



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Discurso del presidente del Banco Central de la República Argentina, Federico Sturzenegger, en la 50^o Asamblea Anual de la Federación Latinoamericana de Bancos (FELABAN)

Buenos Aires, 8 de noviembre de 2016. Es un placer acompañarlos hoy en este cierre del Congreso de Felaban, y un orgullo que podamos recibirlos nuevamente en Argentina, en medio de un momento de cambio, de entusiasmo y de nuevas oportunidades.

En los últimos años me tocó asistir a esta conferencia muchas veces en mi carácter de Presidente del Banco Ciudad. Hoy me toca hablarles como Presidente del Banco Central de la República Argentina. Pero atendiendo a la diversidad de naciones que hoy están aquí representadas, mis reflexiones se enfocarán más bien sobre algunos desafíos que considero enfrenta la banca en los mercados emergentes en general, sin focalizar tanto en la Argentina, de la que seguramente ya escucharon bastante estos dos días. Los temas que voy a tratar están en el corazón de la agenda que ha planteado Alemania para el trabajo del próximo año del G-20, pero volveré a esto sobre el final.

Quiero compartir con ustedes tres reflexiones sobre el contexto financiero internacional. La primera tiene que ver con entender el fenómeno de, digamos, por ponerle algún nombre, “enojo global”. En los últimos años, hemos visto, procesos de descontento social bastante generalizados. Estos se han exteriorizado en las calles de Brasil, en la votación por el Brexit, en España con su parálisis política, o en los Estados Unidos donde un candidato antisistema ha llegado a la elección de hoy. ¿Qué es lo que está atrás de este malestar? Esa será la primera pregunta que intentaré contestar hoy. La segunda tiene que ver con un problema que enfrentan sobre todo las economías desarrolladas, que entiendo tiene muchos representantes hoy aquí, que es el de las tasas de interés reales muy bajas o incluso negativas. ¿Qué problemas plantea este inusual fenómeno? Esta será mi segunda pregunta, y anticipo que la perspectiva de un país como Argentina permite volcar algo de luz a la temática. Finalmente, abordaré la problemática de intentar entender cómo es que puede coexistir un mundo con tasas de interés real negativa con un mundo con



retornos positivos en los mercados emergentes. Aquí es donde surge un desafío para todos los presentes.

Vayamos entonces primero a ese fenómeno, que llamé de “enojo global”. En Argentina tuvimos en 2001/2002 una crisis económica y financiera de magnitud, y la respuesta de la gente se sintetizó en una frase que repicó por años: el “que se vayan todos”. Hoy, pareciera que ese “que se vayan todos” tiene una audiencia más global. Recuerdo hace unos meses, previo a la votación por el *Brexit*, en la reunión de gobernadores de Basilea (donde los presidentes de los bancos centrales se reúnen a intercambiar impresiones y opiniones), que alguien preguntó sobre el posible resultado del plebiscito en el Reino Unido. El consenso general era que no había posibilidades que el Reino Unido fuera a dejar la Unión Europea. Sin embargo, hubo una excepción a ese consenso general: el entonces Presidente del Banco Central de Polonia, Marek Belka, quien, incisivo como siempre, comentó sobre el extraordinario progreso de la economía polaca en las últimas tres décadas (progreso que él mismo comandó desde su rol de primer ministro de ese país). Sin embargo, decía, en Polonia se vive un clima similar al “que se vayan todos”. Y se apuraba a decir: “¿cómo puede ser que un país que ha progresado tanto, tenga tanta gente enojada con el sistema?”.

Es un enojo semejante al que vimos en las calles de Brasil, que llevaron a juicio político a la Presidente Rousseff; al que vimos en la campaña electoral de los Estados Unidos que termina justo hoy; al que hizo que se votara por la salida del Reino Unido de la Unión Europea. También es lo que hizo que España estuviera tanto tiempo sin gobierno. El que se vayan todos se respira todos los días en las calles de Atenas; y vio la luz en la tropical Colombia, donde los votantes rechazaron el acuerdo de paz que proponían sus líderes políticos.

Donde sea que vayamos, pareciera que la gente quiere algo diferente, o donde vamos la gente necesita expresar su enojo, castigando a quien lleve una propuesta. Cualquiera sea.

Pero el hecho de que estas “rebeliones” estén ocurriendo en varias partes del mundo, a la vez nos induce a pensar que el problema es un fenómeno global. Una hipótesis muy usada es que este enojo deviene de los perdedores de un proceso de globalización. Pero ésta no pareciera una conjetura muy convincente, ya que se lo observa también en sociedades muchas veces exitosas, como el caso de Polonia que comentábamos antes, o simplemente porque sus manifestaciones tienen una voz con alcance muy amplio. No puede argumentarse que todos los que votaron en contra del *Brexit*, o los que hoy voten a Donald Trump, sean todos perdedores del sistema.

Adelanto entonces mi hipótesis sobre este fenómeno. A mi entender, el mundo está viviendo un proceso de cambio tecnológico cada vez más acelerado. Es palpable



para cada uno de nosotros, cómo todo cambia cada vez más rápido y de manera más impredecible. Mi hijo de 11 años, cuando tenía 6, es decir hace apenas cinco años, miraba televisión. Primero Discovery Kids y luego el Disney Channel. Pero mi hija de 6 hoy casi no sabe lo que es la televisión. Sólo mira Youtube y Netflix. En EE.UU., por ejemplo, el trabajo que más gente emplea entre los varones es el de camionero, aproximadamente unas 3,5 millones de personas. Sin embargo Uber ya ha lanzado un sistema de cargas que transporta la mercadería entre ciudades con vehículos autónomos (déjenme comentarles a nuestros visitantes que nuestros granjeros, hace rato que ya cultivan con tractores autónomos y revisan hoy por hoy sus cultivos utilizando drones). En nuestra propia industria, la bancaria, los medios de pago cambian todos los días, anticipando grandes transformaciones en la manera que usaremos el efectivo, en cómo construiremos nuestras sucursales y en cómo nos relacionaremos con nuestros clientes.

En cualquier ámbito de la vida cada vez interactuamos más a través de medios digitales. Nuestras vidas se digitalizan, el PBI se digitaliza, y no solo la manera de relacionarnos, sino la de producir va exhibiendo importantes transformaciones. Algunos trabajos desaparecen y surgen otros nuevos. Los cambios anticipan mejoras importantes en los ingresos y en la calidad de vida de sus habitantes, pero también anticipan grandes cambios en las modalidades de producción.

Es cierto que, en muchas de las discusiones que tenemos, se habla que el crecimiento actual es magro y que la productividad no está subiendo lo que antes. Esto parece ser el *leitmotiv* en cada reunión del FMI o del G-20. Sin ir más lejos, el título del “World Economic Outlook (WEO)” del FMI de abril pasado¹ fue “*Too Slow for Too Long*” (“demasiado lento por demasiado tiempo”), resaltando la cuestión que la persistencia de las tibias tasas de crecimiento económico que viene experimentando la economía global puede erosionar en el largo plazo al crecimiento de la productividad y el producto potencial del mundo.

Pero vale la pena recordar que lo mismo se decía en los años '70 (el premio Nobel Robert Solow decía: “las computadoras se ven en todos lados excepto en las estadísticas de productividad”), y luego resultó que había sido una década de absorción y asimilación de la revolución de la computadora personal que permitió después un despegue en la productividad durante los años '80 y '90². Pues creo que esta década también es una década de absorción de otra revolución, la del conocimiento, del *big data*, y del software, que producirán una revolución posterior aún mayor en las próximas dos décadas.

¹ FMI (2016): *World Economic Outlook*, abril.

² Greenwood y Yorukoglu (1997): “1974”, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 46 (1997), pp. 49-95.



Y me parece que es esa revolución a la que todo el mundo le teme. No porque no sepa que en definitiva es inevitable y buena, sino sencillamente porque no sabe cómo encajará cada uno en ese nuevo mundo, donde parece que todo se barajará y dará de nuevo.³

Entonces esta es la primera reflexión que quería hacer. El nuestro es un mundo con un gran cambio por venir, con cambios tecnológicos de magnitud en ciernes, y con un aumento en la cuota de incertidumbre que siempre viene adosada a cada revolución.

La agenda internacional que discutimos en G-20 trata de analizar esta problemática del mundo, pero se focaliza en el mundo que ya fue. El debate allí trata de entender cómo fue el proceso de crecimiento hasta ahora, por ejemplo, preguntándose si fue lo suficientemente inclusivo o no. Pero el problema (con su solución) no está en el pasado, sino en el futuro.

Ahora bien, esto se empalma con el segundo hecho de los tres que quiero conectar hoy, referido a las bajas tasas de interés internacionales.

La baja en la tasa de interés es un proceso secular que lleva tres décadas, pero que en años recientes ha llegado a niveles extremos. Hoy aproximadamente 16 billones de dólares están colocados en el mundo a tasas negativas (que promedian el -0,20%), si se tienen en cuenta los fondos invertidos tanto en bonos soberanos como deuda corporativa de alta calificación crediticia.

¿Qué relación existe entre las bajas tasas y ese mundo cambiante que describía antes? La relación está en que la tasa será baja si, a nivel global, el volumen de ahorro sube y la demanda por inversión no acompaña este movimiento. Y el mundo que describía implica ambos fenómenos a la vez.

Por un lado, la inversión se ha hecho cada vez menos capital-intensiva. El mundo en el futuro necesitará probablemente menos oficinas, menos ladrillos, incluso menos computadoras y *hardware* en general para funcionar. La inversión del futuro será de más conocimiento y *software*. Entonces, no es que haya menor cambio tecnológico, sino que es justamente ese progreso tecnológico el que requiere de menos inversión. La semana pasada en la conferencia anual de

³ Esta visión está en línea con el trabajo de Michael Kremer (1993): "Population Growth and Technological Change: One Million B.C. to 1990", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108(3) (agosto), pp. 681-716 y no con el de Robert J. Gordon (2016): *The Rise and Fall of American Growth: The U.S. Standard of Living since the Civil War*. Princeton University Press.



economía del FMI, Lewis Alexander y Janice Eberly presentaron un trabajo demostrando justamente este fenómeno para la economía norteamericana.⁴

A su vez, la mayor incertidumbre, el envejecimiento de la población, o la caída en la fertilidad (sobre todo en China), son todos hechos que producen una mayor propensión a ahorrar.

Es así que tenemos un mundo con algo menos de necesidad de capital por un lado, y más oferta de capital por otro. En equilibrio, quiere decir que el precio de ese ahorro será más bajo, o que la tasa real de interés será baja, y permanecerá allí por mucho tiempo. Lo que estoy diciendo es que la tasa real no depende de la tasa de interés que fije la Reserva Federal o el Banco Central Europeo, sino de un patrón estructural de ahorro e inversión a nivel global de largo plazo.

El segundo hecho fáctico consiste entonces en que habrá bajas tasas de interés, y que éstas serán bajas en el horizonte cercano y mediano.

Sobre este punto, considero que el debate global está desatendiendo dos factores, que la historia de Argentina nos permite ver con claridad. Una es que la insistencia con sostener tasas de interés reales negativas, como una manera de impulsar el crecimiento del consumo y darle potencia a la política monetaria, generará daños colaterales importantes y rápidos. Es imposible pensar que la gente va a aceptar retornos negativos por mucho tiempo. En Argentina lo ensayamos (aunque lo llamamos represión financiera) y lo único que nos generó fue devastar nuestro sistema financiero. Una tasa de interés real negativa no le sirve al ahorrista y no le sirve al sistema financiero, y tarde o temprano se convierte en su destrucción.

Las tasas de interés negativas también generan problemas distributivos importantes. El precio de los activos sube, con lo cual los dueños de activos tienen ganancias importantes. Pero los pequeños ahorristas se frustran con retornos inexistentes. Quizás esto también tenga que ver con entender por qué tanta gente está enojada en algunos países desarrollados.

Bien. Llegamos ahora a abordar el desafío que encuentran, en este contexto, los sistemas financieros en los países emergentes. ¿Y cuál es ese desafío? El de siempre, que es el de intermediar el capital y el ahorro. Porque en nuestros países los retornos claramente no son cero. Los retornos son positivos. Por poner un ejemplo, un bono de YPF hoy rinde 6,8%. Esto quiere decir, sin más, que el rendimiento de las inversiones de YPF supera ese valor.

⁴ Alexander, Lewis and Janice Eberly (2016) *Investment Hollowing Out*, paper presented for the Seventeenth Annual Jacques Polak Research Conference at the IMF, November 2016.



Entonces, la pregunta es, por qué el sector financiero no logra que ese capital que rinde -0,20% en el mundo desarrollado se invierta en empresas y proyectos en otros países con retornos superiores. Por ejemplo, si se pudieran pasar los casi 16 billones de dólares que hoy están invertidos a tasa negativa, y canalizarlos hacia inversiones con retornos del 5% anual, la ganancia global neta sería de 816 mil millones de dólares, monto que es aproximadamente el equivalente al PBI de Indonesia. En otras palabras, todos los años nos perdemos un PBI de Indonesia al alocar ineficientemente ese capital, que es una pequeñísima fracción del capital total. La pérdida es seguramente mucho mayor.

Para entender por qué esto no ocurre, quizás también se puedan plantear dos hipótesis válidas. La primera es que los riesgos en los países emergentes todavía no justifican transferir el capital, a pesar de su mayor rendimiento. Si ese fuera el caso, la agenda clave se encontraría en los países receptores del capital y se basaría fundamentalmente en lograr un esquema macroeconómico predecible y confiable, con derechos de propiedad claros e institucionalizados. De hecho, pareciera que ante tamaña disponibilidad de fondos nunca tuvo tanto valor como ahora construir ese marco confiable, ya que de tenerlo podríamos decir que el mundo estaría dispuesto a financiar infraestructura, viviendas, inversiones, todo prácticamente gratis. Jamás el mundo había brindado esta oportunidad.

Aquí, el desafío para la banca, es crear los instrumentos apropiados para mitigar estos riesgos, y darle esa confianza necesaria al ahorro global. Esto implica, a mi entender, la necesidad de experimentar con una multiplicidad de instrumentos de financiamiento, de coberturas de riesgos, de estructuras de securitización y diversificación, que permitan mitigar de manera óptima esos riesgos.

Pero también, como decía, existe otra hipótesis para explicar el fenómeno descrito, y es que el “exceso regulatorio” que se potenció con la crisis de Lehman puede haber generado un sector financiero “atrofiado”, por así decirlo, que está impedido regulatoriamente de asignar el capital de manera más eficiente. Les doy un ejemplo: por el andamiaje regulatorio europeo, los bancos españoles le imponen importantes exigencias de capital para crecer en Argentina.

Pero el mismo problema existe en los propios países desarrollados. Los activos inmobiliarios no tienen un retorno cero o negativo (si lo tuvieran, las casas valdrían infinito), con lo cual es evidente que hay un problema de funcionamiento, incluso al interior de esos países, que hace que los retornos no se arbitren entre sí.

Esto plantea un debate y un desafío para los reguladores globales del sector financiero. Pero algo ya se está empezando a observar, en incipientes acciones orientadas hacia ese sentido. El marco regulatorio de los últimos ocho años, que ha sido básicamente “cómo fortalecemos a los bancos para reducirles sus riesgos”, se está convirtiendo en “cómo hacemos que los bancos sean rentables para que



puedan seguir haciendo lo que hacen”. Aquí aparece notoriamente un claro dilema para las autoridades monetarias hoy en día: hallar la combinación óptima entre garantizar niveles de rentabilidad necesarias para que la actividad financiera continúe saludable, en conjunción con una adecuada minimización de los riesgos asociados.

Decía al comienzo que Alemania, que presidirá el G-20 el año que viene, ha identificado el tema “inversión en África” como uno de los pilares centrales de trabajo. A mi entender, este interés deviene, al menos en algún sentido, de la problemática que aquí planteo. Un problema de asignación del capital. Tasas de interés negativas en los países centrales, e imperiosas necesidades de capital (léase altos retornos) en los países emergentes.

Si es cierto lo que planteo, seguramente veremos presiones para desregular los sistemas financieros, y la posibilidad del comienzo de un nuevo ciclo de flujos de capitales como los que vimos en los ‘70 (que terminó con la crisis de la deuda), en los ‘90 (que terminó con el default ruso) o en los 2000 (que terminó con la crisis de Lehman).

Por ello, cómo el mundo resolverá este dilema será central, no sólo para la estabilidad política del mundo y de su sistema económico sino, lo que es verdaderamente relevante, para el bienestar de sus habitantes.

Pero creo que ya hay suficiente camino recorrido y muchas lecciones aprendidas para que estos desafíos puedan sortearse exitosamente y que en 30 o 40 años tengamos un mundo más equitativo, más rico y más homogéneo, a lo largo y lo ancho del planeta.

Capital barato, en un mundo donde el cambio tecnológico es inevitable, nos plantea una oportunidad inédita para nuestros países. Será un mundo donde la consistencia macroeconómica y el respeto de la ley pagarán más que nunca. Y un mundo que presentará un desafío para los reguladores financieros, para asegurarse que los fantasmas del pasado no impidan la construcción del futuro.

Para Argentina este debate es clave, porque reafirma la necesidad de nuestra agenda de estabilidad macroeconómica y, dada nuestra necesidad de inversión sobre todo en infraestructura, nos obliga a plantearnos los mecanismos para que esa transferencia de capital se produzca de manera ordenada y sustentable.

Muchas gracias.