

NUEVO ROL DE LOS BANCOS CENTRALES ANTE UN CAMBIO DE PARADIGMA MACROECONÓMICO EN AMÉRICA LATINA

Martín Redrado

Banco Central de la República Argentina (BCRA), Presidente

LACEA 2005

Octubre de 2005

1. Introducción

En los últimos años las economías de América Latina han realizado grandes avances en términos de manejo prudencial de la macroeconomía, buscando aprender de los errores del pasado. Los próximos desafíos pasan por consolidar estas importantes mejoras logradas en términos de calidad de las políticas macroeconómicas para que perduren en el tiempo y para que permitan alcanzar el crecimiento económico sostenido junto a la estabilidad de precios.

Recientemente, en la mayor parte de los países más grandes de la región, los Bancos Centrales han incrementado sus niveles de independencia operacional con respecto al gobierno, lo que aísla a la política monetaria de presiones potenciales para financiar al sector público.

El manejo prudencial de la política monetaria se ha reflejado en la utilización creciente del enfoque de metas de inflación y en la tendencia descendente de la tasa de inflación, en un contexto de mayor flexibilidad en los esquemas cambiarios en la región.

Un elemento relevante para asegurar un manejo prudente de la macroeconomía es el comportamiento de las cuentas públicas. En este sentido, el déficit fiscal financiero (luego del pago de intereses) en la región se redujo de 3,7% del PIB en 2002 a 1% del PIB en 2004 a partir de un superávit primario creciente, que prácticamente se duplicó en el mismo lapso. De esta forma, el ratio de deuda pública sobre PIB cayó de 65% en 2002 a 54% en 2004, pero lo que es aún más destacable es que el incremento de la participación de deuda en moneda doméstica y la extensión de los plazos de vencimiento. Este era un escenario impensado hace pocos años cuando el continente parecía marchar hacia una creciente dolarización.

En el frente externo, América Latina ha fortalecido su posición externa con una mejora de la cuenta corriente que el año pasado alcanzó 1% del PIB, luego de haber exhibido un déficit de 4,6% del PIB en 1998. Asimismo, se ha notado una apreciable mejora de otro indicador de solvencia como la deuda externa expresada en términos de las exportaciones totales de bienes y servicios.

Los países de la región han continuado acumulando reservas internacionales como política anticíclica a partir de una estructura de precios relativos favorable. En particular, sumando las tres economías más importantes de América Latina (México, Brasil y Argentina), Chile y los cinco países de la Comunidad Andina las reservas internacionales aumentaron más de USD 50.000 millones entre fin de 2002 y fin de 2004 y superaron los USD 200.000 millones.

En este marco, los países de América Latina no han tenido mayores problemas para acceder nuevamente a los mercados internacionales de crédito. Sin embargo, en contraste con lo ocurrido en los 90, muchos países de la región han aprovechado las condiciones económicas favorables para mejorar sus posiciones financieras, cubrir por adelantado las necesidades de

financiamiento y reducir sus niveles de endeudamiento. No se observan “booms” de crédito y los sistemas financieros cuentan con mejores niveles de regulación. De esta forma, la región está utilizando al sistema financiero internacional para reducir la volatilidad del ciclo, evitando crear burbujas especulativas y reduciendo la exposición al riesgo cambiario.

La mejora de los *fundamentals* de América Latina constituye una nueva realidad reflejada en los mercados financieros internacionales: el marcado descenso de los spread de riesgo soberano y en el de-coupling con respecto a los “junk bonds” de Estados Unidos que se apreció en el segundo trimestre de 2005, luego de la reducción de la calificación crediticia de Ford y General Motors. Por lo tanto, vale la pena preguntarse si la mejora observada en la región responden a una coyuntura internacional excepcionalmente favorable o si hay elementos permanentes que hacen a la región menos vulnerable que antes a los shocks externos tanto negativos como positivos.

2. Un nuevo paradigma macroeconómico

Para afianzar los cambios en las condiciones macroeconómicas descrito en América Latina es necesario que los bancos centrales y el resto de los hacedores de política avancen hacia un nuevo paradigma de política económica. Sólo así se podrán consolidar las mejoras alcanzadas y garantizar crecimiento económico sostenido y estabilidad de las variables nominales. En este contexto es en el que la reforma de los bancos centrales en la región debería ser concebida. No como un hecho aislado, sino como parte de una estrategia conjunta de mejora del diseño de la política económica y del fortalecimiento de las instituciones.

La efectividad de las reformas en los bancos centrales va a estar dada por su consistencia interna pero también por su interacción eficiente con el resto de la política económica, en particular la política fiscal.

La disciplina macroeconómica permite potenciar el crecimiento económico brindando a los ciudadanos un ambiente predecible para la toma de decisiones. En otras palabras, constituye un elemento clave para atenuar uno de los problemas más graves que América Latina históricamente ha sufrido: la volatilidad e inestabilidad macroeconómica. Este factor ha operado generando no sólo un impacto negativo sobre las variables económicas (principalmente la inversión) sino también distorsiones que afectaron el desarrollo de largo plazo y la distribución del ingreso.

En términos generales, esto implica considerar dos cuestiones fundamentales: que la disciplina no debe asociarse con “rigidez” en el diseño y aplicación de las políticas económicas; y que la implementación debe evitar las soluciones “universales” y respetar las condiciones particulares de cada país.

Por lo tanto, se pueden enunciar ciertos principios básicos que contribuyen con la generación de un ambiente económico previsible:

- a. Solvencia fiscal
- b. Sustentabilidad externa
- c. Flexibilidad cambiaria
- d. Política monetaria prudente, predecible y transparente
- e. Política financiera sólida y anticíclica

a. Solvencia fiscal

Luego de la crisis de financiamiento de la última década, los gobiernos de la región han realizado un notable esfuerzo en materia fiscal para mejorar la posición de endeudamiento y reducir la vulnerabilidad de las economías ante *shocks*, mostrando importantes mejoras en los últimos años.

Así, los países han avanzado en recrear y profundizar instituciones presupuestarias que incentiven al gobierno a mostrar una respuesta fiscal prudente ante *shocks* favorables, es decir, que estimulen a respetar su restricción presupuestaria intertemporal. En este sentido, el desendeudamiento o los fondos anticíclicos han sido una respuesta.

A pesar de estos progresos, los ratios de deuda pública sobre PIB todavía se ubican en niveles elevados (encima de 50%) y algunos resultados fiscales estructurales todavía no muestran una posición sólida (son deficitarios cuando se corrigen por el ciclo económico), lo que obliga a los países de la región a continuar realizando esfuerzos para fortalecer aún más sus cuentas públicas. Asimismo, esos esfuerzos deberían minimizar los efectos negativos sobre la equidad y la eficiencia económica.

b. Sustentabilidad externa

El dinamismo exportador constituye otro factor relevante para la generación de un ambiente macroeconómico estable, por su efecto positivo en la solvencia intertemporal externa. Más allá de su contribución al crecimiento sostenido a través de permitir la ampliación de la capacidad productiva por encima de los límites del mercado doméstico, y por el estímulo que genera en la mejora de la productividad de la economía por estar en contacto con un ambiente competitivo más exigente, las ventas al exterior permiten evitar cuellos de botella en la balanza de pagos, colaborando con la sostenibilidad de las cuentas externas.

En este sentido, la región ha mostrado un importante dinamismo exportador con ventas al exterior pasando de 15% del PIB a principios de los 90 hasta 25% del PIB en 2004. A pesar de este desempeño, deberán continuar los esfuerzos para ampliar los flujos comerciales a través de una mayor intensidad en las negociaciones comerciales internacionales.

c. Flexibilidad cambiaria

La experiencia de la región ofrece algunas lecciones en cuanto a la elección del régimen cambiario. Los regímenes monetarios basados en tipos de cambio fijos resultaron frágiles y difíciles de mantener por la creciente movilidad de capitales, y por ende más vulnerables a ataques especulativos que otros arreglos cambiarios. Estos esquemas no brindaron las condiciones suficientes para asegurar la disciplina fiscal y dificultaron el ajuste de la economía ante *shocks* externos adversos.

Se observa en la región una tendencia hacia los regímenes cambiarios más flexibles en comparación a la situación existente a principios de los 90, aunque en muchos casos se trata de regímenes de flotación administrada. Así, la posibilidad de flexibilizar el tipo de cambio depende del nivel de *pass through*, del grado de dolarización de la economía, del desarrollo del mercado de derivados sobre tipo de cambio, del nivel óptimo de reservas, entre otras

cuestiones, en las que los países de la región deberán continuar mostrando progresos para poder contar con el tipo de cambio como herramienta plena de absorción de shocks externos.

Claramente, no existe en la literatura un régimen óptimo universal y así como vemos que la experiencia de los 90 desmitificó los regímenes fijos, hay condicionantes como el descalce de monedas o la dolarización financiera que hacen para muchos países difícil una flotación cambiaria pura.

d. Política monetaria prudente, predecible y transparente

Es el principal aporte que los Bancos Centrales pueden hacer para la generación de un ambiente macroeconómico estable. Los países de la región tuvieron éxito en la tarea de reducir la tasa de inflación, por lo que pueden rescatarse algunas lecciones aprendidas durante dicho proceso. Por un lado, no alcanza con el diseño del régimen monetario, por más duro que sea, para asegurar la estabilidad macroeconómica. Por ejemplo, un régimen de caja de conversión puede evitar la financiación del desequilibrio del sector público vía emisión monetaria, pero no impide la emisión de deuda pública. Más aún, estos regímenes estimulan el endeudamiento en moneda externa al percibirse implícitamente como un seguro de cambio gratuito.

La otra lección se relaciona con el grado de compromiso (y de flexibilidad) que se adopta al momento de diseñar un programa monetario. Un insumo básico para generar un ambiente de estabilidad es proveer a la economía de un ancla para las variables nominales y para las expectativas del sector privado sobre esas variables. Por ello, la estabilidad de precios debe buscarse, dentro de lo posible, con cierto grado de flexibilidad para poder contar con un margen para estabilizar la economía real en el corto plazo y para poder absorber los *lags* con que se manifiesta la política monetaria sobre los precios.

e. Política financiera sólida y anticíclica

La experiencia reciente de la región ha mostrado que no alcanzó, en algunos casos, con contar con una buena regulación del sistema financiero para evitar las crisis. El sobreendeudamiento, los descalces de moneda en los balances de las empresas, del gobierno y de las familias, el escaso desarrollo relativo del mercado de deuda en moneda doméstica, y la elección del régimen cambiario y monetario fueron elementos que contribuyeron con la vulnerabilidad de las economías.

Pueden enumerarse varios elementos que contribuyen con el objetivo de reducir la volatilidad de los flujos de capitales y que forman parte de una política de desarrollo del sistema financiero entre los que se destacan:

i. Acumular reservas internacionales en la fase expansiva del ciclo: La economía monetaria internacional ha sido testigo durante este último decenio de un notable fenómeno: el crecimiento explosivo a nivel global de las reservas internacionales.

La acumulación de reservas obedece a la necesidad de políticas macroeconómicas contracíclicas que estabilicen y suavicen las fluctuaciones del ciclo económico, es decir, contar con cierto grado de liquidez en divisas para cumplir con sus obligaciones con el exterior y afrontar cambios abruptos en las condiciones financieras externas (derivados de *shocks*

financieros o reales), y así atenuar el impacto de los ajustes frente a desequilibrios y garantizar la continuidad de las instituciones cambiarias y monetarias.

Estas razones se potencian ante la falta de una reforma en la arquitectura financiera internacional, que hasta el momento, con las instituciones existentes, ha sido incapaz de reducir la volatilidad en las economías emergentes y evitar las crisis financieras recurrentes.

Por otra parte, la literatura económica no ha hallado una respuesta al interrogante de cuál sería el nivel de reservas óptimo para una economía pequeña y abierta, tanto en el área comercial como financiera. El nivel óptimo surgiría de resolver el *trade-off* entre los costos y beneficios de acumular reservas. Entre los beneficios se cuenta la posibilidad de afrontar, ante un abrupto corte en el financiamiento, los pagos de corto plazo de importaciones y de deuda externa, como así también evitar oscilaciones bruscas del tipo de cambio nominal y reducir la prima de riesgo de la economía. Entre los costos, se destaca la pérdida de ingresos potenciales por no aprovechar dichos fondos en inversiones con mayor rendimiento (aunque de menor liquidez y mayor riesgo) y los egresos cuasifiscales generados por la eventual esterilización de la intervención mediante la emisión de títulos de deuda domésticos.

ii. *Evitar la sobre exposición de la economía al riesgo crediticio, cambiario y de plazos:* Los descalces de monedas, la concentración de deuda en el corto plazo y la sobre exposición del sistema financiero al riesgo crediticio de algún sector en particular (sector público, o sectores no transables) son elementos que han estado presentes en la mayoría de las crisis financieras emergentes de los últimos años.

Un elemento clave en este punto es la determinación de una apropiada regulación y supervisión del sistema financiero que evite la vulnerabilidad de la economía ante la concentración de riesgo en actividades riesgosas o por descalces en las hojas de balance de las entidades financieras.

Por otra parte, el manejo de la política monetaria y la elección del régimen cambiario también pueden influir en el descalce de plazos y monedas. Así, en una economía con inflación alta y variable se dificulta la emisión de títulos en deuda doméstica a favor de los indexados a tipo de cambio o inflación; y se acortan los plazos de emisión de los pasivos. Mientras que un régimen de tipo de cambio fijo puede estimular el endeudamiento en dólares ante la percepción de una garantía implícita sobre el tipo de cambio.

Asimismo, también resulta conveniente el monitoreo de la exposición al riesgo de otros sectores de la economía que también pueden generar inestabilidad macroeconómica a través de su impacto en el sistema financiero, como el sector público, el sector corporativo y las familias.

En este contexto, en parte como consecuencia de las crisis financieras recientes, puede observarse en la región una reducción de la exposición al riesgo cambiario y de plazos. Tanto la relación de deuda externa de corto plazo sobre reservas como del M2 sobre reservas internacionales muestran una tendencia descendente en los últimos años.

iii. *Desarrollar el mercado de deuda en moneda doméstica:* En general los mercados domésticos de bonos en América Latina son segmentados y con escasa liquidez, con la deuda

tendiendo a concentrarse en el corto plazo y en moneda extranjera, lo que estimula el riesgo de plazos y cambiario

Las razones del bajo desarrollo de los mercados nacionales de activos financieros pueden encontrarse en la elevada volatilidad macroeconómica (que también llevó a una baja tasa de ahorro doméstico), el desarrollo limitado de los inversores institucionales, la pobre infraestructura del mercado de capitales, los altos costos para emisión y comercialización de activos financieros y las restricciones impositivas y regulatorias.

En este escenario, el desarrollo de los mercados en moneda doméstica puede actuar como un seguro frente a la volatilidad de los flujos de capitales, ya que reduce la dependencia sobre los préstamos bancarios y sobre los capitales del exterior, estimula el ahorro doméstico por una mayor oferta de instrumentos financieros, mejora la eficiencia de la intermediación financiera (la curva de rendimientos del gobierno facilita el *pricing* de la deuda corporativa) y reduce los descalces de moneda y plazos (estimulados por la incapacidad de emitir internacionalmente papeles de deuda denominados en moneda doméstica).

La emisión de instrumentos ajustados por precios locales puede colaborar también con el desarrollo del mercado doméstico, ya que pueden contribuir con el alargamiento de plazos y con una mayor profundidad del mercado.

3. La experiencia de la política monetaria argentina de los últimos años

Luego de la fuerte crisis financieras generada en la caída del régimen de convertibilidad, el BCRA debió hacer frente a una reconstrucción del sistema financiero y, al mismo tiempo, debió construir las bases de credibilidad necesarias para recuperar el control de la política monetaria, luego de 10 años de regla automática.

En primer lugar se estableció un marco de metas de agregados monetarios como mecanismo de ancla nominal para contener las expectativas de inflación luego de la fuerte depreciación del tipo de cambio durante la crisis. En efecto, el BCRA tiene objetivos de inflación implementados a través del control directo de los agregados monetarios que son determinados con anticipación. En particular, podemos decir que el Banco Central cumplió su Programa Monetario por noveno trimestre consecutivo. El Programa de este año, contempla una reducción del estímulo monetario, a partir de una expansión de la Base Monetaria Amplia (BMA) significativamente menor a la registrada durante 2003 y 2004. Este cambio en el sesgo de la política monetaria se reflejó en una contracción de la BMA de 3,5% en términos reales durante 2005. Asimismo, el Banco Central mantuvo su política de aumento gradual de las tasas de interés en las emisiones de LEBAC durante 2005.

En el caso particular de Argentina, tanto para preservar la estabilidad de precios como para bregar por la estabilidad del sistema financiero, a través del Banco Central, se lleva a cabo una política prudencial de acumulación de reservas internacionales. Esta estrategia utilizada por varios Bancos Centrales de la región, que como se explicó previamente, se orienta a evitar movimientos disruptivos en el mercado cambiario ante cualquier tipo de shock que pudiera afectar el normal flujo de pagos internacionales, tanto del sector público como del sector privado y, de este modo, reducir la vulnerabilidad externa. El nivel de reservas internacionales alcanzado a principio de octubre (USD 26.000 millones) es el mayor desde abril de 2001 y constituye una contribución institucional a la macroeconomía del país. Sin duda, dadas las

imperfecciones de la arquitectura financiera internacional, la autoaseguración es una muestra de responsabilidad y de la constante búsqueda de reducir la volatilidad endémica de nuestras economías. Lo importante es remarcar que esta política es una opción superadora frente a propuestas de cerrar las economías a la globalización ya que permite mantener la apertura comercial y financiera de la economía, convencidos de que es la mejor forma de maximizar el bienestar de la población.

Con el fin de limitar el impacto de esta política de acumulación de reservas, Argentina utiliza diferentes instrumentos de absorción monetaria: desde comienzos de 2005 el BCRA cambió el sesgo de la política monetaria, y a partir de entonces acentuó el uso de los diferentes instrumentos de regulación monetaria. De tal forma, la expansión monetaria resultante de política prudencial de acumulación de reservas fue en parte esterilizada mediante la colocación de letras y notas, la concertación de pasivos con las entidades financieras y el cobro de redescuentos que habían sido otorgados durante la crisis de 2001.

El desarrollo del mercado de pasivos le permite al BCRA disponer de una tasa de interés de referencia de corto plazo como instrumento de política monetaria. Así, mediante la concertación de pasivos activos y pasivos, la autoridad monetaria establece un corredor de referencia hacia el cual han convergido las tasas de interés de corto plazo del mercado monetario. El resto de las tasas del mercado monetario, en particular las pasivas y las del mercado de *call* comenzaron a seguir una tendencia similar a las establecidas por el Banco Central tanto a través del mercado de pasivos como mediante la colocación de letras y notas. Desarrollar este mecanismo de tasas de referencia es una reforma que el BCRA ve como trascendente en vistas del objetivo de poder migrar de una meta de una meta intermedia cuantitativa (basada en agregados monetarios) a otra meta intermedia basada en la fijación de una tasa de interés de referencia.

A diferencia de la convertibilidad donde el dinero era completamente pasivo y los fuertes aumentos de la base monetaria estaban determinados por las entradas de capitales, en la actualidad se sigue un esquema más conservador esterilizando todo lo que exceda el límite establecido por el Programa Monetario. La política de esterilización de la entrada de capitales continúa siendo el principal factor de contracción de la BMA.

Respecto a la fuerte crisis atravesada por el sistema financiero, el objetivo del Banco Central fue fijar normas claras, transparentes, equitativas para todos los bancos. El BCRA ha emprendido un proceso de saneamiento de las entidades financieras, que junto con el proceso de crecimiento económico, ha permitido que las mismas muestren mejoras significativas en los ratios de solvencia, liquidez, calidad de la cartera y exposición al riesgo cambiario. Las medidas han sido numerosas, los resultados en materia de evolución de los depósitos y los créditos, simultáneamente con que las entidades exhiben niveles de capitalización y liquidez superiores a los exigidos demuestran los avances alcanzados luego de haber atravesado una crisis sin precedentes.

En esta línea, se creó un esquema de cancelación anticipada de la asistencia por iliquidez gestada durante la crisis 2001-02. Durante 2005, las cancelaciones de redescuentos por parte de los bancos comerciales adquirieron mayor importancia, acumulando \$ 8.100 millones. Tal comportamiento constituye una fuerte demostración del grado de recuperación de las entidades financieras luego de la crisis. También muestra que, a diferencia del pasado, este es un Banco Central que cobra cada uno de los préstamos que otorga (*no free lunch*), lo que da mayor

solidez a su hoja de balance y al valor de sus activos, y a la vez, le permite consolidar la credibilidad de su rol como prestamista de última instancia.

Otra de las normas de regulación prudencial aplicadas fue que se limitó el financiamiento por parte de las entidades financieras al sector público. De esta forma, en el último año, la exposición del sistema financiero al sector público se ubicó en 32% del total de los activos, luego de haber alcanzado valores superiores a 40% durante el período inmediato a la salida de la crisis.

Por último, cabe destacar los avances alcanzados en materia de transparencia y comunicación por parte del Banco Central. En primer lugar, trimestralmente debemos dar cuenta ante el Senado de la Nación los resultados obtenidos respecto al Programa Monetario y justificar desvíos si ese fuera el caso. En segundo lugar contamos con un régimen de publicaciones (basado en dos pilares que consisten en el Informe de Inflación y el Boletín de Estabilidad Financiera) más exigente que el mencionado en las recomendaciones de Basilea.

América Latina está en la dirección correcta, con prudencia y sin recetas universales. En este contexto, establecer un paradigma de disciplina macroeconómica no sólo para el Banco Central sino para toda la gestión pública será la forma de garantizar la estabilidad de precios y un crecimiento económico sostenido en el largo plazo.