

El Rol del BCRA: Uso de Reservas, Política Monetaria, e Inflación

Pablo E. Guidotti

Decano, Escuela de Gobierno
Universidad Torcuato Di Tella

UCEMA, Junio 2010

Introducción

- La inflación se ha transformado en uno de los problemas principales de la economía argentina.
- Sin embargo, no se identifica en la discusión pública la responsabilidad del BCRA en el proceso inflacionario. (Cambios de precios relativos, inflación externa, gasto público, “puja distributiva” y aumento de salarios.) (Como si estos factores no estuvieran presentes en otros países.) (Ausencia de responsabilidad en discursos del BCRA, e intervención del Indec.)
- Desde la Convertibilidad, la estabilidad de precios no está anclada en la Carta Orgánica del BCRA en la discusión pública.
- Durante este año, se ha planteado una discusión que mezcla el uso de las reservas internacionales para amortizar deuda pública, con la Carta Orgánica del BCRA y su independencia, y con los riesgos inflacionarios. Interactúan aspectos legales (formales) con elementos de una discusión genuina de política económica.
- Temas a analizar:
 - Reservas Internacionales en Economías Emergentes y su Rol de Auto-Seguro
 - El Marco de Política Monetaria en la Argentina y la Carta Orgánica del BCRA. Instrumentos legales utilizados para modificar la Carta Orgánica del BCRA – Antecedentes)
 - Relación entre uso de reservas, el marco de política monetaria del BCRA, y la inflación
- Reflexiones Finales

Reservas Internacionales en Economías Emergentes

- Las Reservas Internacionales de las Economías Emergentes y en Desarrollo pasaron de USD 577 bn en 1996 y USD 857 bn en 2001 a USD 5.3 trillones en 2009.
- Del aumento de USD 4.4 trn entre 2001 y 2009, USD 2 trn corresponden a China (un 45%) (USD 2.2 trn en 2009)
- El aumento (ex-China) ocurre en todas las regiones (en LATAM Brasil, USD 220 bn, y Mexico, USD 94 bn), y no está explicado sólo por superávits en cuenta corriente producto de mejoras en los términos del intercambio (exp de petróleo, aumento de USD 1.3 trn).
- En la Argentina la suba es más una recuperación de la crisis 2001/02: Las reservas netas alcanzan ahora unos USD 35 bn, recuperando el nivel de Febrero de 2001.
- El rol de las reservas cómo auto-seguro es un factor importante detrás del aumento generalizado de reservas.

Reservas Internacionales como Auto-seguro

- Frenazos bruscos en los flujos de capitales o “Sudden Stops” (Calvo y Reinhart, 2000)
- Definición de frenazo en Guidotti, Sturzenegger, y Villar (2004):
 - Contracción en la cuenta capital de más de dos desvíos estándar (Calvo et. al.)
 - Contracción de la cuenta capital de 5% del PBI o más
 - Mejora en la cuenta corriente de 2% del PBI o más en el año del frenazo, en el siguiente, o en el bienio.
- Entre 1974 y 2001, existieron más de 250 episodios de frenazo alrededor del mundo.
- Para América Latina, estos eventos implicaron, en promedio, una contracción de 13.5% del PBI, una mejora en la cuenta corriente de 10% del PBI, y una pérdida significativa en la actividad económica.

Reservas Internacionales como Auto-seguro

- Importancia de las restricciones de liquidez en el análisis de la sostenibilidad de la política fiscal.
- Límites al Endeudamiento (Reinhart, Rogoff, y Savastano “Debt Intolerance” 2003, Guidotti 2003 y 2007)
- Regla Guidotti-Greenspan (1999, 2003, 2007)
 - Combina manejo de la estructura de madurez de la deuda pública con activos líquidos (reservas) y la posible asistencia del FMI. Sector privado vs. público. (Izquierdo y Talvi, 2009)
 - Objetivos: dotar a las EE de autonomía financiera por al menos 1 año, y hacer creíble y efectiva a la asistencia del FMI ante crisis sistémicas
 - La Estrategia de Manejo de Liquidez situada en el Tesoro
- ¿Cuál es el nivel de reservas óptimo? Tema es discusión.
- Propuesta de Summers (2006)
- Desbalances Globales y Reservas (cuenta corriente y acumulación de reservas, ineficiencia del auto-seguro)
- Conclusiones

Política Monetaria en la Argentina

- Independencia del Banco Central (Calvo, 1978 y 1988, y Barro y Gordon, 1983)
 - Independencia Funcional
 - Objetivo (misión) de la política monetaria
 - Se fortalece la credibilidad al separar la política monetaria de otras decisiones de política económica (fiscales o actividad económica)
 - Independencia Política
- Carta Orgánica del BCRA del 1992 (Ley 24.144)
 - Independencia Funcional
 - Art. 3 – “Misión primaria y fundamental del BCRA es preservar el valor de la moneda”
 - Art. 19 y 20 – Diversos límites (explícitos) en la relación financiera entre BCRA y el Tesoro, y entre BCRA y el sistema financiero.
 - Independencia Política
 - Art. 3 – “En la formulación y ejecución de la política monetaria y financiera el BCRA no estará sujeto a órdenes, indicaciones o instrucciones del Poder Ejecutivo Nacional.”
 - Acuerdo del Senado y Duración de Mandatos en el Directorio (Arg. 6 años, Chile 10 años y USA 14 años)

Modificaciones a la C.O. del BCRA

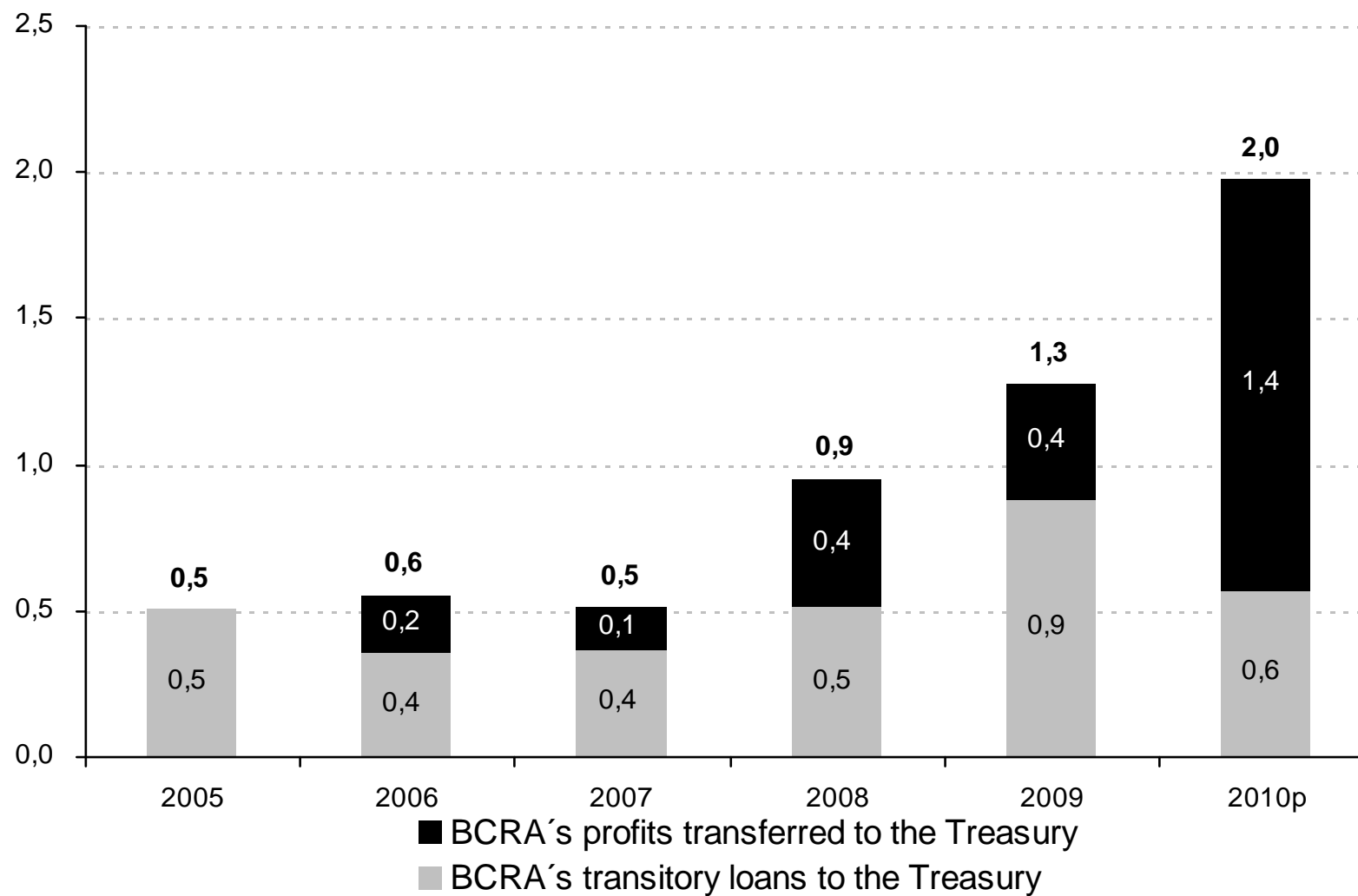
- Los 1990s
 - Convertibilidad (vetos) y Efecto Tequila (Ley 24485/95)
 - La relación con el Congreso: Vetos (Dec. 1860/92), Ley 24485/95, Dec. 1373/99. (Teoría vs realidad).
 - El capital del BCRA y la distribución de utilidades (Dec. 1860/92)
- La década actual
 - Devaluación, Cesación de pagos y Pesificación ⇒ pérdida de independencia funcional
 - Más flexibilidad de asistencia a bancos (Dec. 1523/01 y Ley 25562/02)
 - Facultad de emitir deuda (Dec. 401/02)
 - Modificación de los art. 19 y 20: Eliminación de límite al la compra de títulos públicos, y reaparición de los “adelantos transitorios” (Leyes 25780/03 y 26422/08)
 - Modificación del art. 33: Eliminación del límite de 1/3 de las reservas en títulos (Ley 25562/02), y ambigüedad del nuevo texto (ref. en Dec. 298/10)
 - Otras modificaciones implícitas vía Ley de Convertibilidad (23928/01) (Pago al FMI, y Dec. 2010/09)

Efectos

- Deuda del BCRA (Lebacs y Nobacs)
 - Stock: USD 13 bn \Rightarrow Reservas netas de USD 35 bn (sin contar pasivos con BIS)
 - Esterilización y tipo de cambio fijo
 - Alquiler de reservas
- Financiamiento Monetario al Tesoro
 - Adelantos Transitorios (Stock: USD 9.9 bn, 2010: USD 4 bn)
 - Transferencia de utilidades incluyendo ganancias de cambio (2010: USD 5 bn)

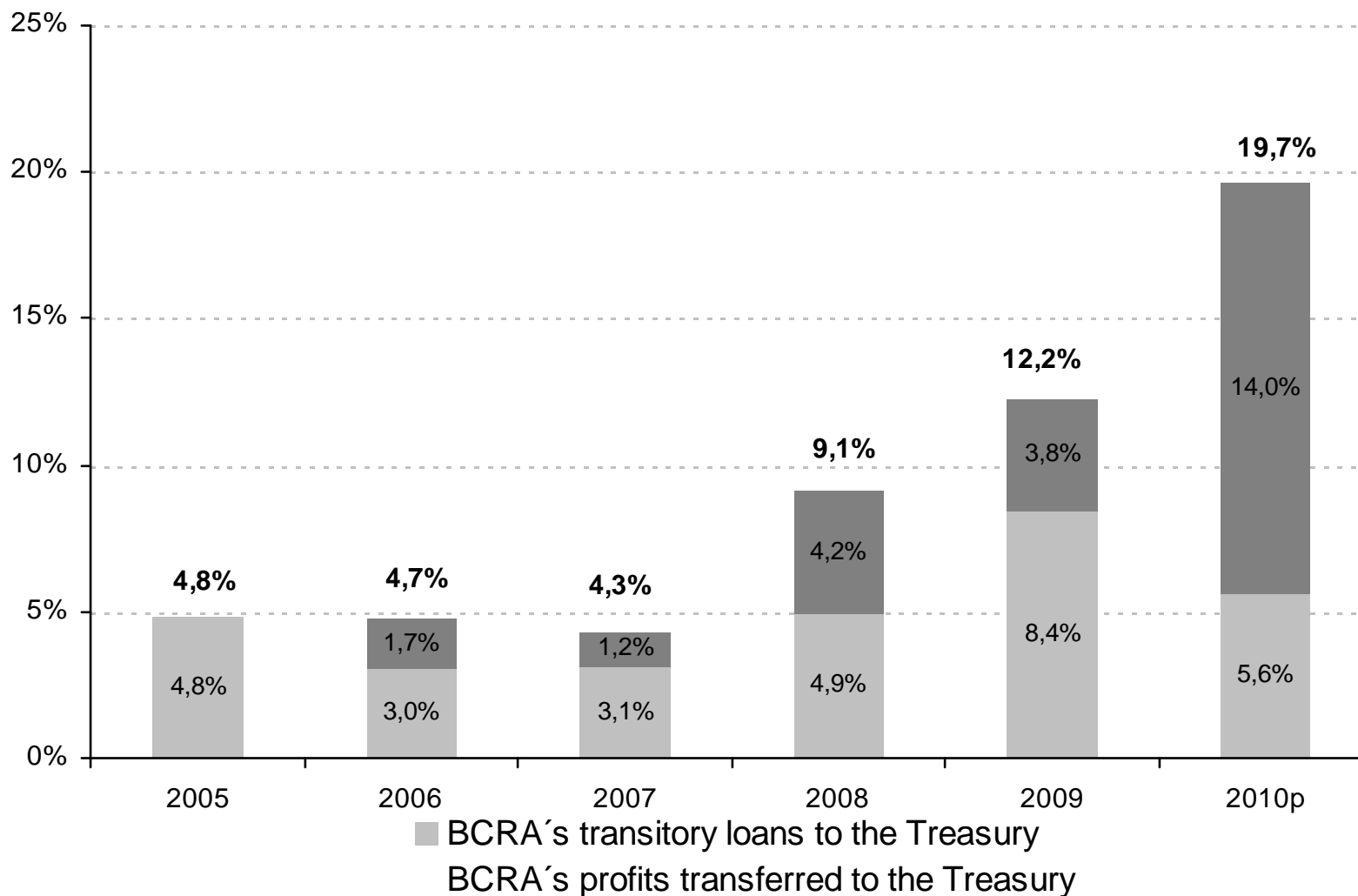
Financiamiento Monetario al Tesoro

% of GDP



Financiamiento Monetario al Tesoro

% of the Monetary Base



Conclusiones

- No es ilógico utilizar transitoriamente reservas internacionales como parte del manejo de activos y pasivos del sector público. (Contenido del Dec. 298/10 es, en principio, razonable)
- Sería conveniente que la liquidez estuviera en el Tesoro, y que el BCRA no emitiera deuda. Desarrollo de una estrategia integral de manejo de liquidez incluyendo activos y pasivos (incluyendo pasivos contingentes) del sector público.
- Hoy las reservas de Argentina son menores que lo deseable. Prudencia en el uso de reservas.
- La pérdida de independencia funcional del BCRA se manifiesta en un incumplimiento de su misión desde por lo menos el 2007 (Este debiera ser el foco del debate).
- El problema de la inflación está reflejando cada vez más un aumento importante en la emisión monetaria para financiar al Tesoro.
- Deben volverse a incluir en la C.O. del BCRA las limitaciones que existían en los 1990s al financiamiento del BCRA al Tesoro (art. 19 y 20)
- No utilizar reservas en un contexto en el cuál el Tesoro no tiene acceso al crédito puede aumentar la inflación si la respuesta del Estado es recurrir a mayor financiamiento monetario.