

EL DEBATE SOBRE LAS RESERVAS

El crecimiento de las reservas en Argentina ha sido explosivo y de manera concomitante se ha convertido en el disparador de un debate entre las distintas orientaciones de la disciplina económica alrededor de su pertinencia, los efectos monetarios, su nivel óptimo, el costo financiero, y la eventual disposición final de esas reservas.

De acuerdo a la información del FMI sobre las tenencias de oro y reservas de este agrupamiento, su velocidad de acumulación pasó de niveles del 7,04 % en el periodo 1997-2001 al 27,46 % en 2002-2006. En el caso de América Latina y el Caribe el proceso fue más agudo. Pasó de una situación de cuasi-estancamiento (0,23 % acumulativo) al 13,72 % en ese mismo periodo.

El caso de Argentina en particular, el primer periodo está influenciado por la crisis y la tasa es negativa (-3,63 %). El segundo de los periodos tiene una tasa de acumulación del 17,11 %, es decir, superior a la de América Latina en su conjunto.

El proceso llevó a que ya en el año 2004, el total de reservas de este agrupamiento de países sobrepasara al de los países desarrollados

Las actuales condiciones internacionales hicieron posible un agudo incremento de los saldos en cuenta corriente del balance de pagos de los países no desarrollados. Esto genera una corriente de divisas que hace posible su acumulación. Pero los bancos centrales de la mayoría de estos países, en condiciones de sistema de moneda autónoma y política cambiaria de flotación “sucía” (ó administrada) pueden o no comprar estas divisas excedentes. El tema a responder es porque lo hicieron. Existen tres motivos profundamente interrelacionados: el tipo de cambio, la volatilidad internacional y la ausencia de un prestamista de última instancia.

En Argentina, el flujo deriva del saldo positivo de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos que supera el flujo de de la Cuenta Capital. En este sentido cuenta, de manera fundamental, el excedente de exportaciones sobre importaciones de bienes.

Pero en condiciones de moneda autónoma, el BCRA puede o no adquirir esas divisas excedentes. Y aquí surge el primer debate: cual es el criterio que justifica la acumulación de reservas.

Pensamos que el objetivo principal es la política cambiaria, y esto coincide con el objetivo preventivo. Para ratificarlo, sólo deberíamos plantear la hipótesis de que el motivo precautorio estuviese ya cubierto. Aún en ese caso, dadas las condiciones actuales de la economía argentina debería proseguir la política de compra de reservas para mantener el tipo de cambio.

La coincidencia que permite que una misma política pueda lograr objetivos simultáneos y positivos, no debe hacernos olvidar que también tiene un costo. Por la íntima conexión de los balances externo y fiscal, la compra de divisas por parte de un banco central genera como contrapartida una expansión de la base monetaria.

A fin de dar una idea del nivel de complejidad que esto supone realizamos un repaso de las políticas monetarias que se realizan para efectivizar operaciones de esterilización que eviten la expansión monetaria y al mismo tiempo reducir al mínimo estos costos de absorción monetaria:

- La gestión de las reservas, en términos de su composición para que la valuación relativa de las monedas seleccionadas sumado a los ingresos por intereses originados en su depósito en bancos internacionales incremente el rendimiento de las reservas.
- La absorción que realizan los agentes económicos, y a su costo, que mantienen su nivel real de demanda por liquidez o bien la elevan por sobre los niveles inflacionarios.

- La esterilización monetaria por vía de la colocación de títulos de corto plazo, que debe tener en cuenta evitar saturar la capacidad de absorción monetaria.
- Mantener relativamente bajos los niveles de tasa de interés que se pagan para la colocación de títulos con fines de esterilización monetaria a fin de evitar atraer capitales especulativos.
- El aumento de los encajes bancarios y su remuneración como maniobras de absorción monetaria.
- Control del flujo de capitales a fin de evitar que al ingreso normal de divisas por el saldo positivo del balance de pagos se sume el ingreso de capitales puramente especulativos que presiona hacia la baja el tipo de cambio.
- El efecto global del manejo de las reservas sobre el balance del banco para evitar que su costo genere déficit cuasi-fiscal.
- Operaciones de absorción monetaria mediante la recuperación de adelantos al gobierno y al sistema financiero
- Vincular la política monetaria a la política fiscal manteniendo altos niveles de superávit que se mantienen depositados en el sistema financiero o bien coadyuvan a la compra de divisas en el mercado sin necesidad de esterilización monetaria

A mediano plazo debemos tener en cuenta que algunos de los factores de absorción no remunerados que se están utilizando son de tipo coyuntural y es probable no se presenten en el futuro. El costo cuasi-fiscal tenderá a elevarse en el futuro.

Aunque la compra masiva de divisas para mantener el tipo de cambio y que al mismo tiempo su acumulación fortalece la economía argentina frente a eventuales shocks internacionales, resulta correcto en esta coyuntura. Pero en el mediano y largo plazo esto no puede ocurrir como acciones permanentes del gobierno. Deberá ser el efecto natural de un funcionamiento económico obtenido en base a cambios estructurales e institucionales, en el marco de una programación integral.

El objetivo es generar un proceso natural que evite, tanto el efecto de los mecanismos de apreciación como los de depreciación del tipo de cambio, a fin de resultar compatible con el resto de la política económica.

Por otra parte, esa acumulación de reservas debe tener un límite (necesariamente flexible) que deberá ser estimado en función de las necesidades del balance de pagos y de los niveles de volatilidad de la coyuntura internacional

Estimado el nivel de reservas necesarias, el problema radica en el destino ulterior de los excedentes. La escalada de récord sobre récord en la acumulación de reservas ha generado un debate acerca de su destino final. Existen proyectos para aplicarlas siguiendo la política ya iniciada de desendeudamiento con organismos internacionales a fin de evitar las presiones (caso del Club de París). Otros proponen destinarla al “pago de la deuda social” y cuya propuesta tiende a eliminar los problemas de indigencia social. También se plantean proyectos de inversión en infraestructura y el aporte de Argentina a la capitalización del Banco del Sur.

Lo que no debe hacerse nos lleva a la salida del problema. Las divisas de las reservas excedentes podría utilizarse para generar préstamos del sistema financiero (vía redescuentos del banco central) a las empresas (públicas y privadas) para la adquisición de bienes en el exterior. El caso típico: equipos de alta tecnología no producidos en el país para infraestructura energética, de transportes, etc.

Otra alternativa al uso de las divisas es la política de desendeudamiento, que juega un rol equivalente a la acumulación de divisas frente a las condiciones de volatilidad del mercado financiero internacional.

A pesar de los aspectos positivos de la acumulación de reservas, su contrapartida es el costo de mantenerlas (relación entre la tasa de colocación de las reservas y la de los títulos colocados para esterilizar la emisión monetaria) y más aún por la necesidad de mantener reservas sobredimensionadas como producto de la acumulación aislada de cada país que resta recursos para crear riqueza a la economía mundial.

El manejo “cooperativo” de las reservas, no generaría costo alguno y permitiría disponer de ingentes recursos orientados a la producción y a la problemática social. Fue uno de los sentidos que tuvo la propuesta de Keynes para las funciones del FMI y que en 1944 resultó derrotada. Rehacerla sobre la actual estructura de esa institución es casi utópico. Y es el premio Nobel y profesor de la Universidad de Columbia Joseph Stiglitz que a vuelta a la carga con una nueva propuesta de arquitectura financiera internacional para el manejo coordinado de las reservas en el mundo en su libro “Como hacer que funcione la globalización” (Ed. Taurus-2006).

Así como en el tema de reservas, cualquier tema que intentemos profundizar en economía nos vamos a encontrar con un complejo abanico de interrelaciones que abarca todos los ámbitos de la economía, en todas las direcciones y en todos los horizontes de tiempo. Además fuertemente ligados a cuestiones sociológicas y de política nacional e internacional.

Es por eso que el problema de las reservas sólo encontrará salida en un modelo global que abarque todas estas interrelaciones.

Sólo una programación integral que contemple cambios en las áreas con funcionamiento anómalo podrá obtener como resultado un proceso de acumulación de divisas que contemple todos los objetivos simultáneos que exige:

- Bajo costo de acumulación
- Eliminar presión de los flujos de capital sobre el tipo de cambio
- Alcanzar niveles óptimos de divisas
- Utilizar los excedentes para un proceso de desarrollo y evitando las perturbaciones financieras

Es que en el corto plazo, una solución integral a partir de un manejo “cooperativo” de las divisas mundiales, y dado el estado de crisis de las instituciones financieras internacionales no será posible. Mientras tanto habrá que realizar políticas que minimicen costos y optimicen las ventajas de la acumulación de reservas.