

La **fiera** domada



Qué hicieron los bancos centrales de América Latina para superar la hiperinflación y transformarse en guardianes de la estabilidad de precios

Agustín Carstens y Luis I. Jácome H.

EN 1990, la inflación media en América Latina alcanzó un nivel sin precedentes del 500%. En Argentina, Brasil y Perú —tres de las economías más grandes de la región— se registraron tasas de cuatro dígitos, y ningún país logró reducirlas a menos del 10%. Ante la consiguiente caída del nivel de vida, los gobiernos adoptaron profundas reformas estructurales (incluida la del banco central) que sirvieron de base para combatir con éxito la inflación.

Actualmente, la inflación es inferior al 10% en la mayoría de los países de América Latina. Los bancos centrales han cumplido un papel esencial en este cambio, pero deben abordar aún tres problemas: 1) la mayoría de ellos no ha logrado la estabilidad de precios, 2) en varios países deben recuperar la confianza del mercado en la moneda nacional y 3) deben mantener una política coherente ante los volátiles flujos de capital. Las crisis bancarias recurrentes y la falta de disciplina fiscal pueden comprometer la capacidad del banco central para afrontar estas dificultades.

La reforma del banco central

En casi todos los países de la región —comenzando por Chile en 1989— se han aprobado leyes que refuerzan la autonomía del banco central, a cambio de una mayor rendición de cuentas. Estas reformas tienen cuatro objetivos, de distinta prioridad según el país:

- **Misión clara** de procurar la estabilidad de precios, más que el crecimiento económico (que solía ser el objetivo principal).
- **Autonomía política** para formular la política monetaria, lo cual ha desvinculado del calendario electoral el proceso de determinación de políticas.
- **Autonomía operacional** para conducir sin restricciones la política monetaria, con autoridad para fijar las tasas de interés sin interferencia del gobierno, y estrictas limitaciones para financiar el déficit fiscal (y, a veces, prohibición de hacerlo).
- **Rendición de cuentas** respecto al logro de las metas de inflación.

En la mayoría de los países, estos cambios institucionales se han complementado con la reforma del régimen de política moneta-



ria. En los últimos 10 años, la mayoría de los bancos centrales replazaron un régimen de tipo de cambio fijo por un régimen flexible. A comienzos de los años noventa, cuando los índices de inflación rondaban los tres dígitos, la mayor parte de los países adoptó estrategias de estabilización basadas en un ancla cambiaria apoyada por la creciente afluencia de capital. En la práctica, esto significó que, en su mayoría, los bancos centrales renunciaron a su autoridad para conducir la política monetaria (o la restringieron mucho). Sin embargo, una serie de crisis financieras sistémicas —a veces combinadas con una política fiscal excesivamente expansiva— provocaron el derrumbe de los tipos de cambio fijos en Argentina, Brasil, Ecuador, México, Uruguay y Venezuela.

La transición a un régimen de tipo de cambio flexible fue traumática y causó devaluaciones rápidas y pronunciadas. Para restablecer un ancla nominal, los bancos centrales de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú fijaron metas de inflación a fines de los años noventa y principios del nuevo milenio. La nueva legislación permitió al banco central formular una política monetaria con objetivos precisos, basada en un proceso decisorio independiente y transparente, y sujeta a estrictas normas de rendición de cuentas. La mayoría de los bancos aprovechó su nueva autonomía para modernizar sus operaciones en un marco de flexibilidad cambiaria. En lugar del método tradicional de controlar la base monetaria como meta intermedia, optaron por utilizar la tasa de interés a corto plazo como palanca principal de la política monetaria. Actualmente, varios bancos centrales dan señales de la orientación de su política modificando la tasa de interés a corto plazo.

La esquivada estabilidad de precios

La reforma institucional de la política monetaria, junto con otros cambios macroeconómicos y estructurales, ha producido un extraordinario descenso de la inflación en América Latina (véase el recuadro). Pero no debe caerse en la auto-complacencia. La inflación media se ha reducido a menos del 10%, pero en la mayoría de los países no converge aún con los niveles internacionales. Esto es importante pues la inflación tiende a restringir el crecimiento económico en el largo plazo y, por tanto, retarda el tan necesario mejoramiento de las condiciones de vida. No obstante, podría ser difícil reducir más la inflación dados los posibles efectos adversos sobre el producto en el corto plazo. En los años noventa, las políticas antinflacionarias constituían un objetivo social fundamental en la región, pero, después de tres décadas de escaso aumento del PIB per cápita, los gobiernos están tratando de estimular el crecimiento económico.

En este contexto, los bancos deberán esforzarse por estabilizar los precios y minimizar los posibles efectos adversos de su política sobre el producto. Para ello, es esencial que sus políticas sean más transparentes y predecibles. Esto contribuiría a reducir las tasas de interés, y alentaría así la inversión y la producción. Si bien los bancos centrales de la región (sobre todo los que fijan metas de inflación) han establecido una mayor transparencia, en muchos países se requieren mejoras. América Latina está a la zaga de Europa, Asia, Oriente Medio y Asia central en cuanto a la transparencia de la política monetaria (Carstens y Jácome, 2005). Además, los bancos deben actuar coherentemente frente a los shocks exógenos o los shocks inducidos por

Las ventajas de la autonomía

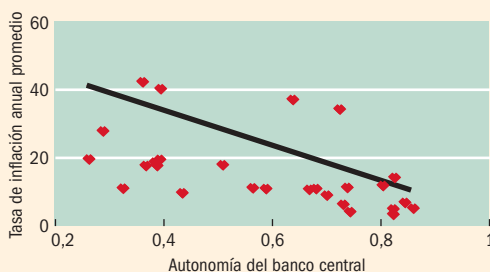
¿Se reduce la inflación al aumentar la autonomía legal (de jure) del banco central? Como indica el gráfico 1, si se consideran los períodos anterior y posterior a la reforma del banco, la correlación entre esas dos variables es negativa. Según un estudio reciente del FMI sobre América Latina y el Caribe (Jácome y Vázquez, 2005), la autonomía del banco central, junto con otras variables macroeconómicas, contribuye a reducir la inflación, aunque no se ha probado una relación de causalidad. En el análisis se usa un índice general de la reforma estructural (excluidos los aspectos monetarios) y la inflación externa.

Sin embargo, y en contra de lo que generalmente se cree, la relación no aparece en el caso del déficit fiscal. Esto significa que la reforma del banco central no propició una mayor disciplina fiscal en América Latina (aunque debe tenerse presente que durante este período la política fiscal estuvo influenciada por las crisis bancarias y sus consiguientes costos fiscales). Aparentemente, los gobiernos, para financiar el déficit fiscal, optaron simplemente por la deuda pública en lugar de recurrir a los préstamos del banco central.

Gráfico 1

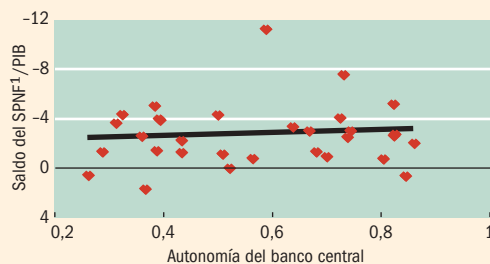
Abajo con los precios

La autonomía del banco central ha ayudado a reducir la inflación en América Latina . . .



Fuentes: Jácome y Vázquez (2005) y FMI, *International Financial Statistics*.

. . . pero al contrario de lo que mucha gente cree, no ha tenido un efecto tangible en el déficit fiscal.



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*, y Departamento del Hemisferio Occidental del FMI.

¹SPNF = sector público no financiero.

Nota: La autonomía del banco central se mide en una escala de 0 a 1, en la cual 1 denota un máximo de autonomía. Esta es una adaptación del índice creado por Alex Cukierman.

las políticas, y explicar mejor las medidas que adoptan para combatir la inflación. Esto ayudará a los participantes en el mercado a prever las reacciones del banco central, lo cual reducirá la incertidumbre y predispondrá mejor a los mercados a alinear sus expectativas de inflación con las metas del banco central.

También es necesario reforzar la autonomía de facto del banco central. El alto grado de rotación de los gobernadores de bancos centrales es motivo de inquietud. En promedio, en la región, permanecen en su cargo por unos dos años y medio, aunque, en general, son nombrados para un período de cuatro a seis años. Esta rotación es mayor que en los países industriales, donde frecuentemente los gobernadores completan su mandato, que a veces incluso se prorroga.

Pesos en lugar de dólares

Otro problema es cómo hacer frente a la dolarización generalizada de la región (uso de dólares en lugar de moneda nacional). En muchos países, la dolarización fue una forma de superar largos períodos de inflación y una falta de confianza en la moneda nacional. Esto contribuyó a la estabilización macroeconómica, pero actualmente dificulta la conducción de la política monetaria. También ha creado vulnerabilidades en los sistemas financieros y ha impedido dar una respuesta eficaz a las crisis bancarias.

En algunos países de América Latina, el alto grado de dolarización financiera (los agentes económicos mantienen gran parte de sus activos y pasivos en dólares) ha hecho que los bancos centrales actúen con reserva en cuanto a permitir la flotación de la moneda nacional, dado el efecto lesivo que podría tener una depreciación en los participantes en el mercado sin cobertura; el llamado “miedo a la flotación” (Calvo y Reinhart, 2002). Algunos bancos afrontan también el “problema del peso”, o sea, una persistente falta de confianza en la moneda nacional, que se manifiesta en elevadas tasas de interés reales, atribuibles a la prima impuesta por los mercados por temor a una depreciación repentina del tipo de cambio, incluso cuando el riesgo es mínimo.

Tomará tiempo superar la dolarización. Si bien el fortalecimiento institucional de la política monetaria es una medida importante, los bancos centrales deben mejorar su credibilidad cumpliendo regularmente sus metas de inflación. Pero esto no bastará. También deberán crear instrumentos para mejorar la competitividad del peso frente al dólar, y reforzar las reglamentaciones prudenciales aplicables a las operaciones en divisas y al riesgo cambiario asumido por los intermediarios financieros.

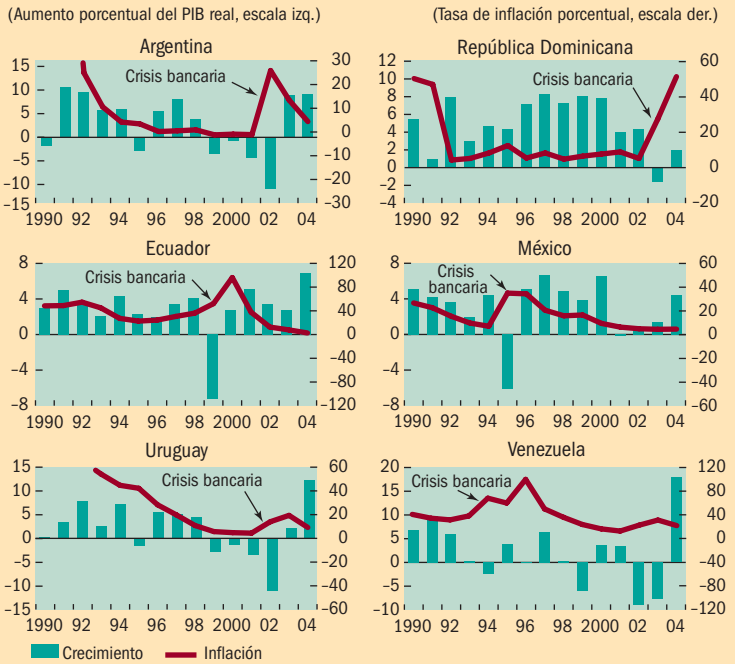
Estrategias frente a la afluencia de capital

Además de combatir la inflación residual y los efectos de la dolarización, los bancos centrales de la región deben hacer frente a otro reto: la reciente oleada de capitales, que ha puesto a prueba la coherencia de la política monetaria. Y es impor-

Gráfico 2

El costo en cifras

Con el correr de los años, las crisis bancarias han causado enormes perjuicios al crecimiento económico de muchos países latinoamericanos.



Fuente: FMI, *International Financial Statistics*.

tante, ya que si los mercados no pueden prever y comprender las decisiones del banco central, la tendencia inflacionaria se perpetuará. Por tanto, para reducir la inflación se necesitarán tasas de interés más altas, lo cual tendrá un efecto negativo en el producto.

Dada la afluencia masiva de capital en los últimos dos años, las monedas nacionales han tendido a apreciarse, y los bancos centrales han tenido que decidir sobre la conveniencia de intervenir en el mercado de divisas para evitar una apreciación real. La crisis de abastecimiento de petróleo ha dificultado aún más la adopción de medidas al desatar un leve repunte inflacionario en muchos países. Para hacer frente a las presiones inflacionarias, los bancos centrales han aumentado las tasas de interés, pero esto ha atraído nuevos capitales, lo que ha exacerbado la tendencia alcista de las monedas nacionales. En este contexto, la intervención en el mercado de cambios contribuye a proteger la competitividad externa, aunque no facilita la lucha contra la inflación y resta coherencia a la política monetaria, lo cual reduce la credibilidad del banco central y la eficacia de la política monetaria. Por otro lado, si se permite que el tipo de cambio se aprecie, se perjudica al sector de bienes transables, aunque se ayuda a contener la inflación y se mantiene la coherencia de la política.

¿Qué debe hacerse entonces? En principio, el banco central deberá mantener como principal objetivo la estabilidad de precios, y las intervenciones cambiarias deberán limitarse a reducir el exceso de volatilidad en el mercado de divisas. Para afrontar el efecto de la apreciación del tipo de cambio sobre



las operaciones en bienes transables, los productores nacionales deberán esforzarse por mejorar la productividad. Por su parte, los gobiernos deberán profundizar las reformas estructurales para flexibilizar la economía (incluido el mercado laboral) y poder resistir mejor los shocks exógenos.

Protección frente a las crisis

El riesgo de crisis bancarias recurrentes y la falta de disciplina fiscal dificultan la gestión de la política monetaria. Las crisis bancarias son demasiado frecuentes en América Latina; desde 1990 han sido la principal causa de los rebotes inflacionarios y de la contracción económica en muchos países (véase el gráfico 2). También han ocasionado varias crisis monetarias (en muchos casos simultáneas). Desde el punto de vista microeconómico, muchas crisis bancarias han dejado como legado una menor disciplina del mercado debido al otorgamiento de garantías generales y a una reestructuración generalizada de la deuda. Además, en ciertos casos se redujo por mucho tiempo la confianza de los clientes bancarios, pues los vencimientos de sus depósitos se reprogramaron unilateralmente.

La mayoría de los países de la región ha ido estableciendo sistemas para prevenir y resolver las crisis bancarias, pero aún queda mucho por hacer. Las nuevas reformas deberán hacer hincapié en una reglamentación prudencial y una vigorosa supervisión. La experiencia demuestra que, cuando la crisis se desata y se intensifica, los costos son inevitablemente elevados. Por consiguiente, los países deberán concentrarse en mejorar sus sistemas de alerta anticipada y, sobre todo, en habilitar a los superintendentes de bancos para abordar eficazmente los problemas incipientes de liquidez y solvencia bancaria. También deberá mejorarse el marco legal para la reestructuración y resolución de bancos a fin de gestionar y resolver las crisis bancarias de manera eficaz en función de los costos.

Los gobiernos latinoamericanos deberán controlar el déficit fiscal. Tras un período de consolidación fiscal a comienzos de los años noventa, el déficit ha vuelto a aumentar en varios países, en algunos casos tras una crisis bancaria. Puesto que la ley restringe el financiamiento del gasto público con recursos del banco central, la deuda pública, y con ella la razón deuda/PIB, está aumentando nuevamente en varias economías. Una deuda creciente puede causar un fuerte aumento de las tasas de interés reales y los indicadores del riesgo país, lo cual reducirá el margen de maniobra de la política monetaria y exacerbará el efecto negativo sobre el producto de las medidas que se tomen para inducir la desinflación. Si la situación fiscal se vuelve insostenible, se puede producir una crisis monetaria, como ocurrió en Brasil en 1999, o una crisis bancaria, monetaria y de la deuda soberana, como en Argentina en 2002. ■

Agustín Carstens es Subdirector Gerente del FMI; Luis I. Jácome H. es Economista Principal del Departamento de Sistemas Monetarios y Financieros del FMI y Profesor Asociado Adjunto en la Universidad de Georgetown.

Referencias:

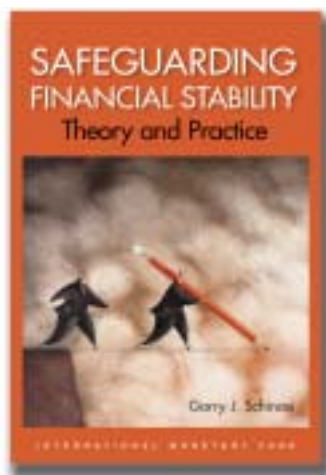
Calvo, Guillermo, y Carmen Reinhart, 2002, "Fear of Floating", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 117 (mayo), págs. 379-08.

Carstens, Agustín, Daniel Hardy y Ceyla Pazarbaşıoğlu, 2004, "Cómo evitar crisis bancarias en América Latina", *Finanzas & Desarrollo*, vol. 41 (septiembre), págs. 30-33.

Carstens, Agustín, y Luis I. Jácome H., 2005, "Latin American Central Bank Reform: Progress and Challenges", *IMF Working Paper 05/114* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Jácome H., Luis I., y Francisco Vázquez, 2005, "Any Link Between Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean", *IMF Working Paper 05/75* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice



Garry Schinasi

¿Cuál es la relación entre las finanzas y los procesos económicos, y por qué habría que considerarlas como un bien público que exige la puesta en marcha de políticas? Esta obra ofrece una respuesta, presenta un marco práctico para la protección de la estabilidad financiera mediante la prevención y la solución de problemas, y analiza los retos actuales y futuros para la estabilidad financiera surgidos de la "globalización", el creciente uso de derivados extrabursátiles y sus mercados, las actividades de compañías de seguro y reaseguro en los mercados de capital y otros temas.

US\$28,00 2005 (rústica). ISBN 1-58906-440-2 Stock# SFSTEA



International Monetary Fund
Publication Services
700 19th Street, N.W., Room CN-235
Washington, D.C., 20431 EE.UU.

Teléfono: (202) 623-7430
Telefax: (202) 623-7201
Correo electrónico: publications@imf.org
Internet: <http://www.imf.org>

"...una obra excelente, que sintetiza numerosos estudios sobre la estabilidad financiera... y llena grandes vacíos... Creo que lo recordaremos como el primer intento concreto de analizar, definir y promover la evaluación operacional de la estabilidad financiera."

— R. Todd Smith,
Universidad de Alberta

CODE: P0512SFSS-FD