimiento con equidad social.

En intervenciones anteriores me he dedicado a puntualizar y discutir las principales medidas de política monetaria que hemos venido aplicando. Hoy, si me lo permiten, quisiera dejar de lado momentáneamente la discusión coyuntural para discutir el rol que le hemos asignado al ahorro en nuestros esquemas de política macroeconómica y, a partir de allí, presentar algunos lineamientos que, como Banco Central, creemos indispensables a fin de recrear el ahorro en Argentina -esa cultura que nunca debimos haber perdido.

**El informe anual del BID trata del ahorro en Latinoamérica, y abarca múltiples dimensiones**, incluyendo el análisis del ahorro público y privado, su articulación con la inversión, la demografía, los sistemas jubilatorios, y por supuesto, del rol de la política pública para fomentar el ahorro. En este contexto la situación de Argentina es bastante particular: un ahorro nacional que no es reducido pero, que, básicamente, no es intermediado por el sistema financiero. Quiero referirme particularmente a la segunda de estas características en lo que toca a nuestro Banco Central; después de todo, y como puede advertirse ya en los gráficos de los primeros capítulos del libro, la Argentina está en la media de Latinoamérica y el Caribe en términos de ahorro nacional bruto (gráfico 2.1 del

libro), pero bien por debajo del promedio de depósitos bancarios y de activos de mercado de capitales de la región (gráfico 3.1). Como decía entonces, **la Argentina, comparada con el resto de la región, no se destaca por su falta de ahorro, pero sí de ahorro intermediado por el sistema financiero local, en moneda local.**

Quiero subrayar una vez más un vínculo que considero crucial y que, a la luz de experiencias recientes en la Argentina, es importante recordar: **el ahorro en el sistema financiero, los depósitos, son el insumo para la creación del crédito; el desarrollo del crédito es fundamental para que la inversión pueda financiarse, y ésta lo es para el crecimiento económico.** Pero el impacto no se agota en un efecto sobre el crecimiento: un sistema financiero que canalice adecuadamente el ahorro lo hace a través del crédito hacia aquellos que más necesitan financiarse, que son precisamente quienes tienen menos recursos propios. En este sentido, el desarrollo financiero bien entendido funciona también a favor de la distribución más equitativa. **Medidas a favor del ahorro intermediado por el sistema financiero, y a favor del crédito, son de un tipo poco frecuente: las que implican ganancias tanto en eficiencia como en equidad.** Es por eso que no podemos dejar de hacer suficiente hincapié en la importancia de dar incentivos adecuados al ahorro, por una parte, y en generar las condiciones para una mejor asignación de ese ahorro hacia el crédito productivo y a largo plazo.

De la cadena que mencionaba recién, quiero enfocar un primer componente: **la decisión del público de ahorrar en moneda extranjera o moneda local, y dentro o fuera del sistema financiero.** Ambas están muy unidas en el caso de la Argentina, donde la tendencia ha sido a ahorrar en moneda extranjera y fuera del sistema financiero nacional. Hay quien dice que esta es una característica cultural de la Argentina; pienso, sin embargo, que **esto es más la consecuencia de una historia de volatilidad macroeconómica en la que los rendimientos de las opciones de ahorro en el sistema financiero en moneda local fueron sistemáticamente inferiores a las de otros activos.** Tal vez esto haya generado una cultura; pero, en todo caso, es parte de una evolución a la que subyacen elementos económicos muy concretos.

Para volver a una ilustración que brindé hace poco: una persona que depositó 100 pesos en el banco en abril de 1981 conservaba solamente un 1,5 pesos en términos de bienes al cabo de 35 años, esto es, en abril de 2016: en términos reales perdió el 98,5% de su inversión. Buena parte de esa pérdida es producto de las hiperinflaciones sufridas por nuestro país en los años 80.

Podemos también comparar el ahorro en pesos con alternativas de inversión más típicas del ahorrista argentino, como son los inmuebles y el dólar billete. Quien haya invertido en inmuebles en abril de 1981 tiene hoy un 128% del poder

adquisitivo original si computamos solo la variación del precio en dólares de las propiedades y el tipo de cambio nominal, y un 598% si computamos la capitalización en el rubro inmobiliario de los alquileres que haya ido cobrando. La inversión en dólar billete, a diferencia de lo que habitualmente se piensa, ni siquiera permitió conservar el poder adquisitivo: se obtiene únicamente un 77% del valor invertido. Sin embargo, recordemos que quien lo había hecho en el sistema financiero recuperaba tan solo un 1,5%.

**Está lejos de ser una casualidad, entonces, que nuestro sistema financiero sea pequeño y puramente transaccional:** la mitad de los depósitos privados en pesos son a la vista, mientras que más del 80% del saldo total de depósitos tiene un plazo residual menor al mes. En Argentina, los depósitos privados son solamente del 17% del PIB, mientras que son un 73% en Chile y 31% en Brasil. Los bancos captan pocos recursos, y por ende generan poco crédito. Para la comparación, bastan de nuevo nuestros vecinos: mientras que en la Argentina el crédito al sector privado es de aproximadamente 14% del PIB, en Brasil es del 67% y en Chile del 79%.

**El ahorro fuera del sistema financiero argentino nos enfrenta casi a una paradoja: la economía argentina es acreedora neta respecto del resto del mundo,** no deudora, como podría pensarse a primera vista. Hacia fines de 2014, el sector privado no financiero acumulaba activos externos brutos por US\$ 225.890 millones, y netos por más de US\$ 110.000 millones según el INDEC, recientemente renacido luego de muchos años de oscurantismo estadístico.

Y lo que en los últimos años muchos analistas llamaban “salida de capitales”, era bien distinta del proceso que normalmente conocemos como tal (donde capitales de corto plazo ingresan al país y luego se retiran en episodios conocidos como “sudden stops”, también producto de otros reportes como este por parte del BID), siendo ante todo la dolarización de cartera del sector privado argentino.

Esto, como decía, es terriblemente ineficiente (y, en última instancia, inequitativo); pero su aspecto positivo es que el ahorro “está ahí”, **lo que enfrentamos no es tanto una falta de ahorro de los argentinos, sino una elección sobre en qué ahorrar y dónde hacerlo. Es necesario recrear las condiciones para que esos ahorros se vuelquen al sistema financiero local, y en moneda local.** Todo lo que estamos haciendo en materia de lucha contra la inflación tiene múltiples beneficios para la economía, pero bastaría este: una moneda estable es la condición ineludible para generar las condiciones para que el ahorro en el sistema financiero argentino sea atractivo, y para que se extiendan los plazos de los contratos financieros –en última instancia-, generando crédito de mayor plazo, para la inversión y para la vivienda y con ello mayor igualdad de oportunidades.

Déjenme darles un pequeño ejemplo sobre este potencial: se estima que el déficit habitacional de Argentina es de aproximadamente 1 millón de viviendas. A un valor

promedio de 1 millón de pesos por vivienda necesitamos 1 billón de pesos para financiamiento. Hoy el total de depósitos privados en pesos es menor a esa cifra: 900.000 millones. Sin embargo, si tomamos la totalidad de los activos externos netos de nuestros residentes, nuevamente según los datos del INDEC, los mismos nos alcanzaría para cubrir una vez y media ese déficit habitacional.

Si los argentinos, por historia, tienen tendencia a ahorrar en moneda extranjera, entonces una alternativa para el desarrollo financiero rápido sería la dolarización financiera. La Argentina probó ese camino con la Convertibilidad, y demostró dar resultados de corto plazo: el sistema financiero se hizo más profundo, apareció el crédito hipotecario en montos significativos; pero al costo de la fragilidad ante, por ejemplo, los *shocks* externos. Es que **hay un *tradeoff*, una relación inversa, entre velocidad y sostenibilidad del desarrollo financiero**. Si se quiere, hay un paralelo con el uso del tipo de cambio para estabilizar los precios: puede ser más efectivo en el corto plazo que otras herramientas, pero al costo de asociar las expectativas de inflación a la evolución del tipo cambio con efectos negativos en el mediano y largo plazo; de la misma forma, la dolarización financiera puede “comprar” rápidamente depósitos y créditos mayores y de plazos más largos y más volumen, pero dejando atada la salud del sistema financiero a fluctuaciones acotadas del tipo de cambio.

Es por eso que **el camino que proponemos transitar hoy desde el Banco Central es seguramente más largo, pero más sostenible: generar más depósitos y créditos en moneda local. Se trata de apuntar a ganancias cuantitativas (más ahorro en moneda local, más crédito) pero también cualitativas (extensión de plazos, oferta de crédito antes escaso como el hipotecario).**

**Esto si requerirá un cambio de paradigma. El sistema financiero argentino se ha acostumbrado a operar con un subsidio implícito del acreedor (el depositante) al deudor (el tomador de crédito). Lo cierto es que la persistencia de este subsidio no es compatible con un alto nivel de intermediación financiera.**

Nuestras primeras medidas al asumir a fin del año pasado estuvieron encaminadas a dotar al sistema financiero de una mayor libertad y de fomentar una mayor competencia al interior del mismo. La liberación de las tasas y de las comisiones, la exigencia a los bancos a publicar el costo financiero total de manera visible y a mostrar las comisiones de otros bancos cuando fueran a cambiar las suyas, la facilitación de los procesos de apertura de sucursales, los impulsos a la bancarización al hacer que la apertura de cajas de ahorro así como las transferencias entre ellas sean gratuitas, son claros ejemplos de nuestros esfuerzos en esta dirección.

**Adicionalmente, con el lanzamiento de los depósitos y préstamos en unidades vivienda (UVIs), el BCRA ha implementado un instrumento con el potencial de cambiar radicalmente los incentivos a ahorrar y el acceso al crédito para las familias argentinas.** Un instrumento similar fue implementado en Chile cuando ese país tenía una inflación del 25%. Así pudieron construir un sistema financiero seis veces más grande que el nuestro y con hipotecas que representan una vez y media la totalidad del sistema financiero argentino.

Por un lado, el proyecto está orientado a multiplicar el acceso a créditos hipotecarios, hoy reducidos en alrededor de una centésima del PIB. Al estar denominados en UVIs, la tasa de interés pasa a ser una tasa real, que el BCRA estima oscilará en torno al 5%. Una gran ventaja de esta modalidad es que hace posible cuotas sensiblemente más accesibles que las de un crédito tradicional, especialmente al principio. Por otro lado, este nuevo instrumento pondrá al alcance de la sociedad argentina un instrumento de ahorro protegido de la inflación que será accesible a todas las familias independientemente de su poder adquisitivo.

Hoy, luego de seis meses de gestión, podemos afirmar que el camino iniciado hacia la reconstrucción de una moneda que sirva como reserva de valor y de un sistema financiero más amplio está iniciado. Para ilustrar este punto, si analizamos las inversiones hechas en diciembre de 2015, un depósito en el sistema financiero le gana por 800 puntos básicos tanto a los inmuebles como al dólar. Incluso al comparar los rendimientos promedios de un depósito en UVIs frente al dólar observamos que los primeros no sólo han sido mayores sino que, incluso, han evidenciado una menor volatilidad. La gente no ha sido indiferente a esto sino que ha reaccionado de manera favorable. Desde el inicio de nuestra gestión, los depósitos a plazo en el sistema financiero, a las que debo sumarle la que los privados han hecho en LEBACs, han crecido un 48%.

Quizás sea un período demasiado corto para sacar conclusiones, pero estos primeros pasos muestran nuestro compromiso con devolver al ahorrista la confianza en nuestro sistema bancario. Sólo así será posible el desarrollo del mercado de crédito de largo plazo, el crecimiento sustentable de nuestra economía y, por último, una mejor calidad de vida y más igualdad de oportunidades para cada uno de los argentinos. El trabajo que se presenta hoy aquí es una adecuada motivación para estos esfuerzos; un bienvenido esfuerzo analítico para comprender, con las particularidades de nuestra región, cómo fomentar el ahorro tanto en cantidad como calidad.

Para concluir, quisiera recordarles que el pasado 10 de Abril la Asamblea del Banco Interamericano votó por unanimidad la elección de nuestro país como sede para la Asamblea Anual del organismo en 2018. Luego de 22 años, Argentina volverá a ser anfitriona en este evento. Confiamos, para ese entonces, encontrarnos con una

Argentina pujante, de baja inflación y donde el sistema financiero haya emergido como uno de los socios primordiales para el desarrollo de nuestra economía.

Hasta ese momento, seguiremos trabajando.

Muchas gracias.

Buenos Aires, 16 de junio de 2016