

BANCA CENTRAL, ORDEN JURÍDICO Y CRECIMIENTO*

Adolfo E. Buscaglia¹

Usualmente se define un banco central como un “banco de bancos”. Es la definición que se ajusta a una de sus principales funciones: ser el “prestamista de última instancia” de las entidades financieras, bancarias y no bancarias, así como del Tesoro Nacional, cuando transitan por dificultades transitorias de iliquidez para afrontar sus obligaciones.

En realidad un banco central, en su concepción moderna, es mucho más que un “prestamista de última instancia”. Es la autoridad monetaria y rectora del sistema financiero de una nación y, por ello, las normas relativas a su desempeño forman parte del ordenamiento jurídico-institucional de la sociedad.

Las principales responsabilidades de un banco central pueden agruparse en dos importantes conjuntos de funciones, íntimamente relacionadas entre sí. En primer lugar, el banco central, como autoridad monetaria de la nación, es responsable de preservar la estabilidad de valor de la moneda nacional, esto es, de su poder adquisitivo de otros bienes, en resguardo del derecho de propiedad de los ciudadanos en lo que atañe al valor real de sus tenencias monetarias, como forma de riqueza.

En segundo término, la banca central es la autoridad rectora del sistema financiero encargada de custodiar la solidez operativa de las entidades que lo componen, sean bancos comerciales, bancos hipotecarios, bancos de inversión, fondos de cobertura (“hedge funds”) u otras compañías financieras no bancarias, todas ellas entidades que, con autorización de las autoridades, administran fondos de terceros. Son de aplicación en este caso los recaudos de supervisión pública propios de una prudente aplicación de la “teoría de la concesión”.

ESTABILIDAD DEL EQUILIBRIO

La interrelación entre ambas responsabilidades y funciones, convierte a los bancos centrales, en su concepción más moderna, en instituciones que ejercen una

* Disertación en la Asociación de Criadores de Caballos de Carrera, en la Av. Quintana 191, C.A. de Buenos Aires, el 7 de septiembre de 2004. El disertante asume plena responsabilidad por sus dichos, que de ninguna manera comprometen a las instituciones académicas a las que pertenece.

¹ Académico Director del Instituto de Ética y Política Económica de la Academia Nacional de Ciencias Morales y Políticas de la República Argentina.

influencia decisiva en la arquitectura social y económica de la sociedad, no sólo en su esfera monetaria y financiera, sino también en la esfera real de la economía nacional, por las repercusiones que su gestión tiene, en el ámbito de la producción, de la inversión real, del consumo y del comercio exterior, de donde emanan las oportunidades de empleo productivo de las dotaciones laborales y de las instalaciones capital fijo productivo, que componen la capacidad productiva instalada.

Cuando existe un desequilibrio en el ámbito financiero, del que forma parte la banca central y los intermediarios financieros bancarios y no bancarios, esa armonía es sólo una imagen refleja de un desequilibrio en el sector externo, en el sector público o bien en los sectores privados de la producción (empresas) y del consumo (familias). Si todos ellos, en su conjunto, están en equilibrio, al compensarse el superávit financiero de algunos de ellos con el déficit financiero de los demás, mediante la intermediación de las entidades financieras y el mercado de capitales, el sistema monetario y financiero también estará en equilibrio.

Un caso paradigmático de equilibrio general se presenta cuando el déficit financiero del Estado es cubierto por el superávit financiero del sector privado, mediante la adquisición voluntaria de títulos de la deuda pública, con sus excedentes de ahorro genuino. Otro caso paradigmático es cuando el balance de pagos internacionales, una vez conjugada la cuenta de transacciones comerciales y financieras corrientes con la cuenta de movimientos de capitales, denota un superávit financiero, que se manifiesta en una oferta excedente de divisas en el mercado de cambio. Si este excedente fuera adquirido por la banca central, para evitar que decaiga el tipo "real" de cambio", ello se reflejaría en un aumento de las reservas monetarias internacionales y en una concomitante expansión monetaria interna. En la medida que la demanda "real" de dinero y de cuasi-dinero de la economía acrezca en la magnitud necesaria como para absorber esa mayor liquidez, el superávit del balance de pagos no causará desequilibrio financiero alguno capaz de desestabilizar la economía. En cambio, si la demanda monetaria no aumentara en esa medida, la predicha expansión monetaria se reflejaría, al menos en parte, en liquidez no deseada por el público que pronto se destinaría a la adquisición de todo tipo de bienes, lo que ocasionaría un impulso inflacionario, si la producción de bienes ya se halla en un entorno del punto de ocupación óptima de la capacidad productiva instalada. Como veremos, este desajuste podría tener efectos depresivos en la economía. En este caso, la banca central se verá obligada, para enjugar ese desequilibrio, a "esterilizar" la oferta monetaria redundante, mediante su propia

emisión de bonos garantidos, disponer un aumento de los encajes bancarios sobre los depósitos u otros recaudos técnicos usuales, para preservar el equilibrio y estabilidad macroeconómica.

La condición necesaria para que una economía pueda desenvolverse y crecer de manera sustentable, con estabilidad macroeconómica, sin impulsos desestabilizadores, reside en que la banca central preserve un equilibrio estable del sistema monetario y financiero, que será en beneficio de la actividad económica y del empleo, en la esfera real de la economía.

Esta noción del equilibrio general es de la mayor importancia. Cuando éste no existe, la economía se desenvuelve en condiciones de continua inestabilidad. La inflación así como la deflación persistente de los precios, genera “incertidumbre” en los agentes económicos acerca del curso futuro de los precios “reales” de los bienes intermedios, de los salarios y de otros factores de costo, que se reflejan en los costos de producción y de la inversión fija, así como en los ingresos y el consumo de la población que demanda esas manufacturas. Esta “incertidumbre en las previsiones” suele estar asociada a expectativas de menor rentabilidad y de posibles pérdidas patrimoniales en los negocios.² Ella actúa negativamente sobre las decisiones de inversión y de producción, puesto que implica un riesgo de pérdida de rentabilidad y aún de capital, cuya cobertura equivalen a una “prima” que gravita en los planes de producción y de inversión como un costo adicional, tal como si fuera una mayor incidencia tributaria o un aumento de las tasas “reales” de interés. No es de sorprender que, en esos casos, los potenciales inversores y los productores en general perciban que ha desmejorado su rentabilidad en expectativa, y decidan declinar sus inversiones, sus planes de producción y su demanda de fuerza laboral.³

Nos hemos referidos sucintamente a los antedichos problemas para facilitar un más comprensible entendimiento de las responsabilidades que le caben la

² La demostración de esta tesis acerca de los efectos recesivos ocasionados por la incertidumbre de las previsiones, engendradas por la inestabilidad económica en los procesos de inflación o deflación, se ha presentado en “Inflación y Declinación Económica”, publicado en los Anales del año 1981 de la Academia N. de C. Económicas en Internet: www.ance.org.ar y en la página de la Academia N. de C. Morales y Políticas: www.ancmyp.org.ar.

³ La tesis keynesiana que recomienda acrecer el gasto autónomo del Estado y la expansión monetaria como mecanismos para dinamizar la actividad económica y el empleo, está basada en el supuesto de que existe un amplio y generalizado desempleo de la capacidad instalada y de la dotación laboral disponible. Es indudable que, en esa situación los efectos inflacionarios son mínimos. No ocurre lo propio cuando la economía opera en las proximidades del empleo óptimo de su capacidad productiva. En esta situación, una expansión monetaria relevante para financiar el gasto público tendría efectos inflacionarios pro-recesivos.

banca central para prevenir estas situaciones y preservar la estabilidad macroeconómica de una nación.

EL PROGRAMA MONETARIO OPTIMO

La estabilidad macroeconómica es una condición esencial para el crecimiento económico y un progreso social sustentables. Es por esta causa que se convierte en una responsabilidad prioritaria de los bancos centrales coadyuvar a la preservación de la estabilidad de valor de la moneda.

Esa obligación les obliga a adoptar un programa monetario que tienda a preservar un equilibrio general dinámico, basado en una óptima ocupación de los factores productivos que potencie un crecimiento económico sustentable. La condición que define ese programa monetario óptimo es la continua adecuación de la oferta monetaria a la demanda “real” de liquidez del público, sustentada en sus previsiones precautorias para afrontar contingencias futuras, así como en sus necesidades de dinero para afrontar y facilitar sus transacciones económicas y financieras corrientes. Se ha demostrado que esta condición, acompañada de una flotación regulada de las tasas reales de interés y de cambio, en un sentido contra-especulativo, actuando la una como contrapeso de la otra, constituye una política monetaria viable para aquellos propósitos.⁴

Este modelo de programación monetaria posibilita el mantenimiento de una relativa estabilidad macroeconómica durante un proceso continuo crecimiento sustentable, coadyuvando a que el “nivel general” de precios se mantenga relativamente estable, con una mínima varianza residual atribuible a cambios en los precios relativos de los bienes, acordes con las variaciones en la productividad, debida a los avances tecnológicos, o bien, a alteraciones en la demanda de los distintos bienes según se vayan modificando las preferencias del público. Se ha demostrado que este modelo cumple con las condiciones de estabilidad global del equilibrio general.⁵

⁴ Los fundamentos de un programa monetario óptimo de estas características ha sido publicado en los Anales de la Academia N. de C. Económicas 1992, en “Fundamentos de una Política Monetaria Óptima para la Estabilidad y el Crecimiento Económico”, Puede ser consultado en la página en Internet de esa Academia: www.ance.org.ar, así como también en la página de la Academia N. de Ciencias Morales y Políticas: www.ancmyp.org.ar .

⁵ Consultar las demostraciones de ello en el documento anteriormente citado.

Este prototipo de programación monetaria posibilita expandir el crédito al sector privado, en la medida necesaria para ampliar y modernizar la capacidad productiva de industrias, aunque en términos compatibles con las restricciones estructurales de la economía en el abastecimiento de ciertos insumos críticos.

Para implementar este programa los bancos centrales deben realizar de continuo, como es usual que lo hagan, estudios predictivos sobre la probable evolución de la demanda “real” de dinero y de cuasi-dinero (a los precios pre-existentes), según las preferencias por la liquidez reveladas por el público, ya sean éstas preferencias atribuibles a motivos de precaución para la cobertura de contingencias futuras o bien para presentes necesidades de dinero para transacciones corrientes. Indudablemente, estas necesidades de liquidez serán trazadas en función de las expectativas de la gente sobre probable desempeño esperado de la economía real. La demanda “real” de dinero y cuasi-dinero depende así de las transacciones planeadas en activos reales representativos de riqueza, tanto como de los planes de producción y de inversión de los empresarios, que a su turno determinan la demanda de trabajo, así como los ingresos, el consumo y el ahorro previsible de la población.

En ese mismo contexto, la banca central debe observar el comportamiento del público en los mercados de cambio y financieros, tomando en consideración la evolución de las tasas “reales” de interés y de cambio, en transacciones al contado y a futuro, para poder estimar con más justeza las preferencias por la liquidez del público.

La apreciación por la banca central de los factores a que antes hemos hecho referencia debe hacerse mediante investigaciones de campo, no sólo para establecer una posible evolución de la capacidad instalada de producción debido a las nuevas inversiones planeadas para ampliarla, sino también, y fundamentalmente, para comprobar la armonía intersectorial, en materia de abastecimientos de bienes intermedios críticos, requeridos para tornar viable el aumento de la producción planeado por los empresarios. Tendrá también que considerar las perspectivas del comercio exterior y del consumo interno previsible. De nada serviría que algunos sectores de la economía planearan aumentar considerablemente su producción, si existieran “cuellos de botella” sectoriales, por ejemplo, en el abastecimiento de energía, comunicaciones y vías y medios de transporte, que conspiraran contra aquel propósito.⁶

⁶ En la época en que me desempeñé como Economista Jefe del Banco Central, su Gerencia de Investigaciones Económicas confeccionaba una matriz de relaciones intersectoriales de

Una vez estimada la probable trayectoria de la demanda “real” de dinero y cuasi-dinero que condicionaría el programa monetario, la proyección de la oferta monetaria nominal debe adecuarse a ella, estableciendo los márgenes admisibles de expansión de los activos internos y externos (netos) de la banca central. Cualquier exceso tendría como consecuencia una probable inflación de los precios, en tanto que un defecto ocasionaría una consecuente deflación de ellos. En uno u otro sentido, esa desviación de la política monetaria de la banca central tendría un pernicioso efecto en la economía real de la producción y del empleo, tal como antes hemos explicado.⁷

LA ESTABILIDAD FINANCIERA

La segunda responsabilidad principal de la banca central es preservar la estabilidad del sistema financiero, esto es de los mercados financieros bancarios y no bancarios y del mercado de cambio. Esta obligación debe cumplirla en varios planos: (a) mediante la supervisión de la solvencia de los intermediarios financieros para hacer honor a sus obligaciones con el público que les ha confiado su riqueza en custodia y administración rentable; (b) mediante su intervención contra-especulativa en los mercados para evitar una excesiva varianza de los precios de los activos y de las tasas “reales” de cambio y de interés, en disparidad con las tendencias naturales de los mercados hacia una paridad de equilibrio con los mercados internacionales.

I – Supervisión de las entidades financieras

La banca central, como rectora del sistema monetario y financiero, tiene la responsabilidad de supervisar la liquidez, solvencia, los riesgos de cartera y el equilibrio operativo, en un sentido micro-económico, de todas las entidades

insumo-producto y la usualmente denominada “Matriz de Leontieff”, sobre la base los censos industriales y de las entrevistas mensuales a las 1.600 empresas comprendidas en una muestra estratificada por sectores productivos y, dentro de ellos, por tamaño y grado de concentración de las firmas. En esas entrevistas que realizaban los técnicos especializados del BCRA, se registraba asimismo sus planes de producción presentes y futuros, tanto como las inversiones de modernización y ampliación de sus establecimientos. Sobre esas bases se confeccionaban las cuentas nacionales y el programa monetario.

⁷ El modesto crecimiento de la Argentina durante la segunda mitad del Siglo XX, que ocasionó su declinación económica relativa en comparación con otras naciones, suele ser atribuido a la prolongada inflación e inestabilidad financiera que padeció su economía debido a la excesiva expansión monetaria para solventar un persistente y gravoso déficit presupuestario y extra-presupuestario del Estado, en circunstancias que la economía operaba en un entorno de la ocupación óptima de su capacidad de producción, acotadas las inversiones de ampliación y modernización por la concomitante incertidumbre de las previsiones, derivadas de las expectativas inflacionarias de los inversores.

financieras bajo su jurisdicción, se trate de instituciones bancarias comerciales, hipotecarias o de inversión, fondos de cobertura, así como de compañías no bancarias, tomando en consideración el desempeño de sus compañías subsidiarias o vinculadas, sea con las mismas entidades o con sus principales directivos. Esta es una responsabilidad esencial en resguardo de las tenencias monetarias del público, confiado en que, por la autorización o concesión que les ha conferido el Estado para ese cometido, éste se ocupará de la supervisión de su desempeño, facultad ésta que suele ser delegada en la banca central.

La antedicha supervisión tiene asimismo que ver con el importante cometido de la banca central como “prestamista de última instancia”, en el caso eventual que una o varias entidades financieras adolezcan de una transitoria carencia de liquidez para hacer honor a sus obligaciones con el público, como ocurriera en la Argentina en oportunidad de la crisis mexicana de fines de 1994 y principios de 1995 cuando, por los temores a un contagio, se produjo una fuga de capitales del país que dio lugar a una transitoria corrida bancaria.⁸

Recordemos que en 1998, el sistema financiero de los EE.UU. fue afectado por la quiebra virtual de un gigantesco “fondo de cobertura” denominado, “Long Term Capital Management”, que operaba con enormes ganancias de capital asumiendo insoportables riesgos de cartera, que afectarían, en un desenlace previsible, la estabilidad de los bancos e inversores institucionales que le habían provisto los fondos para esas inversiones especulativas. Esa entidad debió ser asistida con cuantiosos créditos, de incierta recuperación, que le concedió en la emergencia la banca central de esa nación, la Reserva Federal, para eludir la quiebra generalizada del sistema bancario de los EE.UU y, eventualmente, una crisis financiera internacional. Fue un precio muy alto que debió pagar la Reserva Federal por su laxa supervisión y por las liberalidades que le eran permitidas a aquella entidad en el mercado financiero de New York.

Las Normas de Basilea I y II, acordadas por los principales bancos centrales del mundo, propician la adopción de estrictos criterios de cobertura, con capital propio, de los pasivos que asumen las entidades financieras con el público y con los inversores institucionales que les hayan confiado sus fondos en administración, así como un más exigente control y supervisión de sus riesgos de cartera, conexos a la aplicación de esos fondos en créditos e inversiones diversas. En esta materia es esencial el examen de la solvencia de los deudores, de sus garantías colaterales

⁸ En esa ocasión, a propuesta del Poder Ejecutivo, el Congreso Nacional amplió los límites del BCRA, para conceder créditos transitorios a las entidades financieras en dificultades, modificando su Carta Orgánica y la Ley de Entidades Financieras.

en respaldo de sus deudas y de la viabilidad de sus programas de inversión y de producción respaldados por esos créditos.

Puede eventualmente comprometer la estabilidad financiera la moderna tendencia de la banca a ofrecer a sus clientes posibles negocios de alto riesgo, en distintas opciones de alta complejidad técnica. Ello está demandando un mayor empeño de supervisión de los bancos centrales que les obliga a extremar sus recaudos para preservar las inversiones del público y la “estabilidad sistémica” del sector financiero. La percepción de depósitos en distintas monedas debe ser examinada para constatar si está calzada con colocaciones sólidas en esas mismas monedas, tomando en consideración capacidad de pago de los prestatarios en las monedas extranjeras adeudadas. Igual supervisión debe hacer la banca central cuando los bancos acrecen su capacidad prestable contrayendo considerables obligaciones en moneda extranjera con bancos residentes en el exterior.⁹

Un capítulo aparte son las operaciones de “securitization”, que implican la colocación por los bancos, entre sus clientes, de “certificados de participación” (bonos bancarios) en su cartera de créditos e inversiones. Estas operaciones exigen una supervisión más estricta de la banca central, que ya se están incorporando a las Normas de Basilea III, en preparación, puesto que, aún cuando estas operaciones tiendan a deslindar la responsabilidad patrimonial directa de los bancos, al transferir sus riesgos de cartera a terceros, comprometen indirectamente su responsabilidad patrimonial y moral en el caso de incumplimiento de los deudores.

Aún más riesgosas son las transacciones financieras en los denominados instrumentos derivados (“derivatives”), que en la práctica implican la compra y venta de riesgos “a término”, se trate de estructuras diferenciales de plazos en las inversiones y los préstamos, de la sustitución de las monedas en que fueron contratados, de la contratación de tasas de interés diferenciales entre inversiones y créditos de corto y largo plazo, de la concertación tipos de cambio a término y otras transacciones aún más complejas, facilitadas por el avance de la tecnología de los negocios financieros. Cuando estas operaciones, que son –en principio– rentables en demasía para los bancos, no están debidamente “calzadas” las unas con las otras, de tal forma que el “riesgo neto” que asume la entidad sea mínimo, su situación de solvencia económica y de liquidez peligra y, con ella, la “estabilidad sistémica” del sector financiero. La supervisión de estas operaciones, que

⁹ Esta fue un cometido de supervisión que fue virtualmente omitido en la Argentina durante la pasada década.

involucran múltiples transacciones cruzadas entre las distintas entidades financieras, con complejos vínculos de interdependencia, se ha tornado muy compleja para las bancas centrales en su cometido esencial de preservar la “estabilidad sistémica”.

II – La estabilidad de los mercados de cambio y de capitales

Es también responsabilidad de la banca central preservar la estabilidad de los mercados de capitales y de de cambio, mediante operaciones “contra-especulativas” de mercado abierto, para reducir a un mínimo la volatilidad de sus precios. Es posibles fluctuaciones especulativas tienden a engendrar incertidumbre en las previsiones de los empresarios acerca de la futura trayectoria de las tasas “reales” de interés y de cambio.

Esta función le exige a la banca central cuidadosos estudios acerca de la paridad de equilibrio de esos dos patrones monetarios de valor de la economía. En el caso de las tasas “reales” de interés, es deseable su razonable convergencia a una paridad de equilibrio con los mercados financieros internacionales, que posibilite moderar, a su mínima expresión, los movimientos de capitales especulativos que, por tratarse de colocaciones a corto plazo de inestable residencia en el país, su entrada y salida abrupta ocasiona en los mercados una cierta inestabilidad financiera.

En cuanto a los tipos “reales” de cambio, que ejercen una decisiva influencia en la competitividad internacional de la economía, tanto del lado de las exportaciones e inversiones directas de capital extranjero, como de las industrias domésticas competitivas con las importaciones, la banca central debe realizar cuidadosos estudios acerca de la paridad “real” de cambio que propenda al equilibrio del balance de pagos con el extranjero, en el mediano plazo, habida cuenta de las previsiones de comercio exterior, de los compromisos de pago de servicios reales y de servicios financieros (utilidades, regalías e intereses), de las previstas inversiones directas de capital extranjero y de los servicios comprometidos de atención de la deuda externa pública y privada.

ORDEN JURÍDICO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

En el análisis económico suele asociarse la noción de crecimiento económico, al aumento sostenido del “producto “potencial” de una economía que, dados los

recursos naturales disponibles, es impulsado por el ascenso persistente de la capacidad de producción en instalaciones de capital fijo y por aumento la dotaciones laborales disponibles, potenciados ambos factores por su productividad incorporada. El primero en función de las innovaciones tecnológicas incorporadas a los bienes de capital fijo y el segundo merced al adiestramiento y capacitación educativa del capital humano que representan los trabajadores.

Más recientemente ha comenzado a tomarse en consideración que esa ecuación del crecimiento económico se halla acotada por ciertas condiciones restrictivas, relacionadas con el sistema político imperante y el ordenamiento jurídico-institucional de la nación.¹⁰

Hemos dicho antes que el ordenamiento legal de la banca central y del sistema financiero está comprendido en el orden jurídico-institucional de la sociedad

En la medida en que la banca central pueda actuar legalmente con la suficiente autarquía, que supone su independencia de criterio en el cometido de sus roles esenciales, cual es preservar la estabilidad del equilibrio en el proceso de crecimiento y la estabilidad operativa del sistema financiero, su desempeño no constituye una restricción del crecimiento económico. Por el contrario, se convierte en un factor que lo custodia y promueve.

Pero tan pronto esas condiciones no se cumplan, de tal forma que la banca central esté subordinada sus programas monetarios y de supervisión a los intereses políticos de turno, su defectuoso desempeño se convierte en una limitación maestra del crecimiento económico y del progreso social.

Este mismo razonamiento es aplicable, al orden jurídico-institucional en general. Si existe, en un sentido pleno, un Estado de Derecho que custodie los derechos y garantías que consagra una Constitución republicana, en particular el derecho de propiedad y la seguridad jurídica en los contratos, su condicionamiento del crecimiento económico está sólo sujeto a la exigencia de legalidad en el comportamiento de los agentes económicos. Pero si esas condiciones no se cumplen, un defectuoso y manipulable ordenamiento jurídico-institucional, sujeto a los intereses políticos circunstanciales, se convierte en una restricción maestra del crecimiento económico y del progreso social.

En el caso de la República Argentina, es constatable que su comentada decadencia relativa con respecto a otras naciones, durante la segunda mitad del

¹⁰ "Factores Institucionales en el Progreso y Decadencia de las Naciones. El Caso de la Argentina", edición del Instituto de Estudios Interdisciplinarios en Ciencia y Tecnología de la Academia Nacional de Ciencias de Buenos Aires, Buenos Aires, Septiembre de 2002.

Siglo XX, ha sido la consecuencia de las dos antedichas restricciones. Una actuación de la banca central subordinada en su desempeño a los mandatos políticos de circunstancias, que le impidieron cumplir con sus cometidos esenciales, por una parte. Por la otra, la inexistencia en las últimas décadas de un pleno Estado de Derecho que fuera custodia de los derechos y garantías consagrados por la Constitución Nacional.

A nadie debiera ocurrírsele que, de no existir seguridad jurídica en las relaciones contractuales, dentro y fuera del sistema monetario y financiero, las personas concurrirán presurosas a ofrecer sus capitales para inversiones directas de riesgo, que son las que demanda el desarrollo de una nación.

La incertidumbre en las previsiones de las personas, para la cobertura de sus contingencias futuras, debida a la inseguridad jurídica y personal, gravita pesadamente en aquellas decisiones, constriñendo el crecimiento económico y el progreso social.

Buenos Aires, 7 de septiembre de 2004.

Adolfo E. Buscaglia