



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

## ***Discurso del Presidente del BCRA, Federico Sturzenegger, en el cierre del XX Taller de Economía Internacional y Finanzas***

### **El rol del Banco Central en relación a la igualdad de oportunidades y el crecimiento económico**

*Buenos Aires 21 de marzo de 2017.* Primero que nada, quiero agradecer a los organizadores de esta conferencia por darme el honor de cerrar el evento. Ha sido un verdadero placer poder recibirlos, sobre todo con tantos amigos presentes y de tantos años. Hemos aprendido muchísimo en estos dos días.

Como todos los eventos que hacemos en el Banco Central, las conferencias han sido grabadas y quedarán registradas en la página web. Estoy seguro de que representan un material muy valioso para nuestra profesión y nuestros estudiantes.

Hoy quiero hablar de dos objetivos fundamentales de la política económica: la igualdad de oportunidades y el crecimiento económico. Creo que no me equivoco si digo que hay un consenso generalizado acerca de que se trata de dos objetivos de primera prioridad. Lo interesante es que las políticas del Banco Central juegan un rol clave en su cumplimiento, pero de una manera peculiar: apuntan a ambos objetivos de manera simultánea. El famoso dilema entre equidad y crecimiento no aparece cuando nos referimos a las misiones del Banco Central.

Por ello hoy quiero hablarle a la comunidad académica. Me gustaría repasar con ustedes dichos objetivos desde esta perspectiva, para entender mejor cómo funcionan y qué implican. Espero poder entusiasmarlos para que se hagan más preguntas sobre estos tópicos, y de paso contribuyan a profundizar en el valor de la agenda que este BCRA está empujando.

A pesar de que los dos objetivos que mencioné están respaldados por un consenso compartido por la enorme mayoría de la población, esto no quita que existan fuerzas que permanentemente buscan desviar el sentido de las políticas. Doy un ejemplo. Si un objetivo de este BCRA es desarrollar el sistema financiero, que, como elaboraremos en lo sucesivo, creemos que ayuda en términos de equidad y crecimiento, seguramente enfrentaremos la oposición de aquellos que se



beneficiaban de un sistema financiero caracterizado por la transferencia de subsidios implícitos, del depositante hacia al tomador de un crédito a tasa de interés real negativa. Buena parte del trabajo de mi economista preferido, Mancur Olson<sup>1</sup>, y el más reciente de Acemoglu y Robinson<sup>2</sup>, enfocan su atención sobre estos problemas (la lógica de la acción colectiva el primero, y la construcción de instituciones económicas democráticas, los segundos), que nos ayudan a comprender que la lucha por políticas que propendan al bien común es una tarea de todos los días.

Acá es donde entra a jugar el rol de los economistas académicos, de hecho ahí reside el valor de tener Universidades independientes, pluralistas, donde se estudian los temas y se puede hablar sin estar condicionados por los intereses particulares de ningún sector. Por eso es muy importante que se involucren, y contribuyan a darle una visión objetiva a los temas de política que se discuten en el país.

Empecemos entonces. Desde nuestro rol como banco central tenemos dos tareas fundamentales vinculadas con garantizar la igualdad de oportunidades y estimular el crecimiento económico en el país.

En primer lugar, recae sobre nosotros la responsabilidad de asegurar el acceso al capital. Esto implica garantizar que estén dadas las condiciones para que haya ahorro, y que este ahorro pueda ser intermediado de manera profesional por el sector financiero, erigiéndose así como nexos con la inversión y el financiamiento de emprendimientos.

Nuestra otra tarea reside en disminuir los niveles de inflación en Argentina, ya que la inflación es uno de los impuestos más regresivos y distorsivos.

Difícilmente podamos alcanzar ni la igualdad de oportunidad ni el crecimiento económico sino tenemos ahorro intermediado y si no combatimos la inflación.

Cuando miramos en perspectiva histórica, no podemos menos que decir que nuestra institución ha fallado en el logro de estos dos objetivos en el pasado. Lamentablemente, debemos reconocer que ha fallado en forma dramática. No sólo Argentina tiene uno de los sistemas financieros más pequeños de la región, sino que le ha legado a su país una moneda quebrada sistemáticamente, reportando Argentina uno de los niveles inflacionarios más pronunciados de la historia.

---

<sup>1</sup> Olson, M. (1965): *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*. Harvard University Press.

<sup>2</sup> Acemoglu, D. y Robinson, J. (2012): *Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity, and Poverty*. New York: Crown Business.



Pero lo importante es entender nuestros propios fracasos. Sólo reconociéndolos, y diagnosticando correctamente por qué ocurrieron, podremos revertir esta situación.

*a. El papel a jugar por el sistema financiero*

Abordemos entonces nuestra primera preocupación respecto del acceso igualitario al crédito. Estoy seguro de que no se les escapa que el tamaño de nuestro sector financiero se encuentra lejos del promedio de otros países de la región. Para ser gráficos, mientras que el crédito total aquí no supera el 12% del PBI, en Chile representa el 90%, cerca del 60% en Brasil, y del 50% en Bolivia. Si no existe un sistema financiero profundo que garantice un acceso abundante al crédito, sólo los que ya poseen capital serán capaces de llevar a la práctica sus ideas y proyectos. Es tan grande la discrepancia con otros países, que debería ser sencillo para el trabajo académico dilucidar qué es lo que ha pasado (en un minuto les daré mi interpretación).

Ahora bien, esta situación tan atípica en comparación a la región nos viene acompañando desde hace varias décadas. En el último Informe de Política Monetaria<sup>3</sup> publicamos un ejercicio de contabilidad del crecimiento, en el cual encontramos que la contribución del factor capital al crecimiento económico de Argentina entre los años 1980 y 2016 fue continuamente negativa. Es decir, nuestro país, lisa y llanamente, no fue capaz, en ningún momento durante todos estos años, de acumular el capital necesario para impulsar el crecimiento de la economía. Siendo más exactos, lo único que se hizo fue desacumular capital por unidad de producto. Por supuesto, los invito como académicos a revisar este trabajo, a profundizarlo y discutirlo.

Obviamente nuestro diagnóstico es claro. Durante casi todos esos años en la Argentina prevalecieron tasas de interés reales negativas, que espantaban de nuestra moneda a los ahorristas. En ese contexto, el sistema financiero era incapaz de erigirse como nexo entre el ahorro y la inversión. El castigo a los depositantes que representaron las tasas reales negativas provocó una huida continua de nuestra moneda, y por ende de nuestro sistema financiero.

Entonces, nos encontramos con que tenemos un país sin ahorro intermediado localmente, por ende, sin crédito, con impactos perjudiciales tanto en términos de equidad como de crecimiento económico de largo plazo.

---

<sup>3</sup> Disponible aquí: [http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM\\_Enero\\_2017.pdf](http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM_Enero_2017.pdf) (Apartado "Contabilidad del crecimiento para Argentina 1980-2016", p. 46).



Desarrollar el sector financiero es generar un vehículo que permita que un mayor número de personas pueda obtener el capital necesario para financiar y hacer realidad sus emprendimientos productivos. Hay pocos caminos más efectivos para garantizar una mayor igualdad de oportunidades que profundizar nuestro sistema financiero. Un sistema chico, es equivalente a un país donde sólo los ricos pueden invertir. Vemos en ese país la proliferación de dinastías familiares de empresarios, cuando lo que querríamos ver es un caleidoscopio geográfico y social en los procesos de acumulación de capital. Esta relación es directa. No amerita mucha discusión. La academia podría darnos estadísticas de la movilidad social en Argentina, o de la concentración en los procesos de acumulación de capital. Si tomamos conciencia de cuánto perdimos en términos de movilidad social, también aglutinaremos apoyos para las políticas que buscan recuperarla. Ojalá alguien aquí se entusiasme en abordar estos temas.

Por supuesto que además está el tema de la relación existente entre el desarrollo del sector financiero y el crecimiento. Hay una relación directa que es: más capital, ergo más crecimiento (crean o no en los modelos de crecimiento endógeno). Pero hoy quiero focalizar en dos aspectos que relacionan el crecimiento con el sector financiero, que considero son terreno fértil para que ustedes analicen en mayor profundidad: 1) la relación entre el acceso al capital y la productividad, 2) la relación entre un sector financiero reprimido, el crédito subsidiado y el crecimiento empobrecedor.

#### *a.1. Igualdad de oportunidades y productividad*

En un mundo sin acceso extendido al crédito, las personas que cuentan con mayores recursos iniciales tienen más oportunidades para desarrollar sus proyectos que los que no cuentan con dichos fondos. La gente con buenas ideas, pero sin capital, se quedan sin implementar sus emprendimientos, o lo harían a una escala menor, probablemente inferior a la óptima.

Francisco Buera, en un trabajo publicado en la *American Economic Review*<sup>4</sup> (2011) profundiza, en el contexto de un modelo de equilibrio general, la idea que, en un mundo sin acceso suficiente al crédito el crecimiento de las empresas es más lento, las buenas ideas tardan más en implementarse, se tenderá a elegir proyectos con una escala menor, y con horizontes temporales más cortos. Todo este conjunto de consecuencias lleva a un equilibrio de largo plazo en donde la productividad de la economía es menor, los salarios son más bajos, y el acceso a las oportunidades, más desigual.

---

<sup>4</sup> Buera, F.; Kaboski, J. y Shin, Y. (2011): "Finance and Development: A Tale of Two Sectors." *American Economic Review*, 101(5), pp. 1964-2002.



Es interesante que uno de los pocos sectores donde hemos atestiguado la aparición de empresas grandes, nuevas y de nuevos *entrepreneurs* (Globant, Mercado Libre, OLX, etc), ha sido en el sector de *software*, que, justamente, es un sector con poca demanda de capital. Janice Eberly<sup>5</sup> (2016) muestra que estas actividades son poco capital intensivas. Pero es un paliativo al que no podemos apostar.

### *a.2. Crecimiento empobrecedor*

En un país sin ahorro intermediado, el crédito se vuelve escaso, como no podía ser de otra manera. Claro, no hay materia prima. Entonces la demanda más importante que se escucha es que “falta crédito”. Como falta crédito, se intenta convencer a las autoridades que tienen que hacer algo para que ese crédito aparezca. Pero como aquellos que reclaman no están dispuestos a pagar por el crédito lo que ese crédito vale, que vendría a ser pagarle a los depósitos para que se intermedien en el sector financiero, se obliga a las entidades financieras a prestar a tasas “subsidiadas”.

Este tipo de dinámica redundante en que proyectos que se financian a tasa de interés real negativa tienen la posibilidad de ser proyectos con tasa de retorno real negativa. Esto es dramático, porque implica que esa asignación de capital, lejos de generar crecimiento económico, genera empobrecimiento económico. Puede originar el desarrollo de actividades que no son rentables, lo que luego genera intereses que impiden trasladar esos recursos a actividades más rentables y con mayor beneficio social.

Esa asignación de capital a proyectos con TIR negativa lo que logra en realidad es destruir el capital en lugar de multiplicarlo. Hay una rica literatura en economía internacional sobre el concepto de “crecimiento empobrecedor”<sup>6</sup>, de la cual uno de sus principales exponentes es Jagdish Bhagwati. Allí se discutía cómo economías con precios relativos muy distorsionados generaban patrones de inversión que a precios internacionales reducían el PBI. Considero que esto es un tema sobre lo que tenemos que reflexionar profundamente, ya que está también en la raíz de la baja productividad de nuestra inversión y el bajo crecimiento de los últimos 5 años (entre otros elementos, por supuesto). Una vez más, invito a los economistas académicos a profundizar y elaborar más sobre estos conceptos.

---

<sup>5</sup> Eberly, J. y Alexander, L. (2016): “Investment Hollowing Out”. Presentado en *17th Annual Jacques Polak Research Conference* en el FMI, noviembre.

<sup>6</sup> Véanse, por ejemplo: Bhagwati, J. (1958): “Immiserizing Growth: A Geometrical Note,” *The Review of Economic Studies*, Vol. 25(3), junio, pp. 201-205; Bhagwati, J. (1987): “Immiserizing growth”, en *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, (Eds: J. Eatwell, M. Milgate and P. Newman) Macmillan, Londres; y Johnson, H. (1955): “Economic Expansion and International Trade”, *The Manchester School*, Vol. 23(2), mayo, pp. 95-112.



### *a.3. Dónde estamos y hacia dónde vamos*

Es tiempo que dejemos de lado estos atajos que no llevan a ningún lado. Hoy es imperativo hacerlo. Durante muchas décadas los bancos ante este escenario tomaron la estrategia de replegar su negocio a trabajar simplemente con la arista transaccional de la economía, resignando, y lo digo con todas sus letras: resignando, su rol como vínculo entre el ahorro y la inversión. Esto se ve reflejado en el hecho que el 49% de los depósitos en pesos del sector privado están a la vista, y, si contemplamos también los depósitos a plazo, el 89% de los fondos se encuentran a menos de 90 días.

Por lo tanto, el sistema financiero transitó las últimas décadas basando su estrategia en usufructuar parte del impuesto inflacionario, que le permitía tomar depósitos a costo prácticamente nulo, y luego reinvertirlos a través del otorgamiento de préstamos o en instrumentos financieros, que le retribuyen una rentabilidad positiva. Cuanto mayor sea la inflación en el país, mayor es la diferencia entre esa tasa pasiva y la activa, y por consiguiente mayor es dicha rentabilidad que se apropiaban.

Pero la baja de inflación imposibilita la persistencia de esta estrategia. Ante un panorama de desinflación, las entidades financieras tendrán que rediseñar sus planes de negocio, y orientarlos a ganar en escala de intermediación, conjuntamente con una reducción de sus costos de operación. El subsidio implícito que la inflación le transfirió a las entidades financieras permitió que subsista un nivel de costos operativos elevados en relación a los vigentes en otros países de la región<sup>7</sup>. Por lo tanto, a medida que el proceso de desinflación siga su curso, nuestros bancos deberán reacomodar sus actividades y objetivos en función de estos horizontes.

El BCRA considera este asunto como uno de los ejes prioritarios en agenda, y es por eso que ya hemos implementado muchas iniciativas para reducir los costos operativos del sistema y estimular su escala (la desburocratización de la apertura de sucursales, el depósito electrónico de cheques, el estímulo de la competencia entre las transportadoras de valores, entre otras medidas).

Ya estamos observando el incipiente comienzo de este proceso. Producto de la baja en la tasa de inflación en el segundo semestre, el año pasado no fue bueno en términos de rentabilidad para los bancos. Sus resultados aumentaron 24,4% en 2016. Este es el menor crecimiento anual de los últimos 8 años, durante los cuales

---

<sup>7</sup> Para mayor detalle acerca de esta cuestión, véase el [Informe de Estabilidad Financiera del segundo semestre de 2016](#).

<sup>8</sup> Véase la sección "[Medidas Adoptadas](#)" en la página web del BCRA para una lista completa de las iniciativas implementadas en este sentido.



el aumento promedio fue de casi 42%. Esta caída en la rentabilidad se fue produciendo trimestre a trimestre a medida que se consolidaba la desinflación durante el año, y es el claro reflejo de los desafíos que presenta para nuestro sistema financiero el contexto de inflación baja hacia el que vamos.

Fíjense no obstante lo paradójico del gobierno anterior, que en su relato se presentaba como detractor del sistema financiero pero que, a la vez, gracias a la inflación que fogueaba para financiarse, le transfería niveles de rentabilidad realmente elevados en la comparativa histórica. De hecho, durante los últimos ocho años, el crecimiento anual de la rentabilidad de las entidades financieras tuvo picos de 66%, 58% y 50% en 2009, 2014 y 2013, respectivamente.

Para estimular el desarrollo del sistema financiero, entre otras medidas, desde el BCRA introdujimos las UVAs (“Unidades de Valor Adquisitivo”), unidades de cuenta atadas a la inflación, que permiten preservar los ahorros en moneda doméstica y estimular el crédito a largo plazo. Considero que una herramienta de estas características nos permitirá subsanar uno de los peores déficits de nuestro sistema financiero: sus cortísimos horizontes de inversión, tanto para el caso de los depósitos como de los créditos. La inclusión de las UVAs garantiza la prevalencia de tasas de interés reales positivas en el sistema, a la vez que reduce la incertidumbre respecto del valor real de los fondos intermediados.

El tipo de crédito por excelencia que requiere de una perspectiva de más largo plazo se trata precisamente de los hipotecarios. Las UVAs permiten resguardar el valor real del capital otorgado, por lo que las cuotas iniciales de los créditos ya no deben compensar toda la pérdida real de valor futura de dicho préstamo. Por este motivo es que se ve tan palpablemente la demanda del público y el consecuente crecimiento de los créditos hipotecarios bajo esta modalidad, ya que las cuotas se desploman a valores cercanos a los de un alquiler.

Hoy en día los préstamos en UVAs vienen creciendo a razón de unos \$1.000 millones mensuales, acumulando ya más \$5.100 millones otorgados desde su lanzamiento en abril. Y la perspectiva es que estos valores se aceleren en los meses venideros.

Hace unos días fueron lanzados los créditos PROCREAR bajo esta modalidad, para los cuales, por cada millón de pesos prestados, la cuota mensual es de \$2.500. Estas líneas permiten que, partiendo de una práctica inexistencia del crédito hipotecario en Argentina, con imposible acceso para más del 90% de la población, de ahora en adelante este tipo de créditos se tornen accesibles para más del 50% de los hogares del país. Si la compra fuera por la mitad, \$500.000, la cuota sería de 1.250 pesos. Acá estamos hablando de que más del 80% de la población con ingresos tendría acceso a la posibilidad de comprarse una vivienda. Pasamos



entonces de no tener créditos hipotecarios a una situación donde “si tenés trabajo podés comprarte tu casa”. Es un cambio revolucionario para nuestro país.

En mi discurso de asunción en el BCRA<sup>9</sup>, había planteado la posibilidad de que un crédito de \$750.000 tuviera una cuota de \$2.211. Hoy este planteo se está transformando en realidad, y como la palabra de un banquero central es su activo más importante, no tengo problema hoy en recordar este punto.

Obviamente implicará un rediseño de la industria de la construcción. En un contexto sin igualdad de oportunidades en el acceso al financiamiento como el que vive hace años nuestro país, la construcción se focalizó en el segmento de ingresos altos. Con un acceso al crédito más generalizado, los desarrolladores inmobiliarios deberán apuntar a casas para familias de menores ingresos. Es ahí donde nos entusiasma la posibilidad de cambiar radicalmente y en pocos años la situación habitacional en nuestro país.

Ahora bien, el aumento del acceso al crédito también requiere de la presencia de una oferta de fondos a plazos más extensos que los vigentes hoy en día en el sistema financiero, de modo tal evitar descalces en los balances de las entidades. Con este propósito es que se dispuso el decreto 146/2017, que permite a los bancos emitir valores negociables y/o fideicomisos ajustados por UVA, por plazos no inferiores a los dos años y relacionados con el desarrollo de actividades relativas a la construcción o inmobiliarias. Esto posibilita la negociación en el mercado, por parte de los bancos, de sus carteras de créditos hipotecarios en UVA, e incrementa las fuentes de fondeo disponibles para el otorgamiento de estos créditos, en la misma denominación y mayor plazo.

Cabe destacar que los depósitos a plazo en UVAs representan una inversión para el depositante que protege sus ahorros de la erosión de la inflación. Veamos un ejemplo concreto que ya he mencionado en varias ocasiones. Una persona que hubiese invertido \$100 en plazos fijos desde principios de los años ochenta, hoy tendría en términos reales \$1,5. Es decir, habría experimentado una licuación casi completa de sus ahorros iniciales. En cambio, si hubiese contado con este nuevo instrumento de ahorro en UVAs, a digamos, una tasa del 4%, hoy tendría \$410, a precios constantes. Es decir, habría cuadruplicado el valor real de su capital inicial. Fíjense, algo que quizás sorprenda a alguno, que comprar dólares tampoco hubiese sido una mejor inversión, ya que, de haber conservado dicha moneda desde entonces, hoy dispondría de un valor real de tan sólo \$68.

Ese es el potencial que tiene esta nueva herramienta de ahorro y crédito. Se trata de un elemento clave para el desarrollo del sector financiero local, fundamentalmente

---

<sup>9</sup> Disponible aquí: <http://www.bcra.gov.ar/Institucional/DescargaPDF/DownloadPDF.aspx?Id=209>





en relación a los préstamos hipotecarios y como incentivo para volver a confiar a largo plazo en nuestra moneda.

Considero muy importante el trabajo de ustedes en la difusión de estos instrumentos. A pesar de que estos mecanismos han demostrado funcionar en otros países hace años (más notablemente en Chile), el concepto que un capital en UVAs permite un interés más bajo, con cuotas asimilables a un alquiler, y el hecho de que no se trata de un pago equivalente a “inflación más interés”, son nociones que necesitan alguna explicación inicial, al menos hasta que la gente los vea funcionando en la práctica y las dudas desaparezcan. Sería interesante y muy esclarecedor para la sociedad el profundizar en el estudio y difusión de estos temas. Espero despertar curiosidad en alguno de ustedes para tomar esta posta y echar más luz sobre estas cuestiones y sus posibles implicancias de largo plazo.

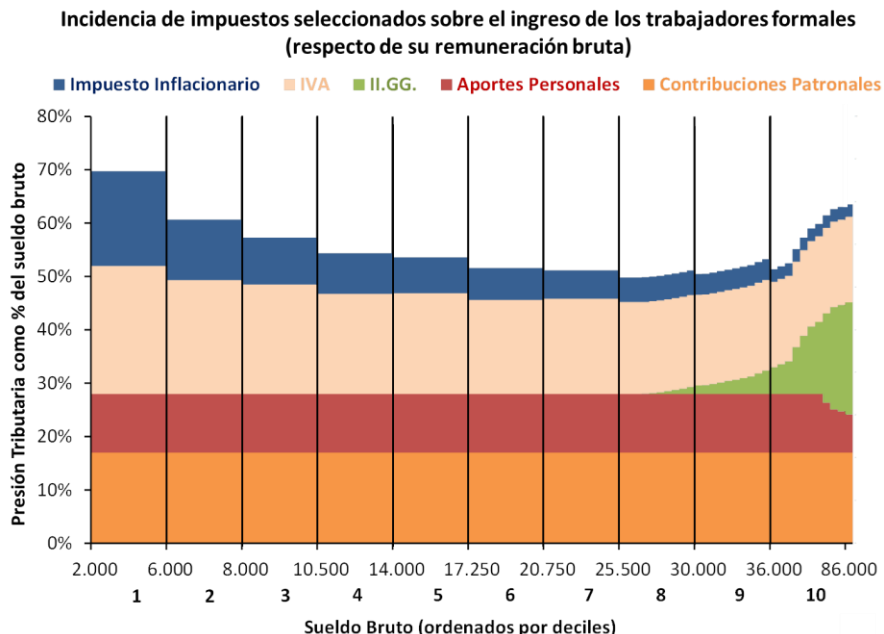
### *b. Por qué queremos una inflación baja*

Pasemos ahora al segundo impacto de nuestra tarea como banco central, el cual tiene que ver con la reducción de la inflación. Quiero profundizar en el hecho que la baja de inflación contribuye tanto a la igualdad de oportunidades como para el crecimiento económico.

#### *b.1. Inflación y equidad*

La inflación castiga de manera desproporcionada a los sectores más vulnerables, alejando la posibilidad de acceder a una plena igualdad de oportunidades, y empeorando de manera tangible la distribución del ingreso en nuestra sociedad. No nos olvidemos nunca de esto. La inflación no es un instrumento de manejo macroeconómico, es lisa y llanamente un impuesto, y de los más regresivos.

Ya en varias oportunidades mostré este gráfico, que habla por sí mismo:





Es por ello que sorprende cuando muchos de mis colegas ponen en duda los beneficios del proceso de desinflación que impulsa el BCRA. Como si la historia de Argentina no fuera suficiente, cuando se comenta desde la profesión sobre las metas de inflación del BCRA, que como, ustedes saben, este año son de entre 12% y 17% (un número alto en la comparativa internacional), muchas voces que se escuchan resaltan los costos de lograr esta inflación. Esto es verdaderamente sorprendente.

Aún si uno creyera en la curva de Philips, la que también la historia de nuestro país se ha cansado de desmentir, sólo una tasa de descuento exorbitantemente alta podría justificar el no trabajar en pos de bajar la tasa de inflación lo más rápido posible. Esto es cuanto menos curioso: si planteáramos a la sociedad la necesidad de aumentar los ingresos reales del decil de menores ingresos en casi 20%, y del segundo decil en 10%, no creo que escuchara muchas críticas. Estimo que dirán que hay que hacerlo, y que no puede esperar. Sin embargo, si uno dice, “bueno, justamente eso es bajar la inflación”. Ahí empiezan a escucharse una serie de dudas y cuestionamientos. Gran paradoja. Digna hasta para un estudio dentro del área de la economía conductual.

No defender el combate contra la inflación, y esto se lo digo a los colegas economistas, es defender la regresividad del ingreso y, como ahora paso a este tema, también es sostener una política que atenta contra el crecimiento económico en el corto y en el largo plazo.

### *b.2. Inflación y crecimiento*

La relación entre inflación y crecimiento la podemos abordar desde lo coyuntural y desde una perspectiva de más largo plazo.

En lo coyuntural, siempre dijimos que no hay nada más reactivante para la Argentina que bajar la inflación. Si dijéramos, “lo más reactivante para Argentina es bajar impuestos a la población de menores ingresos”, creo que no recibiríamos mayores objeciones. Como ya mencioné, precisamente eso significa reducir la inflación.

Como si la historia argentina no fuera suficiente (ya en su famoso trabajo en *American Economic Review*, Robert Lucas<sup>10</sup> mostraba a la Argentina con una relación negativa entre inflación y crecimiento), podemos hoy agregar los datos del año pasado. En el segundo semestre la inflación se redujo a un promedio mensual de 1,4% (18,5% anualizado), mientras que, simultáneamente, la actividad

---

<sup>10</sup> Robert Lucas, Jr. (1973): “Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs”. *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 63(3), pp. 326-334, junio.



económica salió de la recesión en la que se encontraba sumida desde el tercer trimestre de 2015, mostrando un crecimiento en el último trimestre de 0,9% según el EMAE. Y dicha expansión continúa en los primeros meses de este año.

Este año tampoco presenta un dilema entre desinflación y crecimiento. De hecho, dado el nivel de paritarias, una baja de la inflación redistribuye ingreso de las empresas hacia los asalariados, aumentando el salario real. Quienes hoy critican nuestra meta, en realidad están pidiendo que se redistribuya en sentido inverso, de los trabajadores a los empresarios. Nos cuesta entenderlo cabalmente.

Pasando a una visión de más largo plazo, vale recordar que los países que lograron bajar su tasa de inflación por debajo del umbral del 20% de manera sostenida, duplicaron su tasa de crecimiento promedio en los años subsiguientes a tal logro<sup>11</sup>.

Son numerosos los motivos por los cuales la inflación daña el crecimiento: el acortamiento de los horizontes de inversión y planificación de las personas, la caída en los niveles de ahorro, pero hay dos en particular que me gustaría resaltar también, porque además se vinculan con su impacto redistributivo.

Uno de los efectos más dañinos es que la inflación reduce notablemente el contenido informativo de los precios de la economía. Nadie sabe cuánto valen las cosas, y el precio que tienen hoy los distintos productos no forma una referencia significativa respecto de cuál será su precio en el futuro. Al no saber cuánto valen las cosas, la gente deja de buscar “por precio”, alimentando un círculo vicioso que genera una suerte de “poder de mercado” en la cadena de distribución, reduciendo la capacidad adquisitiva de los consumidores.

La inflación entonces, a través de la variabilidad de precios relativos y destrucción del contenido informativo de los precios, inclina la balanza del mercado en favor de los formadores de precios. Dado que los consumidores no sabemos cuánto valen las cosas, y mientras buscamos el mejor precio los mismos pueden ir cambiando, aparece más espacio para que aceptemos precios superiores a los que habría si no existiese la inflación. Esta idea fue sintetizada en lo que creo es uno de los mejores trabajos escritos sobre las consecuencias de la inflación, publicado por Mariano Tommasi en *American Economic Review*<sup>12</sup>. Allí puede leerse:

“Contrariamente a la hipótesis de la “inflación administrada”, que establece el sentido de la causalidad desde los márgenes de beneficio hacia una mayor inflación, (...) la relación causal se origina a partir de una mayor inflación que

---

<sup>11</sup> Véase el Apartado “Inflación y crecimiento de largo plazo” en el [Informe de Política Monetaria de Octubre de 2016](#).

<sup>12</sup> Tommasi, M. (1994): "The Consequences of Price Instability on Search Markets: Toward Understanding the Effects of Inflation". *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 84(5), pp. 1385-96, diciembre.



afecta a la estructura de mercado y su desempeño. La inestabilidad de precios aleja a la economía de la competencia perfecta.” (Traducción propia).

Lo que demuestra Tommasi es que la inestabilidad de precios actúa en detrimento mismo de la propia competencia en los mercados, perjudicando consecuentemente el bienestar de toda la sociedad y deteriorando la capacidad de los mercados para asignar recursos. La recuperación del sistema de precios es una de las ventajas primarias de bajar la inflación.

Un segundo efecto de la inflación, que vuelve a conectarnos con el tema del sector financiero, es que impacta sobre la habilidad del mismo para otorgar créditos de manera eficiente. En un trabajo publicado en el *Journal of Development Economics* con mi colega José De Gregorio<sup>13</sup> (1997), argumentamos que “(...) la habilidad de los intermediarios financieros para distinguir entre firmas heterogéneas se reduce a medida que la inflación crece, (...) los diferenciales de productividad entre las empresas se estrechan cuando se acelera la inflación. Este efecto crea incentivos para que empresas más riesgosas y menos productivas aparenten comportarse como firmas de alta rentabilidad, y puede ocasionar que las entidades financieras sean incapaces de diferenciar correctamente entre los tomadores de crédito”, lo cual resulta en una asignación menos óptima de la capacidad prestable. Este también es un ejemplo de cómo la inflación corrompe el funcionamiento integral de la economía.

### *c. Conclusión*

En fin, la conclusión a la que quiero arribar es que los costos de poseer una inflación elevada son altísimos, tanto en materia de igualdad de oportunidades como también de crecimiento económico. Reducirla como pretende este Banco Central y el Gobierno al 5% anual para 2019 será uno de los elementos fundamentales que permitirá un definitivo despegue productivo y distributivo de la República Argentina.

Es por este motivo que el Banco Central ha mantenido un sesgo contractivo en su política monetaria. En los hechos, dejando inalterada su tasa de referencia en 24,75% desde noviembre del año pasado, no moviéndola a pesar de una baja pronunciada de la inflación en diciembre y enero. Como hemos dicho recientemente, garantizar el cumplimiento de las metas no deja margen en este momento para pensar en un relajamiento de la política monetaria. Es más, durante las últimas semanas, hemos observado que las tasas de interés de corto plazo se

---

<sup>13</sup> De Gregorio, J. y Sturzenegger, F. (1997): “Financial markets and inflation under imperfect information”. *Journal of Development Economics*, vol. 54(1), pp. 149-168.



han ubicado cerca del límite inferior del corredor de pasas de la autoridad monetaria, por lo que el BCRA ha empezado a remover liquidez excedente a los fines de ubicar la misma más nítidamente dentro de dicho corredor.

Al tomar esta actitud, el BCRA está defendiendo sobre todo a los más vulnerables de nuestra economía.

Quiero terminar con un aspecto formidable de la discusión económica local, que no puedo evitar la tentación de comentar en este ámbito, y se trata de la poca relación que se hace en la profesión local entre la política monetaria y la inflación.

Para la mayoría de los economistas locales, y creo no estar exagerando, la fuerte contracción monetaria de primera mitad del año pasado, nada tuvo que ver, según esta visión, con la desaceleración abrupta de la inflación en la segunda mitad. Tengan presente que la inflación en el 2do semestre fue de tan sólo un tercio de la inflación del primer semestre.

Como he citado varias veces, me parece oportuno recordar lo que le escuché a Mario Draghi hace unos meses en el BIS:

*“En el último medio siglo los bancos centrales han transitado un largo camino definiendo el modo en que abordan sus funciones de estabilización macroeconómica. Aún hacia fines de los recientes años ‘70, las visiones respecto de la eficacia de la política monetaria para lograr la estabilidad de precios todavía divergían entre los bancos centrales de las economías avanzadas. Algunos, como el Banco Central de Alemania (Bundesbank) y el de Suiza (Swiss National Bank), ya estaban comprometidos con la implementación de medidas monetarias para controlar la inflación. Pero otros, como la Reserva Federal y varios Bancos Centrales de Europa, permanecían con enfoques pesimistas en este respecto, creyendo que la política monetaria constituía un medio ineficiente para domar la inflación y que era mejor emplear otro tipo de políticas.*

*(...) En este contexto de timidez respecto de la efectividad de la política monetaria, las expectativas de inflación eran propensas a desanclarse, abriendo la puerta a oleadas de alzas de precios que alcanzaron por aquella época el orden de los dos dígitos. El resultado fue una etapa denominada de “estanflación”, donde tanto la inflación como el desempleo aumentaron en tándem.*

*La lección de política que emergió de este período fue que el crecimiento económico sostenible no podía estar separado de la estabilidad de precios, y que la estabilidad de precios a su vez dependía de una política monetaria creíble y comprometida. Desde 1979 en adelante -con la asunción de Volcker como presidente de la Fed- los bancos centrales convergieron hacia esta orientación y se hicieron cargo plenamente de cumplir sus objetivos en materia inflacionaria. A*



*medida que el renovado compromiso para controlar la inflación fue comprendido, las tasas de inflación cayeron abruptamente, en un contexto de mejor anclaje de las expectativas.”<sup>14</sup>*

Consistente con esta visión, vale la pena ver el trabajo de Martín Uribe<sup>15</sup> que demuestra mediante un modelo de consistencia intertemporal que la estrategia de reducción de la inflación en combinación con una corrección gradual del déficit fiscal, representada por una política de absorción excepcional de liquidez en el comienzo de nuestra gestión, configura una política que optimiza el bienestar social intertemporal.

Pero vean el modelo. Un consumidor intertemporal con dinero en su función de utilidad, un mercado monetario y una restricción presupuestaria para el gobierno. Yo creo que a Martín (y agrego a mí tampoco) ni se le ocurriría discutir la inflación sin estos ingredientes. En este modelo, el dinero, está íntimamente relacionado con la inflación resultante. También en los trabajos de Yuliy Sannikov, Enrique Moral Benito y Anusha Chari se puede ver claramente.

Es que todos los modelos de la profesión no podían explicar el fenómeno de la inflación sin analizar el equilibrio en el mercado monetario. No podían explicar el fenómeno de inflación sin moneda (no vimos modelos trueque con inflación). Sin embargo, las explicaciones que hace la profesión en Argentina acerca de la inflación omiten la existencia de moneda. Es decir, son narrativas que se construyen que no incluyen el componente moneda como presente en la explicación. En esta dimensión es donde veo el mayor beneficio de este seminario.

Así, seminarios como éste, contribuyen a comprender mejor los fenómenos económicos y quizás, ojalá que sí, marquen el camino para cambiar el sentido y nos ayuden a cumplir nuestros objetivos.

Muchas gracias.

---

<sup>14</sup> Fragmento del discurso de Peter Praet, miembro del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo, en la LUISS School of European Political Economy, el 4 de abril 2016, Roma (traducción propia).

<sup>15</sup> Uribe, M. (2016): “Is the monetarist arithmetic unpleasant?”. NBER Working Paper N° 22866.