



La Realidad
Macroeconómica

Módulo 6-
Política Monetaria y
Cambiaria



**Director del Curso**

Eduardo Lora

Coordinador del Curso

Carlos Gerardo Molina

Autor del módulo

Eduardo Lora

La Realidad Macroeconómica

Módulo 6. Política monetaria y cambiaria

El Banco Interamericano de Desarrollo (BID) es titular de todos los derechos de autor sobre la versión original de esta obra. El uso, transformación, reproducción, distribución y comunicación total o parcial de esta obra puede ser autorizado por el BID bajo los términos de una licencia, los cuales pueden consultarse en el siguiente enlace electrónico <http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=36550852>. Para los efectos de la licencia dicho enlace electrónico constituye el URI (Identificador Uniforme de Recurso). Esta licencia contiene restricciones y limitaciones de responsabilidad. Para el otorgamiento de la licencia se requiere, en todo caso, de un acuerdo escrito y firmado entre el BID y el licenciatario que incorpore los términos que aparecen en el enlace electrónico antes indicado. Para más información sírvase escribir a PID-INDES@iadb.org

Nota: Las opiniones incluidas en los contenidos corresponden a los autores de los mismos y no reflejan necesariamente la opinión del Banco y del INDES.

Índice

OBJETIVOS DE APRENDIZAJE	4
PREGUNTAS PARA ACTIVAR CONOCIMIENTOS PREVIOS	4
INTRODUCCIÓN	5
LA INFLACIÓN ES UN FENÓMENO MONETARIO	8
CONCEPTOS MONETARIOS BÁSICOS	12
EL BANCO CENTRAL COMO DEPOSITARIO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES	17
EL BANCO CENTRAL COMO PRESTAMISTA DEL GOBIERNO	23
EL BANCO CENTRAL COMO BANQUERO DE LOS BANCOS.....	25
LOS INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA Y SUS LÍMITES	31
DEL CONTROL DEL DINERO AL OBJETIVO INFLACIONARIO	36
EXPECTATIVAS Y CREDIBILIDAD	39
FUENTES Y LECTURAS RECOMENDADAS	53

Objetivos de Aprendizaje

- Conocer las limitaciones y posibilidades prácticas de la política monetaria en los países latinoamericanos.
- Estimar las limitaciones que afectan la eficacia y las posibilidades de la política monetaria en los países latinoamericanos.
- Identificar el papel del banco central en el Estado y sistema financiero así como sus canales y mecanismos para hacer posible la política monetaria.
- Analizar los instrumentos actuales de políticas monetarias y su diferencia en relación a décadas pasadas.

Preguntas para Activar Conocimientos Previos

- ¿Conoce cuáles han sido las fluctuaciones de las políticas monetarias en su país y sus causas?
- ¿Qué otros elementos se utilizan en Latinoamérica alternativos al dinero?
- ¿Conoce qué significado tiene el proceso de dolarización?
- ¿Podría explicar el papel del banco central?
- ¿Qué instrumentos de política monetaria conoce?
- ¿Conoce algún caso exitoso de aplicación de políticas monetarias basadas en metas de inflación?

Introducción

Altas tasas de inflación, profundas recesiones, devaluaciones masivas de las monedas: todos estos eran fenómenos frecuentes en América Latina hasta comienzos de la década del 2000, que podrían reaparecer si las políticas monetarias, financieras y fiscales no se manejan de forma apropiada. La estabilidad macroeconómica nunca está totalmente asegurada en ninguna economía, como quedó demostrado en forma dramática en Estados Unidos y algunos países de Europa al estallar la crisis financiera que causó la "Gran Recesión" del 2008-2009, y menos aun en las economías latinoamericanas donde, a pesar de todos los progresos, la estabilidad macroeconómica aun no está suficientemente arraigada para gozar del soporte institucional y político que tiene en los países desarrollados.

Situación América Latina (hasta década de 2000)

- *Altas tasas de inflación.*
- *Profundas recesiones.*
- *Devaluaciones de las monedas*

La reducción de la inflación ha sido el gran logro de las políticas monetarias en América Latina, las cuales se han concentrado en ese objetivo, incluso al costo de dejar de lado otros posibles objetivos como aumentar el crecimiento económico, evitar los períodos de recesión, o estabilizar la tasa de cambio. El objetivo de este módulo es entender las limitaciones y posibilidades prácticas de la política monetaria en los países latinoamericanos.

Incluso en los países desarrollados, las políticas monetarias tienen un margen de acción limitado por la creciente sofisticación de los mercados financieros y por la integración de los flujos financieros internacionales. Esas limitaciones son también cada día más evidentes en la mayoría de las economías latinoamericanas, especialmente las consideradas como "emergentes", es decir, aquellas reconocidas como

nuevos miembros del sistema financiero mundial.¹ Pero, en adición a estas limitaciones, la política monetaria en los países latinoamericanos opera en un ambiente de mayor volatilidad externa e interna, y es manejada por instituciones que aún carecen de la credibilidad de que gozan las autoridades monetarias de los países desarrollados. En este módulo, veremos cómo estas limitaciones afectan la eficacia y las posibilidades de la política monetaria.

El manejo de los instrumentos de política monetaria ha tenido grandes cambios desde mediados de la década de 1990:

Antes de la Década de 1990

Hasta entonces, los bancos centrales se fijaban como objetivo una cierta tasa de crecimiento de la cantidad de dinero, considerada consistente con el propósito de controlar o reducir la inflación. Para lograr ese objetivo, utilizaban una batería relativamente amplia de instrumentos, que incluía:

- los coeficientes de reserva de los bancos,
- los controles al crecimiento del crédito del sistema financiero,
- la compraventa de títulos de deuda en los mercados financieros,
- y
- la modificación de la tasa de cambio o su ritmo de devaluación.

¹ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú son los países de la región que usualmente se incluyen en las listas de países emergentes producidas por analistas internacionales como el Economist Intelligence Unit, el FTSE Group, MSCI o Dow-Jones.

 **Desde Mediados de la Década de 1990**

Sin embargo, desde mediados de la década de 1990, se ha reconocido que ese instrumental no era totalmente eficaz para reducir la inflación, y que incluso podía conducir a fluctuaciones innecesarias de la actividad económica y a cambios bruscos de los tipos de cambio. En la actualidad, los bancos centrales prefieren fijarse directamente un objetivo de inflación, al cual le apuntan esencialmente con un solo instrumento -la tasa de interés de corto plazo-, el cual ajustan teniendo en cuenta también las tendencias de la actividad económica y del tipo de cambio. Algunos de los instrumentos anteriores se siguen usando, especialmente la compraventa de títulos de deuda, pero básicamente como herramientas de soporte del instrumento central.

Las políticas monetarias han ganado en eficacia y transparencia, pero no son infalibles. Puesto que la credibilidad no se logra de la noche a la mañana, algunos arreglos institucionales, como la independencia del banco central, pueden ayudar a consolidarla. La eficacia de la política monetaria también depende, crucialmente, de la solidez de las cuentas fiscales y del sector financiero. La razón es, sencillamente, que la salud del banco central, como la de cualquier otro banco, se basa en la fortaleza de sus principales clientes, que en este caso son el sistema financiero y el gobierno.

La inflación es un fenómeno monetario

“La inflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario”

Milton Friedman

Premio Nobel de Economía (1976)

Para entender esta afirmación, es útil partir de una expresión que relaciona el nivel de precios (P) con la cantidad de dinero (M):

$$P \times Y = M \times V$$

En esta expresión, que se conoce como la ecuación cuantitativa del dinero, se define el valor total de los intercambios desde dos puntos de vista:

- a la izquierda, desde el punto de vista del valor de los bienes y servicios transados, es el producto de los precios de los bienes (P) y la cantidad de bienes que se transan, que por conveniencia pueden considerarse equivalentes al producto de la economía (Y), y
- a la derecha, desde el punto de vista de la cantidad de dinero disponible para realizarlos, es el producto de la cantidad de dinero en circulación (M) y el número promedio de veces que cada unidad monetaria ha intervenido en la venta de esos mismos bienes (V).

Puesto que esta expresión es una identidad -siempre es válida-, si los términos de la derecha crecen en una cierta proporción, también tendrán que hacerlo los de la izquierda. Esto implica, a su vez, que la tasa de crecimiento de los precios (\dot{P}) es idéntica a la tasa de crecimiento del dinero (\dot{M}) más la tasa de crecimiento de la velocidad de circulación (\dot{V}) y menos la tasa de crecimiento de la cantidad de bienes transados (\dot{Y}):

$$\dot{P} = \dot{M} + \dot{V} - \dot{Y}$$

Según Friedman, la velocidad de circulación del dinero es estable (o por lo menos bastante predecible), de modo que el término \dot{V} puede ser ignorado y, por consiguiente, la inflación es, sencillamente, el exceso de crecimiento del dinero con respecto al crecimiento de la economía. Más aun, según Friedman y la escuela monetarista, una mayor tasa de crecimiento del dinero no ayuda a aumentar la tasa de crecimiento de la economía, excepto de forma muy temporal y, por lo tanto, tiende a traducirse a la postre en mayor inflación. Si se aceptan esos dos supuestos básicos (estabilidad de la circulación del dinero e ineficacia de la política monetaria para estimular el crecimiento), la implicación de política monetaria es que la cantidad de dinero debería crecer a una tasa constante e igual a la tendencia de crecimiento de la economía para tener estabilidad de precios. Esto no evitaría los ciclos económicos, es decir, las fases de alto y de bajo crecimiento, ya que los ciclos pueden ser el resultado de cambios tecnológicos o de comportamiento de los agentes económicos por razones que escapan al control de las

Friedman y la Escuela Monerista

Mayor tasa de crecimiento ayuda a aumentar la tasa de crecimiento de la economía de forma muy temporal lo que se traduce en mayor inflación.

autoridades económicas.

Si la demanda de dinero es estable, un crecimiento de la cantidad de dinero tiene necesariamente que traducirse en crecimiento de precios (inflación) o crecimiento económico.

Si estas condiciones fueran totalmente válidas, la política monetaria sería bastante simple. Sin embargo, aunque se acepte el postulado de que, al fin de cuentas, la inflación es siempre un fenómeno monetario, para poner en práctica una política monetaria basada en estos conceptos, debe saberse con un cierto margen de confianza lo siguiente:

- cómo se comporta la velocidad de circulación del dinero (que ciertamente no es constante, cómo se aprecia en el Gráfico 1),
- cuál es la tasa de crecimiento de tendencia de la economía, y
- cuánto tiempo toma en afectar la inflación un cambio en la cantidad de dinero que excede (o que está por debajo) de lo que requieren esas condiciones.

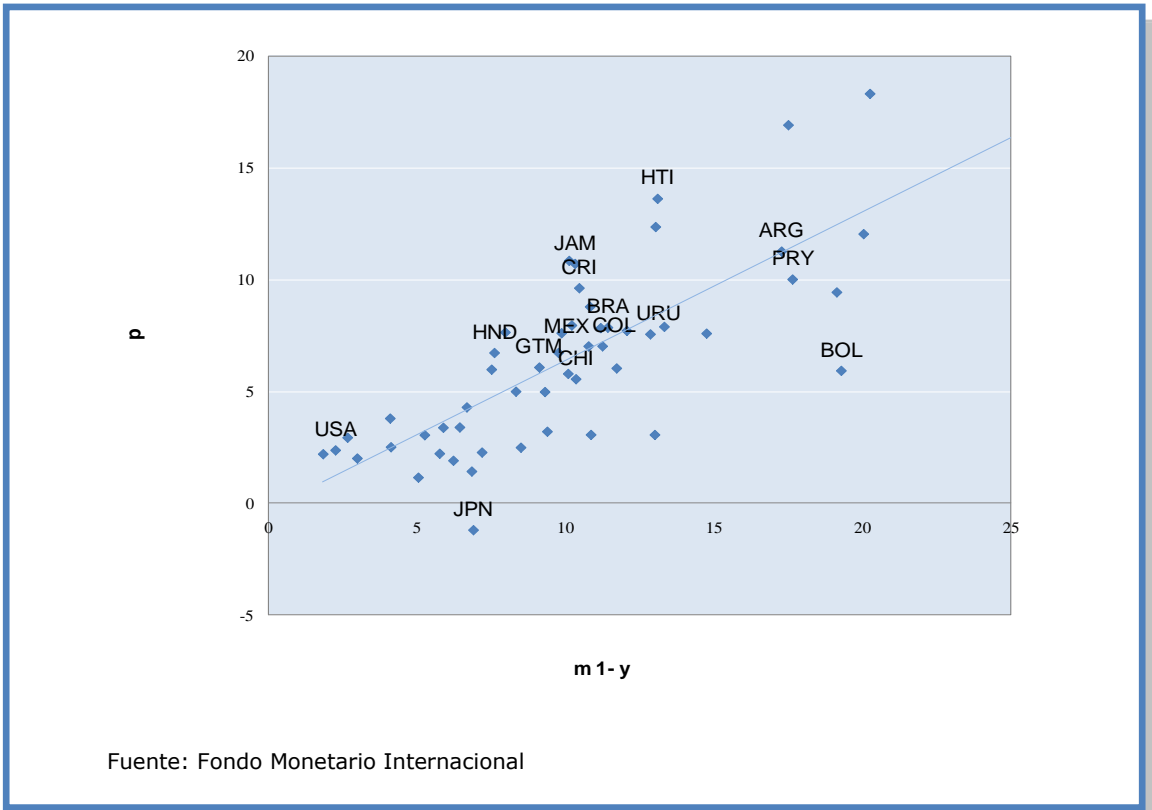
Las cosas se complican aún más si los responsables de la política monetaria se preocupan no sólo por el objetivo de controlar o reducir la inflación, sino también por el crecimiento de la economía, por la estabilidad del tipo de cambio o por la salud del sistema financiero en el corto plazo. En tal caso, deben tener en cuenta también de qué forma los cambios en la cantidad de dinero pueden afectar el crecimiento económico, las tasas de interés y los tipos de cambio en los siguientes meses o trimestres. Lo más probable es que, incluso si logran establecer con alguna confianza cómo han sido todos esos efectos en el pasado, tengan que operar con bastante incertidumbre sobre cómo operará en el futuro, ya que los agentes económicos

estarán tratando de adelantarse a las decisiones que creen que serán adoptadas por las autoridades monetarias y, consecuentemente, les reducirán su efectividad. Por consiguiente...

La política monetaria es siempre un ejercicio complejo y cambiante.

Gráfico 1: Crecimiento del dinero e inflación en el mundo, 2000-2009

(Porcentajes)



Conceptos monetarios básicos

El dinero es aquello que es aceptado para realizar intercambios o pagar deudas, y que sirve como unidad de cuenta y como depósito de valor. En América Latina, se utilizan varios conceptos alternativos de dinero:

Concepto de Base Monetaria

En su forma más restringida, se utiliza el concepto de base monetaria (B), es decir las obligaciones monetarias del banco central, que están conformadas por el efectivo que tiene el público en su poder (E) y los depósitos que tienen los bancos y otras entidades financieras en el banco central (también llamados reservas monetarias, R).

Medios de Pago

El concepto de dinero más utilizado es el de medios de pago (M1), que comprende las obligaciones monetarias de todo el sistema bancario con el público, las cuales comprenden el efectivo en poder del público (E) y los depósitos del público en cuenta corriente, o que son utilizables por medio de cheques (D):

$$B = E + R$$

$$M1 = E + D$$

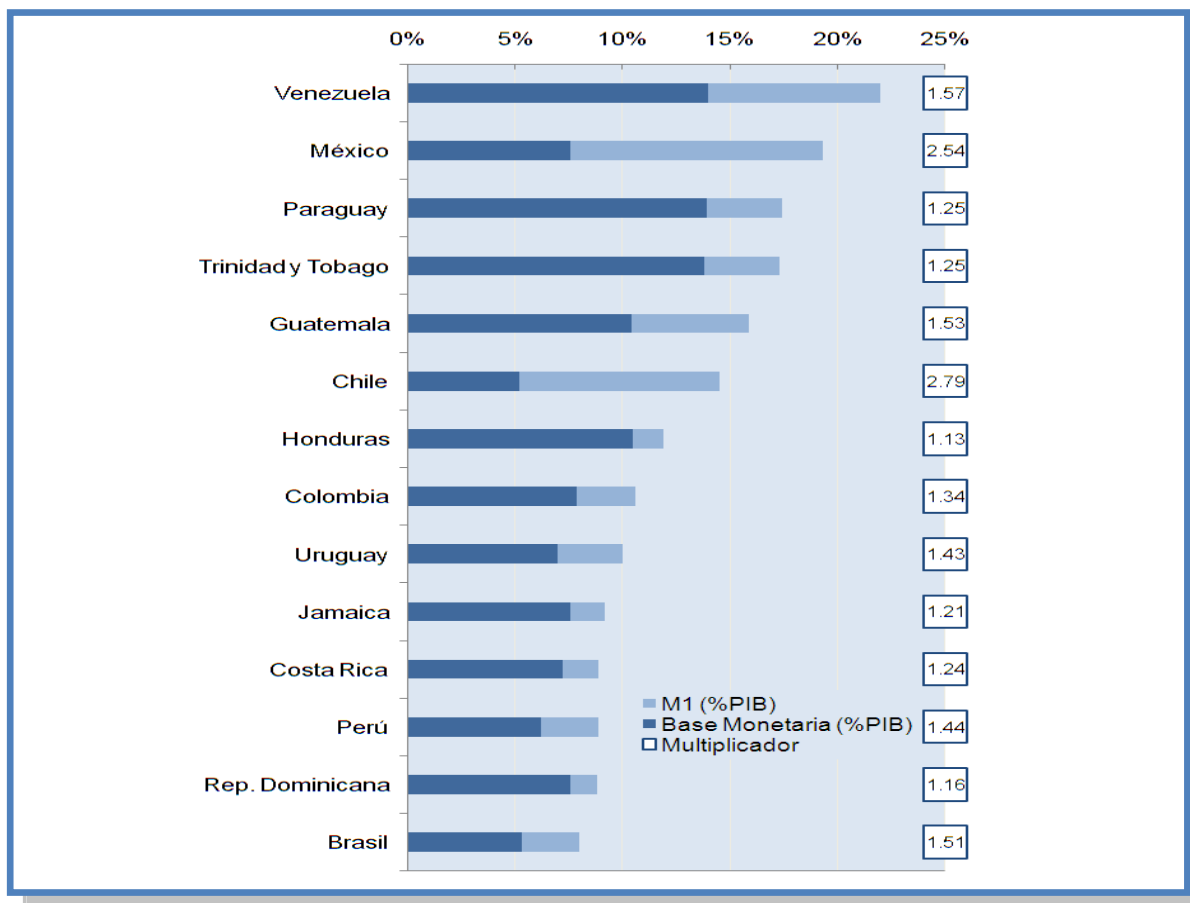
El concepto de dinero más utilizado es el de medio de pago, que comprende el efectivo en poder del público y los depósitos del público en cuentas corrientes bancarias. Otras definiciones más amplias de dinero incluyen otros activos financieros en poder del público.

En algunos países, se utilizan otras definiciones más amplias de dinero (que se denominan M2 o M3), en las cuales se incluyen, además del efectivo y los depósitos en cuenta corriente, los depósitos de ahorro (que a diferencia de los depósitos en cuenta corriente rinden interés y normalmente no son realizables por medio de cheques), los depósitos a término y diversos papeles emitidos por las entidades financieras o por el gobierno. Como cualquiera de estas medidas de dinero constituye un agregado monetario más amplio que la base monetaria pero dependen de ésta, como veremos más adelante, pueden considerarse también como el producto de la base por un multiplicador (m):

$$M = m \times B$$

Como se observa en el Gráfico 2, en los países latinoamericanos, la base monetaria tiene valores entre 5% y 14% del PIB, mientras que M1 alcanza montos entre 8% y 22% del PIB. Esto implica multiplicadores de M1 de entre 1,13 y 2,79.

Gráfico 2: Base Monetaria, M1 y Multiplicador, 2009



Fuente: Latin Macro Watch – Banco Interamericano de Desarrollo

Cualquiera de estos conceptos alternativos de dinero puede ser la variable objetivo de una política monetaria basada en los agregados monetarios. Cuál agregado se escoja depende de los instrumentos que se tengan para controlarlo, siempre y cuando ese agregado tenga además una relación suficientemente estable y predecible con la inflación.

Para precisar qué instrumentos sirven para controlar la base monetaria es conveniente entender el balance del banco central. Como todo balance, el de cualquier banco central registra la equivalencia entre los activos (A) por un lado, y los pasivos (P) y el patrimonio (PBC) por

otro:

$$A=P+PBC$$

donde los activos están conformados por las reservas internacionales (RI, es decir las divisas en caja y las inversiones que tiene el banco central en títulos del tesoro de Estados Unidos y otros países), el crédito que le concede el banco a los distintos agentes de la economía (C) y otros activos (OA)

$$A=RI+C+OA$$

y el pasivo está compuesto tanto por las obligaciones monetarias que constituyen la base monetaria (B), como por los pasivos no monetarios (PNM), es decir el resto de los pasivos con otros agentes económicos:

$$P=B+PNM$$

Por consiguiente, la base monetaria es, por identidades contables,

$$B=RI+C+OA-PNM-PBC$$

La base monetaria es la semilla de donde surge la oferta monetaria. Está formada por el efectivo en poder del público y las reservas de los bancos, y resulta de la diferencia entre los activos y los pasivos no monetarios del banco central.

La base monetaria se incrementa al aumentar las reservas internacionales, o el crédito del banco central a otros agentes, o al disminuir los pasivos no monetarios o el patrimonio del banco central. Otra forma de expresar el origen de la base monetaria consiste en agrupar los créditos y los pasivos no monetarios para cada grupo de agentes (por ejemplo el gobierno, los bancos, etc.) obteniendo así un crédito neto (CNI) para cada uno de esos grupos. Por consiguiente:

$$B = RI + \sum CNI + OA - PBC$$

Es importante destacar que uno de los agentes con los que todo banco central tiene operaciones activas y pasivas es el gobierno. De hecho, el banco central opera usualmente como el banquero del gobierno. El crédito neto del banco central con el gobierno es la diferencia entre los títulos del Tesoro que el banco central tiene en su poder, menos los depósitos que el gobierno tiene en el banco central. Todo banco central tiene también operaciones con los bancos y otras entidades financieras del país. El crédito neto del banco central con el sistema financiero refleja esas operaciones (pero recuérdese que las reservas bancarias están clasificadas como parte de la base monetaria y por lo tanto no se tienen en cuenta al calcular el crédito neto).

El banco central como depositario de las reservas internacionales

Las variables que suelen tener mayor influencia en el comportamiento de la base monetaria en los países latinoamericanos son las reservas internacionales y los créditos netos al gobierno y a los bancos. Cuando alguna de estas variables se sale de control es difícil tener una política monetaria autónoma.

Cuando las reservas internacionales y los créditos netos al gobierno y a los bancos se salen de control, es difícil tener una política monetaria autónoma.

Para controlar el monto de las reservas internacionales, es esencial que el banco central tenga libertad de vender o comprar divisas, o de no hacerlo, si quiere mantener sin cambio el saldo de reservas que ya posee. Que haya o no esa libertad depende del régimen cambiario existente, es decir, de las reglas para convertir las divisas en moneda nacional y viceversa. Si el régimen es de tipo de cambio fijo, el banco central está obligado a comprar y vender divisas a un precio dado y, por lo tanto, no tiene ningún control (directo) sobre el saldo de las reservas internacionales. El banco central se verá en la obligación de aumentar la base monetaria si hay un exceso de divisas, que ocurre cuando las exportaciones de bienes y servicios más las entradas de capitales del exterior (es decir la oferta de divisas) superan las importaciones de bienes y servicios más las salidas de capitales (es decir la demanda de divisas). Lo contrario ocurrirá si la demanda de divisas supera la oferta al tipo de cambio fijado y por consiguiente se reducen las reservas internacionales.

Si esta situación persiste, tenderán a agotarse las reservas hasta el punto en que se dificulte realizar transacciones de comercio internacional, afectando el funcionamiento de los sectores productivos, o sea preciso incumplir con las obligaciones de la deuda externa.

El banco central puede intentar controlar las operaciones oficiales de compra y venta de divisas para ganar algún control (indirecto) sobre las reservas internacionales.

Década de los 80

Durante los ochenta, cuando había tipos de cambio fijos y escasez de reservas internacionales en muchos países, hubo muchos intentos de controlar el acceso de las empresas y las personas a esas reservas internacionales, utilizando procedimientos administrativos tales como permisos de importación o cupos de compra de divisas para diversos fines. Desde 2003, Venezuela ha acudido nuevamente a este tipo de mecanismos. Los resultados de esos intentos han sido, en general, bastante pobres porque surge un mercado paralelo de divisas, donde el precio de la divisa es más alto, lo cual tiende a deprimir aun más la oferta y aumentar la demanda de las divisas en poder del banco central. Estos diferenciales cambiarios han demostrado ser nocivos para las decisiones de inversión y para el crecimiento económico, puesto que oscurecen las señales de precios. Un bien puede resultar barato, aunque sea muy escaso, sencillamente porque puede comprarse al tipo de cambio oficial. Obviamente, esto estimula su uso, genera desperdicio y abre avenidas de corrupción.

Década de los 90

A comienzos de la década de 1990, cuando regresaron los capitales internacionales a la región, se vivió el fenómeno contrario, y algunos países utilizaron controles a las entradas de capitales para poder contener el crecimiento de las reservas internacionales y mejorar la autonomía de la política monetaria. Colombia impuso como exigencia mantener temporalmente en reserva un cierto porcentaje del capital recibido del exterior, y Chile estableció un impuesto a las entradas de capital. En ambos casos, se produjo un cambio en la composición de los flujos, aumentando los de más largo plazo y reduciendo los de carácter más transitorio, pero en definitiva el efecto sobre la acumulación de reservas internacionales parece haber sido bastante modesto.

Medidas en Brasil

Ante una nueva avalancha de capitales, en 2009, Brasil estableció un impuesto del 2% a las entradas de capitales de portafolio (es decir, para adquirir acciones o bonos) y del 1,5% a las compras de acciones de empresas brasileñas registradas en la bolsa de Nueva York. Los analistas se han declarado bastante escépticos sobre la eficacia de estas modestas medidas.

Estrictamente, solo cuando hay tipo de cambio flexible, el banco central goza de autonomía para controlar el saldo de las reservas internacionales y, por consiguiente, la cantidad de dinero en circulación. La razón es que, si el banco no desea comprar más reservas, dejará que el tipo de cambio se reduzca y viceversa. En la medida en que los países han ganado acceso a los mercados financieros internacionales y ha aumentado la movilidad de capitales internacionales, se han generalizado los regímenes de tipo de cambio flexible, que eran excepcionales hacia mediados de la década de

1980.²

E

Países con Tipo de Cambio Fijo y Tipo de Cambio Deslizante o Mini-Devaluaciones

En 2008, solamente quedaban con tipo de cambio fijo Ecuador, El Salvador, Panamá, Argentina, Honduras, Trinidad y Tobago, y Venezuela (los tres primeros son sistemas dolarizados); y con tipo de cambio deslizante o de mini-devaluaciones, Bolivia y Nicaragua (ver Cuadro 1).

La dolarización es un sistema extremo de fijación del tipo de cambio, en el que no solamente se renuncia a controlar el saldo de reservas internacionales, sino la cantidad de dinero, ya que el país adopta el dólar como medio de pago. Por consiguiente, en los países dolarizados, no hay política monetaria.³ El sistema de tipo de cambio deslizante o de mini-devaluaciones es un régimen intermedio, en el sentido de que el banco central está obligado a comprar o vender divisas al tipo de cambio del día, pero puede ir cambiando gradualmente ese tipo de cambio, manteniendo así algún control sobre la acumulación de reservas internacionales. No es una casualidad que los países que aún tienen este sistema sean aquellos poco expuestos a los movimientos de capitales internacionales.

No hay un régimen monetario perfecto. Sería deseable un régimen que permitiera tener tres cosas a la vez: autonomía monetaria, libre movilidad de capitales y estabilidad del tipo de cambio.

² En 1985, solamente Chile tenía tipo de cambio flexible, según la clasificación de Levy-Yeyati y Sturzenegger (2002).

³ En el sistema de *caja de convertibilidad*, como tuvo Argentina entre 1991 y 2001, se mantiene la moneda local con un respaldo uno a uno en reservas internacionales y, por consiguiente, tampoco puede tenerse política monetaria.

- ➔ **La autonomía monetaria** es la posibilidad de usar la política monetaria para estabilizar la economía. Si la actividad económica está deprimida, conviene aumentar la cantidad de dinero en circulación y bajar la tasa de interés, pues ello estimula el gasto y, al revés, si la economía está recalentada y, por consiguiente, la inflación está aumentando, conviene que haya tasas de interés más altas y menor cantidad de dinero en circulación para que se reduzca el gasto y baje la inflación.
- ➔ **La libre movilidad de capitales** es deseable porque amplía las opciones de financiamiento de las empresas y del gobierno y el menú de opciones de inversión para quienes tienen recursos excedentes. Con libre movilidad de capitales, es más fácil atraer inversión extranjera, y tecnología y talento de otras partes del mundo.
- ➔ **La estabilidad del tipo de cambio** es deseable porque un tipo de cambio volátil dificulta las decisiones de ahorro e inversión y puede entorpecer el desarrollo de un sector exportador diversificado.

El problema es que ningún régimen monetario permite lograr las tres cosas, como máximo es posible lograr dos. Esto se conoce en finanzas internacionales como la “trinidad imposible” o el “trilema” de las finanzas internacionales. Si se quiere tener autonomía monetaria, hay que escoger entre tener libre movilidad de capitales o estabilidad cambiaria. Puesto que es muy difícil controlar las entradas y salidas de capitales, ésta es en la práctica la decisión crucial. Un régimen de tipo de cambio flexible lleva implícito renunciar a la estabilidad del tipo de cambio, y un régimen de tipo de cambio fijo implica renunciar a la autonomía monetaria.

Sólo es posible lograr dos de las tres cosas siguientes: autonomía monetaria, estabilidad del tipo de cambio y libre movilidad de capitales. Todo régimen monetario implica escoger dos de estos tres objetivos: vaya “trilema”!

Cuadro 1: Régimen Cambiario en América Latina en 2008

Régimen cambiario	País
Fijo	- Argentina
	- Honduras
	- Trinidad y Tobago
	- Venezuela
Fijo dolarizado	- Ecuador
	- El Salvador
	- Panamá
Minidevaluaciones contra el dólar (crawling peg)	- Bolivia
	- Nicaragua
Banda cambiaria de flotacion contra el dólar (crawling band)	- Costa Rica
Flexible administrada *	- Colombia
	- Guatemala
	- Perú
	- Uruguay
	- Haití
	- Jamaica
	- Paraguay
	- República Dominicana

Flexible	- Chile
	- Brasil
	- México

Nota: * Aunque administrado, este sistema no sigue una trayectoria pre-determinada en tasa de cambio.

Fuente: Fondo Monetario Internacional. "[De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks](#)".

Por consiguiente, las posibilidades de la política monetaria están limitadas por el régimen cambiario que se tenga. Regímenes más flexibles conceden más autonomía monetaria, y esto es más importante en la medida en que el país esté más integrado financieramente con el resto del mundo. La otra cara de la moneda es que la autonomía monetaria con libre movilidad de capitales suele traer como costo la inestabilidad del tipo de cambio.

El banco central como prestamista del gobierno

La política monetaria también puede verse supeditada a los problemas de financiamiento del gobierno.

E Banco Central como Fuente de Financiamiento

Supóngase que el gobierno no tiene otra fuente de financiamiento que el banco central, como era de hecho la situación en varios países latinoamericanos en las décadas de 1970 y 1980, pues las fuentes de financiamiento externo eran muy limitadas y no había mercado para los títulos de deuda del gobierno (en algunos casos, porque no se habían desarrollado tales mercados; en otros, porque el público temía que el gobierno no estuviera en capacidad de pagar los títulos y sólo estaba dispuesto a comprar títulos de muy corto plazo con tasas de interés muy elevadas).

En esas condiciones, todo el déficit del gobierno se refleja en un aumento de la base monetaria. Si no hay otras fuentes de contracción de la base monetaria (por ejemplo, venta de reservas internacionales) y el multiplicador está constante, el banco central solo puede financiar un déficit fiscal muy modesto sin poner en riesgo la estabilidad monetaria. La razón es sencilla: la cantidad de efectivo y reservas que necesita una economía para efectuar sus transacciones es bastante baja: en América Latina, la base monetaria representa entre 5 y 14% del PIB (véase nuevamente el Gráfico 2). Si la economía tiende a crecer 5%, el déficit fiscal que puede financiarse en forma no inflacionaria es apenas el equivalente a entre 0,25% y 0,7% del PIB.

Si no hay cómo contrarrestar el aumento de la base monetaria (por ejemplo, vendiendo reservas internacionales), el banco central sólo puede financiar un déficit fiscal muy modesto sin generar rápidamente una inflación creciente.

Tratar de financiar con recursos del banco central un déficit de varios puntos del PIB es la vía segura hacia una inflación galopante, cuando no una hiperinflación. Una vez que empieza, el proceso se acelera rápidamente por varios canales. Al principio, puede ser compensado por una caída de las reservas internacionales, pero cuando este colchón se agota se dispara el tipo de cambio haciendo más rápidos los aumentos de precios. Y cuando la inflación se acelera, el público trata de deshacerse del dinero, reduciendo así la demanda de base monetaria y recortando el espacio para financiar al gobierno. La creciente inflación también erosiona los ingresos del gobierno, porque los impuestos se recaudan con retraso y, por consiguiente, su valor real se reduce, y porque la actividad económica se resiente con la inflación, todo lo cual aumenta aun más las necesidades de financiamiento del gobierno. Las altas inflaciones de la década de 1980 se desencadenaron de esta forma. De ahí que, en la década de 1990,

muchos países adoptaron normas estrictas para restringir severamente o prohibir que los bancos centrales financiaran al gobierno. Esa fue también una de las motivaciones para darle mayor autonomía al banco central frente al gobierno, tema al cual regresaremos más adelante.

Aunque el banco central no financie directamente al gobierno, puede tener operaciones de crédito neto con él. Recuérdese que el crédito neto con el gobierno es la diferencia entre los títulos del gobierno que tiene en su poder el banco central y los depósitos del gobierno en el banco central. Los bancos centrales compran o venden títulos del gobierno a los bancos o a los inversionistas privados porque, de esta manera pueden irrigar o recoger liquidez. En estas operaciones de esterilización, también llamadas operaciones de mercado abierto, los bancos centrales pueden utilizar también títulos expedidos por ellos mismos. Sin embargo, es cada vez más común que estas operaciones se hagan solamente con títulos del gobierno.

El banco central como banquero de los bancos

Todo banco central tiene múltiples relaciones con el sistema bancario, las cuales hacen posible la política monetaria, pero también pueden ser fuente de inestabilidad monetaria.

Las relaciones entre el banco central y los bancos se reflejan en las posiciones de reservas bancarias (R) y en los distintos tipos de crédito que reciben los bancos.

Rol de las Reservas

Concentrémonos primero en el rol que tienen las reservas en el proceso de multiplicación del dinero. Si los bancos mantuvieran en reserva (en sus propias bodegas o en las del banco central) las monedas y billetes que el público les entrega en custodia, no podrían

prestarle a nadie y no habría ninguna creación de más dinero. Pero todo banquero descubre rápidamente que no necesita mantener en reserva todos los depósitos: basta con una pequeña proporción para poder responder al flujo normal de retiros; lo demás puede prestarlo. Aquí es donde ocurre la multiplicación, porque el depositante original cuenta con su dinero original (representado ahora en un saldo de su cuenta corriente) y el deudor cuenta con el dinero en efectivo. Si éste lleva una parte de ese dinero a otro banco (o incluso al mismo), la operación puede hacerse nuevamente y el proceso multiplicativo puede continuar. Sin embargo, no es un proceso indefinido: tiende a agotarse porque cada vez se queda algo en reservas de los bancos y algo en efectivo en circulación en poder de cada deudor. Más exactamente, esto puede expresarse así:

$$m = \frac{e+1}{e+r}$$

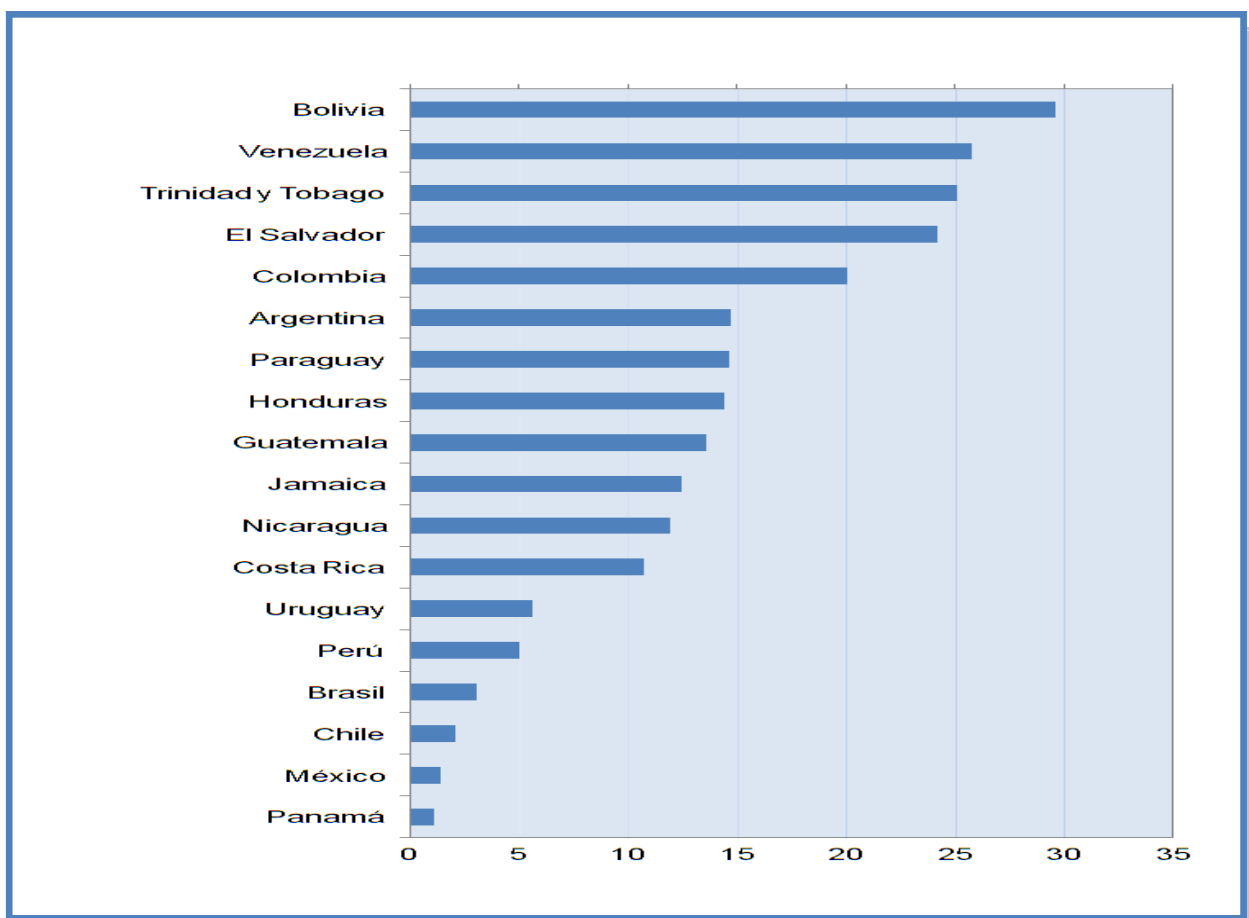
donde m es el multiplicador que ya habíamos definido en una sección anterior de este módulo (es decir, el número de veces que el dinero base se convierte en medios de pago), e es la relación entre efectivo y depósitos en los bancos (E/D), y r es la parte de los depósitos que se mantiene en reserva (R/D). Nótese que, si el coeficiente de reserva es 1, no hay multiplicación de dinero pues el multiplicador es 1. Por consiguiente, si el banco central tiene alguna forma de controlar ese coeficiente de reserva, podrá controlar la expansión secundaria de dinero. La forma más tradicional de hacerlo es exigiéndole a los bancos que depositen en el banco central una cierta proporción de

Coeficiente de Encaje

Instrumento favorito de regulación monetaria en décadas pasadas.

cada depósito recibido (que puede ser diferente para cada tipo de depósito). Este instrumento se conoce como el coeficiente de encaje. En décadas pasadas, era uno de los instrumentos favoritos de regulación monetaria, pero ha entrado en desuso. A mediados de la década de 1980, los requerimientos de reservas exigidos a los bancos comerciales equivalían hasta 89% de las cuentas corrientes, como era el caso de Argentina. En Bolivia, Brasil, Colombia y México, los coeficientes de reservas eran del orden del 40% o el 50%, que también tenían coeficientes muy altos de encaje. En años recientes, los coeficientes de reserva más usuales no superan el 30% (véase el Gráfico 3), en reflejo de exigencias mucho menores de encaje. Los encajes dejaron de usarse como instrumento de control de la expansión monetaria porque entorpecían y hacían muy incierto el negocio bancario, y porque la experiencia vino a demostrar que, cuando los encajes eran demasiado altos, los bancos desarrollaban nuevos métodos de captación de recursos para evadir los encajes. Con estas innovaciones financieras, no sólo hacían inoperantes las normas de encaje sino que oscurecían el sentido de los agregados monetarios tradicionales y complicaban la supervisión bancaria.

El crédito bancario es el canal mediante el cual la base monetaria da origen a una oferta de dinero más grande. La capacidad de los bancos de generar crédito depende del porcentaje de los depósitos que mantienen como reservas en el banco central

Gráfico 3. Coeficiente de reservas, 2008 (Porcentaje)

Fuente: CEPAL, Latin Macro Watch – Banco Interamericano de Desarrollo

Nota: El coeficiente de reservas corresponde al cociente entre reservas y depósitos. En este caso, el denominador corresponde a medios de pago ampliados (M3) menos efectivo en circulación.

➔ Créditos

El otro canal de relación entre el sistema financiero y el banco central son los créditos que éste les otorga a través de distintas ventanillas. Todo banco central tiene una ventanilla de créditos de muy corto plazo para facilitarle a los bancos cumplir con los requerimientos de encaje. Por supuesto, el banco central fija el costo de estos recursos a una tasa suficientemente alta para que solo sean utilizados en condiciones excepcionales. Todo banco central tiene también una ventanilla para

actuar como prestamista de última instancia en el caso de que un banco sufra una caída abrupta de depósitos. Y, finalmente, todo banco central tiene algún mecanismo para darle liquidez a los bancos a cambio de títulos o papeles representativos de las inversiones o préstamos que ellos hayan hecho. Este mecanismo se conoce con el nombre de redescuento. Puesto que al banco central no le interesa adquirir esos títulos, sino simplemente tenerlos como garantía mientras dura el préstamo, usualmente, los adquiere con el pacto de retroventa, es decir, con el compromiso de que el banco central se los entrega nuevamente al banco cuando éste cancele el crédito. En la horrible jerga bancaria, estas transacciones reciben el nombre de operaciones repo, que en algunos países son el mecanismo más importante de control de la liquidez. La forma más efectiva de controlar el acceso de los bancos a la ventanilla de redescuento es la tasa de interés a la que se ofrecen los recursos. Algunos bancos centrales utilizan mecanismos sofisticados para crear competencia entre los bancos en el acceso a esos recursos, en lugar de ofrecerlos a una tasa de interés predefinida.

Redescuento

Mecanismo del Banco Central para dar liquidez a los bancos a cambio de títulos o papeles representativos de las inversiones o préstamos.

La ventanilla de redescuento se usaba mucho en el pasado, no para regular la liquidez en forma transitoria, sino para asignar parte de la liquidez primaria a ciertos sectores favorecidos. Los recursos de redescuento eran una fuente regular del financiamiento a los sectores agrícolas y a los sectores exportadores en América Latina. Como estos recursos se entregaban a los bancos a tasas bajas (en muchos casos, por debajo de la tasa de inflación), constituían un canal de subsidios muy importante, pues se obligaba, a su vez, a los bancos a otorgar los préstamos a esos sectores a tasas controladas.

Hasta comienzos de la década de 1990, también fueron de uso común otros instrumentos de control de la actividad financiera con diversos objetivos. Para contribuir a controlar la expansión monetaria, algunos países utilizaban topes máximos al crecimiento del crédito bancario, reforzados usualmente con controles a las tasas de interés para evitar que la escasez de crédito fuera aprovechada por los bancos en perjuicio de las actividades productivas y el empleo. La cuadratura del círculo rara vez funcionaba, por supuesto, porque las bajas tasas de interés estimulaban la demanda de crédito en aquellos pocos segmentos del mercado donde era posible controlar a los bancos, pero no impedía que éstos encontraran diversos subterfugios para obtener mayores rendimientos en otros segmentos. Los intentos de control también se extendieron, en muchos países, a las tasas de interés de las captaciones de depósitos del sistema financiero, con resultados igualmente pobres. El surgimiento de intermediarios financieros no regulados que operaban a la sombra del sistema regulado fue una de las consecuencias de estos intentos, con implicaciones lesivas para el buen funcionamiento de la supervisión financiera.

Como hemos visto, todo banco central tiene múltiples relaciones con el sistema financiero. Esas relaciones pueden utilizarse para cumplir varios objetivos:

1. **Mantener el buen funcionamiento de la red de pagos**

Todo el sistema bancario, incluyendo al banco central, conforma una red de canales a través de los cuales fluye el dinero en todas direcciones. Cualquier operación en la que se usa un cheque, o se hace un giro de fondos, o se realiza una compraventa de divisas o de papeles financieros, pasa por esta red. Por consiguiente, un objetivo de las relaciones del banco central con

los bancos es mantener el buen funcionamiento de esta red de pagos, que es esencial para toda la actividad económica.

2. *Estar en capacidad de disciplinar el poder multiplicador*

Los bancos tienen algo del poder de Midas: pueden multiplicar el dinero que genera el banco central. Para conseguir el objetivo de controlar la inflación, el banco central debe estar en capacidad de disciplinar ese poder multiplicador. Éste es otro objetivo de las relaciones entre el banco central y los bancos.

3. *Evitar las corridas de depósitos y mantener la confianza de los depositantes*

La base del negocio bancario es la confianza que tienen los depositantes de que sus fondos están bien protegidos en poder del banco, ya que esto es lo que le permite al banco prestárselos a otros clientes. Si la confianza en un banco desaparece y los depositantes tratan de retirar sus depósitos de ese banco, se puede generar una reacción en cadena contra otros bancos porque todos están conectados a través del sistema de pagos. Por lo tanto, el banco central tiene también como objetivo evitar las corridas de depósitos y, más en general, mantener la confianza de los depositantes.

Los instrumentos de política monetaria y sus límites

Hemos visto, hasta ahora, el variado instrumental que puede usarse para controlar la cantidad de dinero en circulación. Muchos de los instrumentos que fueron de uso común en décadas pasadas en América Latina tienen serias limitaciones:

- No es posible tener una política monetaria autónoma si se quiere además tener tipo de cambio fijo y libre movilidad de capitales.

- Tampoco es posible controlar efectivamente la entrada y salida de capitales, o racionar por métodos administrativos la compra y venta de divisas oficiales.
- Hay límites muy estrechos al financiamiento que el banco central le puede conceder al gobierno sin poner en marcha una espiral inflacionaria.
- Los coeficientes de encaje pueden moderar la creación secundaria de dinero, pero coeficientes demasiado altos alientan innovaciones financieras que erosionan la efectividad de los encajes y dañan la salud del sistema financiero.
- Los topes al crédito y a las tasas de interés, a lo sumo, tienen efectividad temporal y, a larga, generan desintermediación financiera y una mala asignación de los recursos de crédito.

En vista de estas limitaciones, en los últimos años, las políticas de control monetario han tendido a apoyarse en instrumentos de mayor efectividad:

- a. Los **regímenes de tipo de cambio flexible** dan mayor autonomía al banco central para adquirir o vender divisas en cantidades limitadas sin sacrificar el control de la base monetaria.
- b. Las **operaciones de mercado abierto** (con títulos emitidos por el gobierno o por el propio banco central) permiten al banco central recoger o irrigar recursos de liquidez, según venda o compre títulos en el mercado de capitales.
- c. Las **ventanillas de redescuento** le permiten al banco central entregar o recibir recursos directamente al sistema financiero (utilizando papeles como garantía).

Las operaciones de mercado abierto del banco central consisten en vender (o comprar) títulos para disminuir (o aumentar) la cantidad de dinero en circulación.

Limitaciones de los Instrumentos

Aunque más efectivos, estos instrumentos también tienen limitaciones:

- *Con Respecto a la Flexibilidad de los Tipos de Cambio*

La flexibilidad de los tipos de cambio es un arma de doble filo para la política monetaria, pues puede facilitar el control de la cantidad de dinero, pero al costo de dañar la salud financiera del gobierno o de los bancos. Esto puede ocurrir porque el gobierno tiene deudas en dólares, cuyo valor se eleva automáticamente cuando aumenta el tipo de cambio, poniéndolo en dificultades para pagar los intereses o hacer las amortizaciones de sus deudas.

- *Con Respecto a los Depósitos en Dólares*

También puede haber problemas cuando los bancos tienen depósitos en dólares, porque su valor aumenta con la devaluación, generando pérdidas para los bancos. Este problema puede compensarse en parte cuando los bancos también tienen sus créditos en dólares (de forma que no haya un descalce cambiario entre activos y pasivos). Sin embargo, el problema no desaparece del todo, porque serán los clientes que tengan las deudas quienes entren ahora en problema por efecto de la devaluación y no puedan pagarle al banco.

Dificultades al Sector Real de la Economía de la Flexibilidad del Tipo de Cambio

Aparte de estos riesgos para la política monetaria y financiera, la flexibilidad del tipo de cambio puede acarrear dificultades al sector real de la economía:

- *Tasa de Cambio muy Volátil*

Una tasa de cambio muy volátil puede oscurecer los precios relativos entre el país y el resto del mundo y, por consiguiente, puede afectar las decisiones de inversión. Por ejemplo, los recursos productivos tenderán a concentrarse en actividades que utilizan muy pocos equipos o tecnologías altamente especializados, para poder moverlos rápidamente de una actividad a otra según cambien los precios. Por supuesto, esto será perjudicial para la productividad en el largo plazo.

- *Concentración de los Recursos Productivos*

También es posible que los recursos productivos tiendan a concentrarse en los sectores de servicios y otras actividades poco expuestas a las fluctuaciones de los tipos de cambio, lo cual perjudica el desarrollo exportador, la diversificación productiva y, posiblemente, también la productividad y el crecimiento.

Debido a estos potenciales problemas, los bancos centrales en América Latina tratan de impedir las fluctuaciones bruscas de los tipos de cambio, aun cuando tengan un régimen de tipo cambio flexible.

Dificultades de las Operaciones del Mercado Abierto o de Redescuento

Las operaciones de mercado abierto o de redescuento tampoco están exentas de complicaciones. En los países de menor nivel de desarrollo de América Latina, la limitación consiste en que no cuentan con mercados de capitales suficientemente profundos para asimilar los títulos sin sufrir aumentos descomunales de las tasas de interés. Cuando hay muy pocos recursos en circulación en los mercados de capitales, el banco central no puede disponer de autonomía para colocar o retirar papeles del mercado en los volúmenes que necesitaría en cada momento por razones monetarias. El banco central no puede permitirse el lujo de que las tasas de interés se disparen, por temor de que esto perjudique al gobierno o a los bancos por canales semejantes a los descritos en relación con el tipo de cambio.

En los países con mayor desarrollo financiero, hay mejores posibilidades de utilizar las operaciones de mercado abierto o de redescuento para absorber liquidez, pero existe el peligro de que, al elevarse las tasas de interés de los títulos, se atraigan capitales del exterior, que crean otras dificultades. Si hay tasa de cambio fija o deslizante, las entradas de capitales se traducirán en mayor expansión de la base monetaria, contrarrestando el efecto buscado. Si la tasa de cambio es flexible, deprimirán el tipo de cambio, alentando entradas adicionales. La razón de esto último es que, si hay la expectativa de nuevas reducciones del tipo de cambio, es más atractivo invertir en papeles en moneda nacional (puesto que una caída del tipo de cambio es lo mismo que un aumento del valor de la moneda local).

En los países de menor nivel de desarrollo de América Latina, la limitación consiste en que no cuentan con mercados de capitales suficientemente profundos para asimilar los títulos sin sufrir aumentos descomunales de las tasas de interés. En los países con mayor desarrollo financiero, existe el peligro de que, al elevarse las tasas de interés de los títulos, se atraigan capitales del exterior, que crean otras dificultades.

Del control del dinero al objetivo inflacionario

Toda la discusión anterior se ha concentrado en las posibilidades de controlar la cantidad de dinero. En el enfoque monetarista más simple, del que partimos en este módulo, no hay una gran distancia entre controlar la cantidad de dinero y controlar la inflación, porque se presume que la velocidad de circulación del dinero es estable (o cuando menos, bastante predecible) y que el crecimiento económico no depende de la cantidad de dinero que esté en circulación. Si se aceptan estos supuestos, el banco central se fija como objetivo de su política la tasa de crecimiento de la base monetaria o de los medios de pago que sea consistente con la tasa de inflación que se busca alcanzar, dadas las proyecciones de crecimiento de la economía y de crecimiento de la velocidad de circulación del dinero.

Aunque este es un enfoque sencillo en apariencia, en la práctica enfrenta diversas complicaciones que el banco central debe resolver:

1. Debe definir cuál es el agregado monetario que se busca controlar (la base monetaria, los medios de pago, la oferta monetaria ampliada) teniendo en cuenta las posibilidades de controlarlo eficazmente y de predecir, con una cierta confianza, su velocidad de circulación, como veremos en un momento.

2. Debe **definir cuál es el indicador de inflación más adecuado**. El indicador más usual es la tasa de inflación de todos los bienes, pero puede argüirse que es mejor excluir los precios de algunos bienes que pueden ser muy inestables por fluctuaciones impredecibles de la oferta, como los alimentos, o porque sus precios están controlados por el gobierno, como la gasolina o las tarifas de los servicios públicos en algunos países.
3. Debe **establecer una forma confiable de proyectar el crecimiento con un horizonte de uno o dos años cuando menos, y la mayor frecuencia posible** (trimestral o incluso mensual). Cuanto más largo sea el horizonte de proyección, más aceptable es el supuesto monetarista de que el crecimiento económico no depende de las condiciones monetarias, pero a más corto plazo las proyecciones tienen que tener en cuenta que políticas monetarias muy austeras afectan la actividad productiva, porque reducen la oferta de crédito y aumentan la tasa de interés, lo cual disminuye la inversión y el consumo.
4. Lo más difícil de todo, el banco central **debe contar con una proyección de la velocidad de circulación del dinero, o lo que es lo mismo, de la demanda de dinero**. El problema radica en que la velocidad de circulación del dinero depende de la inflación y de las tasas de interés, que son también afectadas por las políticas monetarias (y, por lo tanto, debe proyectarse en forma simultánea con éstas). La velocidad de circulación aumenta cuando se eleva la tasa de inflación o la tasa de interés porque, en vez de tener dinero que no rinde interés y que puede estar perdiendo capacidad de compra, es preferible para el público invertir parte de esos

recursos en cuentas de ahorro que sí rinden interés o en activos reales que no pierden valor por la inflación. Cuando hay pocas opciones financieras, cuando la inflación es baja y las condiciones macroeconómicas poco cambiantes, la velocidad de circulación del dinero es relativamente predecible. Sin embargo, esto no es lo usual en las economías latinoamericanas, especialmente las más integradas financieramente al resto del mundo. Como discutiremos más adelante, esto ha llevado a abandonar este enfoque de la política monetaria donde el objetivo es el crecimiento de la cantidad de dinero, para adoptar, a cambio, un enfoque donde el objetivo es directamente la tasa de inflación.

Una vez que el banco central ha determinado su objetivo final de crecimiento del dinero, define una trayectoria de variación de la cantidad de dinero para los meses o años siguientes. Para ello, tiene en cuenta que hay factores estacionales que afectan la demanda de dinero a lo largo del año (por ejemplo, durante la temporada navideña aumenta el consumo y las transacciones).

Por otro lado, también tiene en cuenta que puede ser muy difícil ajustar de un solo golpe la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero cuando el público está acostumbrado a una cierta tasa de inflación. Si todo el mundo espera que la inflación se mantenga constante, esa tasa se reflejará en los ajustes de sueldos y salarios, en los precios de los alquileres y, en general, en los cambios de precios de todos los bienes. En condiciones de expectativas arraigadas de inflación, una reducción abrupta del crecimiento monetario produciría de inmediato muy poca reducción de la inflación, con mucha caída de la actividad económica y del empleo. También contribuyen a mantener expectativas de alta inflación los anteriores fracasos de las políticas monetarias, sea ello por la ineficacia de los instrumentos o porque el

banco central se ha visto precisado a atender otros objetivos, tales como financiar al gobierno, defender las reservas internacionales o salir al rescate de los bancos en un evento de crisis financiera. Todas estas experiencias limitan la confianza del público en las metas monetarias y en la eficacia de las políticas del banco central, constituyéndose en un impedimento para reducir fácilmente la inflación. Puesto que las expectativas inflacionarias y la credibilidad que tenga el banco central son cruciales para el éxito en reducir la inflación, puede ser conveniente tratar de influir en ellas.

Cuando las expectativas de inflación están muy arraigadas, una súbita reducción del crecimiento monetario produce muy poca reducción de la inflación, con mucha caída de la actividad económica y el empleo.

Expectativas y credibilidad

Los países latinoamericanos son muy propensos a la inestabilidad económica que se origina en factores externos, tales como los cambios de precios internacionales y de las condiciones de financiamiento internacional (véase el módulo sobre inestabilidad y crisis macroeconómicas). También son afectados con frecuencia por fenómenos internos impredecibles, como desastres naturales, y por cambios en el panorama político, factores todos que crean presiones fiscales, alzas de precios, aumentos de tasas de interés y, en general, incertidumbre económica. Estas circunstancias no solamente limitan las posibilidades de controlar efectivamente la cantidad de dinero, sino que además reducen la eficacia del control monetario sobre la inflación. En este mar borrascoso, ayuda tener un ancla para que las expectativas no queden a la deriva.



Caso1: De un Ancla Cambiaria a una Locomotora Inflacionaria

A fines de la década de 1970 y durante la de 1980, Argentina, Chile y Uruguay, entre otros países, intentaron utilizar el tipo de cambio como ancla de las expectativas de inflación. Puesto que los precios de los bienes que pueden ser importados o exportados (denominados “transables” en la jerga de los economistas) dependen directamente de la tasa de cambio y son un componente importante de todos los bienes de la economía, se consideraba que mantener un tipo de cambio fijo o deslizante en forma preanunciada ayudaría a reducir las expectativas de inflación y, por lo tanto, haría más efectiva la política monetaria.

Por supuesto, ello requería que efectivamente hubiera libertad de importaciones, para que la competencia con los productos nacionales ayudara a moderar los aumentos de precios. En general, esta estrategia dio resultados mientras el banco central tuvo reservas internacionales suficientes. El problema que trajo es que los precios de estos bienes transables (básicamente los productos agrícolas e industriales) se quedaron rezagados frente a los salarios y los precios de los bienes no transables (como los servicios, los arriendos, etc.). Como resultado, aumentó la demanda por estos bienes transables, pero se hizo menos atractivo producirlos, generándose así un creciente déficit comercial con el exterior debido al aumento de las importaciones y la caída de las exportaciones. Todo anduvo bien mientras hubo recursos de crédito externo para financiar ese déficit. Pero al cerrarse las fuentes de financiamiento, fue necesario acudir a las reservas internacionales y, una vez que se agotaron éstas, fue preciso aceptar una fuerte devaluación. De esta manera, se pasó de un ancla cambiaria a una locomotora inflacionaria, donde todos los precios arrancaron a andar detrás del tipo de cambio.

Además, el experimento resultó dañino para los sectores productivos que perdieron competitividad durante el período de anclaje y, a larga, para toda la economía cuando estalló la crisis. En Argentina, entre 1980 y 1982, cuando el tipo de cambio se devaluó hasta un 360%, la inflación anual alcanzó 184% y el crecimiento del PIB pasó de 1.5% a -5%. Las experiencias de Chile y Uruguay por esa época no fueron mucho más afortunadas.⁴

También ha habido intentos de orientar las expectativas inflacionarias con anuncios monetarios. Aunque menos desastrosos, no han sido totalmente efectivos.

E *Década de 1990*

En efecto, en la primera mitad de la década de 1990, era usual que los bancos centrales anunciaran sus metas de crecimiento monetario con anticipación e informaran los resultados periódicamente en un intento de anclar las expectativas en las mismas variables monetarias que estaban controlando. Los problemas de esta estrategia son múltiples:

- En primer lugar, este tipo de anuncios y reportes no son entendidos por el grueso público.
- En segundo lugar, el incumplimiento de las metas mina la eficacia de los nuevos anuncios.
- En tercer lugar, puede ocurrir que, aunque se cumplan las metas monetarias, no se vean los resultados esperados en las tasas de inflación, debido a rezagos entre una y otra variable o a cambios imprevistos en la velocidad de circulación del dinero.

⁴ Puede argüirse que estos experimentos habrían funcionado si la política fiscal hubiera sido suficientemente austera pero, dadas las expectativas tan arraigadas de inflación, ello hubiera implicado ajustes fiscales draconianos y profundas recesiones.



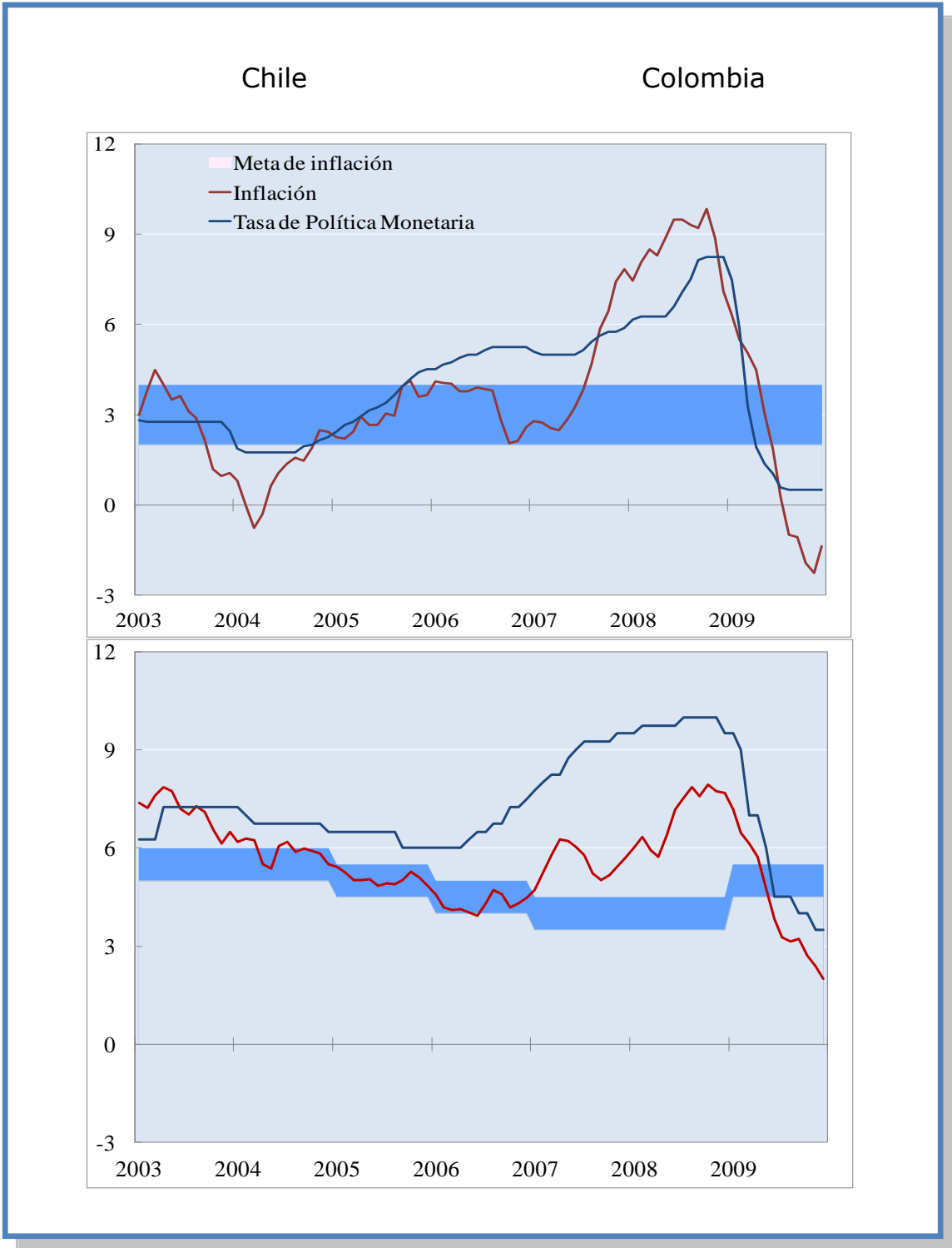
Caso 2: Estrategia de Algunos Países Basada en la Reducción de la Inflación

Esto ha llevado a varios países, desde mediados de de la década de 1990, a adoptar una estrategia de expectativas basada directamente en el objetivo de reducción de la inflación (al 2010, la lista incluía a Brasil, Chile, Colombia, Guatemala, México, Perú y Uruguay). El banco central, o el gobierno, anuncia una meta (más exactamente un rango) para la tasa de inflación para el próximo año, o próximos años, y se compromete a usar todos los instrumentos de política monetaria para lograr ese objetivo. La tasa de interés para ofrecerle recursos a los bancos (o para las operaciones de mercado abierto) es el principal instrumento que usan los países con metas de inflación. Puesto que reducir bruscamente o mantener totalmente controlada la inflación puede implicar, en ciertas circunstancias, movimientos exagerados de las tasas de interés, que pueden traducirse a su vez en cambios bruscos de los tipos de cambio, o en caídas pronunciadas de la actividad económica, en la práctica, los bancos centrales tienen no solamente en cuenta el objetivo inflación sino también la estabilidad de estas variables. De esta manera, suben o bajan la tasa de interés teniendo en cuenta qué tanto se están desviando de sus niveles objetivo (o deseables), la inflación, el crecimiento económico y la tasa de cambio (real).⁵ En el Gráfico 4, pueden verse las metas de inflación y las trayectorias que tuvieron en el período 2003-2009 las tasas de interés y las tasas de inflación observadas en los países con metas de inflación. Periódicamente, el banco central presenta “informes de inflación” donde se explican los resultados alcanzados, las razones que justifican haberse apartado de las metas, cuando ello ocurre, y se

⁵ Formalmente, esto se expresa en las llamadas “reglas de Taylor”, por John Taylor, quien descubrió que, para ajustar periódicamente las tasas de interés de intervención, los bancos centrales asignan en la práctica un cierto peso, por un lado, a la desviación de la inflación con respecto a su meta, y por otro, a la desviación del PIB con respecto a su nivel potencial.

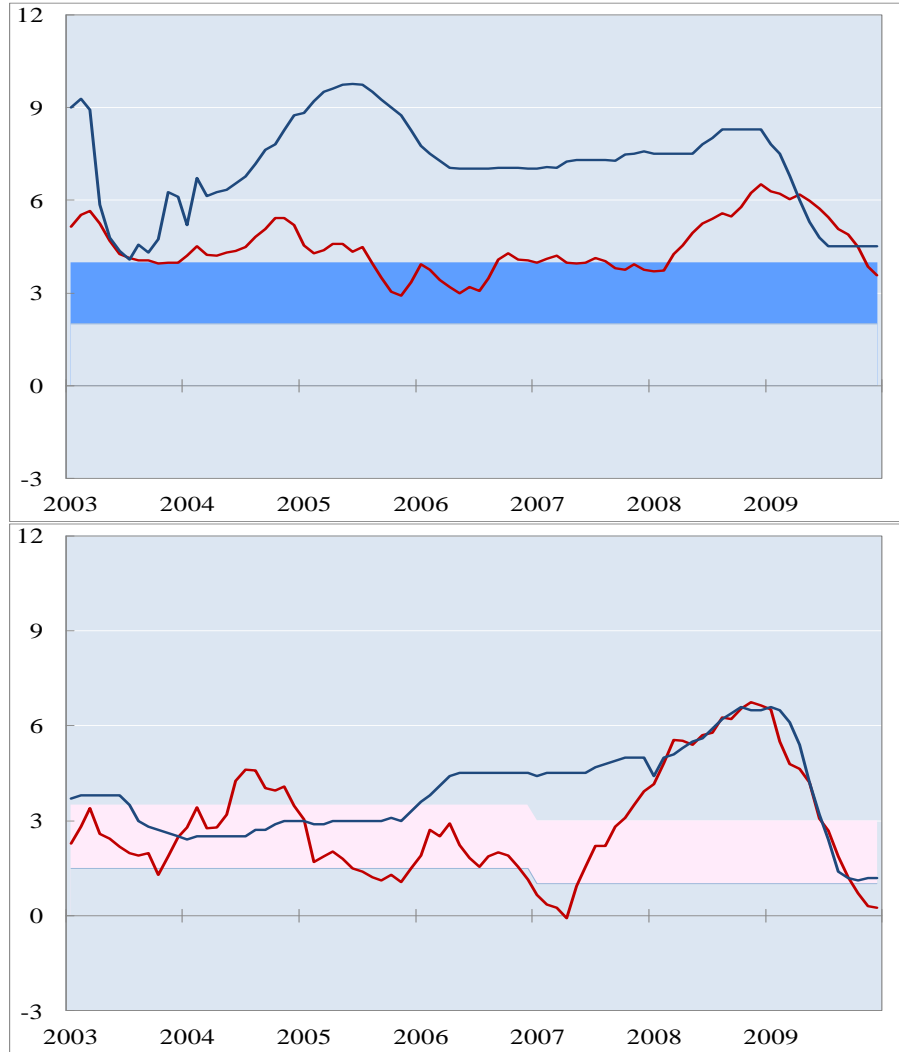
anuncian las próximas metas. Estos informes son discutidos en el Congreso y en los medios de comunicación y son una forma de rendir cuentas en forma transparente.

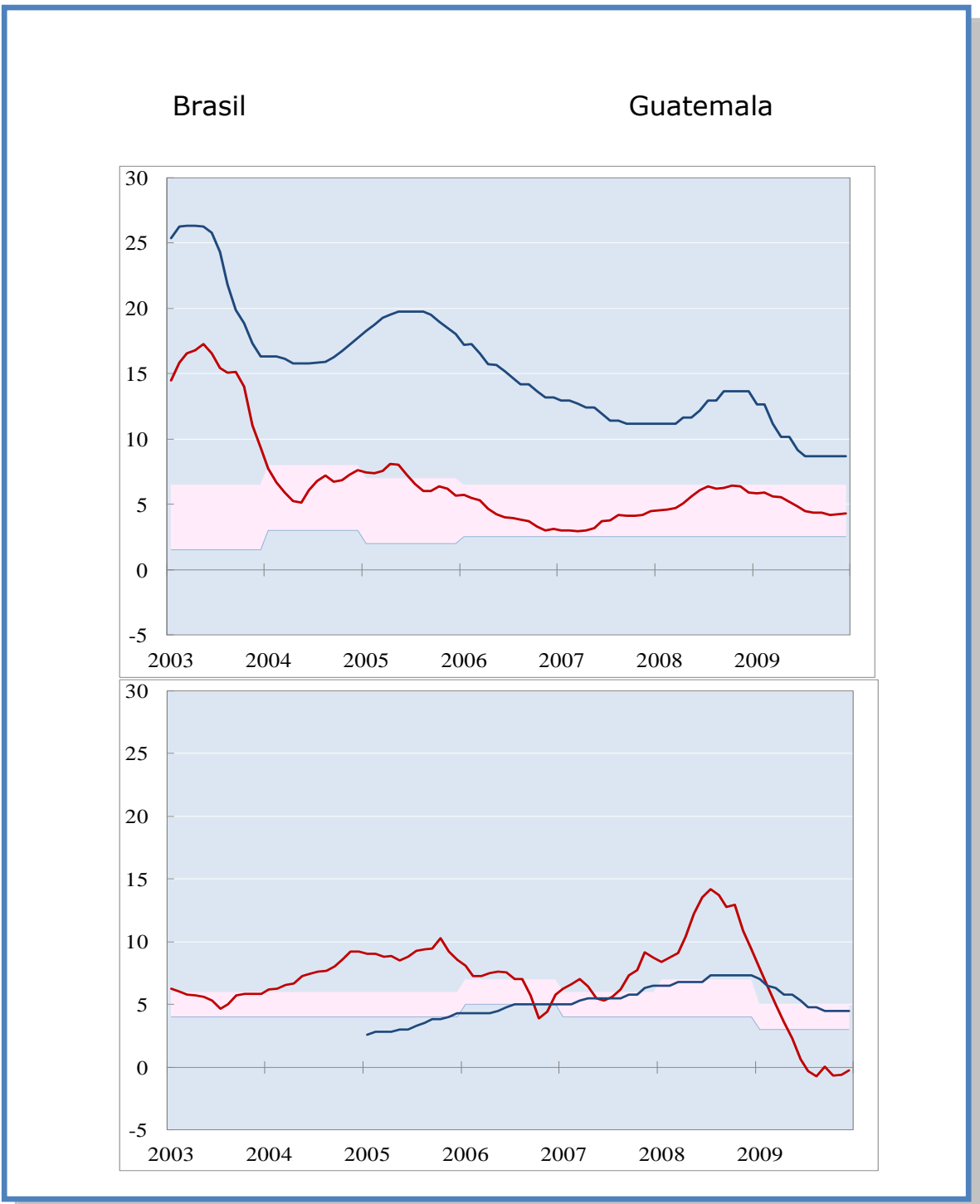
Gráfico 4: Inflación y tasas de interés de política monetaria en los países con sistemas monetarios de metas de inflación (%)



México

Perú





Fuentes: Fondo Monetario Internacional, Banco Central do Brasil, Banco Central de Chile, Banco de la República de Colombia, Banco de Guatemala, Banco de México, Banco Central de Reserva del Perú, Latin Macro Watch – Banco Interamericano de Desarrollo

Notas: (a) La inflación corresponde al cambio porcentual anual del Índice de Precios al Consumidor, (b) Las tasas de inflación son anunciadas en términos del IPC, (c) La tasa de política monetaria corresponde a:

Brasil: tasa SELIC overnight; Chile: tasa de política monetaria; Colombia: tasa mínima de expansión; México: antes de 2008, tasa de fondeo bancario, después de 2008, tasa de referencia; Perú: tasa interbancaria; Guatemala: "tasa líder".

Las posibilidades de éxito de una política monetaria basada en metas de inflación dependen crucialmente de la independencia operativa del banco central.

La independencia formal del banco central puede ayudar a que tenga independencia operativa, pero no son la misma cosa. Actualmente, en la mayoría de los países latinoamericanos, la constitución, o una ley de rango constitucional, concede autonomía al banco central para aislar el nombramiento de sus directivos de los ciclos electorales y para limitar la interferencia del gobierno en sus decisiones. Esos marcos legales regulan o prohíben los préstamos del banco central al gobierno.

¿De qué depende la independencia operativa?

La independencia operativa depende de que efectivamente el banco cuente con autonomía frente al gobierno y el sistema político para manejar los instrumentos de política monetaria. No existe esa independencia operativa cuando:

- hay dominancia fiscal, en el sentido de que el gobierno no puede cubrir sus necesidades de financiamiento en el mercado de capitales y, por lo tanto, tiene que acudir al banco central, o
- cuando su situación de endeudamiento es tal que limita severamente al banco central para utilizar los instrumentos normales de control monetario.

Las políticas monetarias basadas en metas de inflación han sido bastante exitosas pues los países que utilizan este sistema han logrado reducir la inflación bastante en línea con las metas que se han propuesto, y con menores costos en términos de

volatilidad del producto y reducción del crecimiento económico que otros países, o que ellos mismos antes de adoptar esa estrategia. Sin embargo, esto no significa que todos los problemas de la política monetaria queden resueltos con la adopción de este sistema.

Las políticas monetarias basadas en metas de inflación han sido bastante exitosas logrando reducir la inflación en línea con las metas propuestas y con menores costos en términos de volatilidad del producto y reducción del crecimiento económico.

Discusión 1: Respuesta de los Países con el Sistema de Metas de Inflación

En América Latina, se discutió mucho qué debían hacer los países con el sistema de metas de inflación en respuesta al alza descomunal que tuvieron los precios internacionales de los combustibles y los alimentos en 2007 y 2008. El problema es que aumentar la tasa de interés refuerza la caída de demanda agregada y de actividad económica que, de todas formas, se va a dar por efecto de este shock externo de oferta. Pero no aumentarla, o bajarla, puede dañar la credibilidad de la meta inflacionaria. En vista de que el sistema de metas inflacionarias está pensando para manejar los shocks de demanda, no los de oferta, la solución que se ha propuesto es que las metas de inflación se fijen con un horizonte relativamente amplio (de unos dos años), ya que ése es un período suficiente para absorber shocks de oferta que deben producir aumentos temporales en la tasa de inflación.

Discusión 2: Respuesta Frente a los Cambios Bruscos de la Tasa de Cambio

Otra cuestión que se debate con frecuencia es la postura que debe tomarse frente a los cambios demasiado bruscos de la tasa de cambio (recuérdese que en el sistema de metas de inflación la tasa de cambio es flexible). Una devaluación súbita puede llevar a la ruina a quienes tienen deudas en dólares (y, de rebote, al sistema financiero). Una apreciación pronunciada puede causarle muchos daños al sector exportador. Aunque hay políticas e instrumentos financieros para cubrir estos riesgos, por esta razón, los bancos centrales de todas formas intervienen ocasionalmente comprando o vendiendo divisas para limitar las fluctuaciones de los tipos de cambio.

Discusión 3: Metas de Inflación Bajas

Muchos cuestionan, por otro lado, que se persigan metas de inflación tan bajas, típicamente de 2 a 4%. Como lo ha puesto en evidencia la experiencia de Japón desde la década de 1990, y de Estados Unidos a partir de la crisis que estalló en 2008, estos niveles de inflación dejan muy poco margen para bajar las tasas de interés cuando la economía entra en una situación de recesión o de deflación (es decir, de inflación negativa o caída continua de precios). Paradójicamente, el Fondo Monetario Internacional, guardián máximo de la estabilidad económica, propuso en 2010 que se establecieran metas más altas de inflación, pero la propuesta no recibió mucha acogida en el enrarecido clima de la crisis mundial.

 **Discusión 4: Política Monetaria y Burbuja Especulativa**

Finalmente, un tema de discusión motivado por la crisis hipotecaria de Estados Unidos es qué puede hacer la política monetaria frente a una burbuja especulativa, como la que tuvieron los precios de las viviendas en ese país hasta 2008. Tendría que elevarse mucho la tasa de interés para desinflar una burbuja especulativa en un mercado de activos tan específico, y al hacerlo podría dañarse la salud del sistema financiero (cosa que en Estados Unidos ocurrió de todas formas). La política monetaria, por bueno que sea el régimen que utilice, no puede resolver todos los problemas. La principal lección que dejó la crisis de Estados Unidos es la importancia de la regulación y supervisión del sector financiero. Por fortuna, América Latina ya había aprendido esa lección, como veremos en el siguiente módulo.



Conceptos claves

- Dinero
- Inflación
- Velocidad de circulación del dinero
- Ecuación cuantitativa del dinero
- Base monetaria
- Medios de pago
- Multiplicador monetario
- Reservas internacionales
- Tipo de cambio fijo vs flexible
- Tipo de cambio deslizante o de minidevaluaciones
- Libre movilidad de capitales
- Controles a la movilidad de capitales
- Operaciones de esterilización o de mercado abierto
- Operaciones de redescuento
- Operaciones con pacto de retroventa (repo)
- Coeficiente de encaje (o de reservas) de los bancos
- Sistema de metas de inflación



Preguntas de repaso

1. Describa el balance del banco central
2. Explique el proceso de multiplicación del dinero a través del sistema bancario
3. Explique qué efecto tiene sobre la base monetaria y sobre los medios de pago cada una de las siguientes operaciones del banco central: compra de divisas, compra de títulos de deuda del gobierno, devolución a los bancos de los títulos adquiridos con pacto de retroventa, aumento del coeficiente de reservas de los bancos.
4. Explique la "trinidad imposible", o "trilema" de las finanzas internacionales
5. Describa cómo funciona el sistema de metas de inflación



Temas de estudio adicional e investigación

1. Describa en detalle el sistema monetario que se utiliza actualmente en algún país latinoamericano y sus pros y contras frente a un sistema alternativo
2. Discuta el último "informe de inflación" de alguno de los países que utiliza metas de inflación
3. Discuta las ventajas y dificultades del sistema monetario de metas de inflación

Fuentes y lecturas recomendadas

A diferencia de la mayoría de los módulos de este curso, éste no se basa en ningún informe de investigación o publicación del BID o de otro organismo internacional. Por lo tanto, las lecturas que se recomiendan a continuación no tienen el mismo enfoque ni cubren todo el material del módulo.

Las numerosas crisis monetarias y cambiarias que ocurrieron en América Latina entre la década de 1970 y comienzos de la década del 2000 han sido objeto de muchos libros y estudios. La mayoría son demasiado específicos a algún país o son de difícil lectura para no economistas. Valiosas excepciones son:

- Edwards, S. (1995). *Crisis and Adjustment in Latin America: from Despair to Hope*. New York: Oxford University, 1995. – Capítulos 2 y 4
- Edwards, S. (2003). Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention. En M. Feldstein (Eds), *Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies*. Chicago: National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press - Capítulo 1.
- Montiel, P. J. (2003). *Macroeconomics in Emerging Markets*. Cambridge: University Press- Capítulo 20- (“Domestic Macroeconomic Management in Emerging Economies: Lessons from the Crises of the Nineties”).

Hay dos publicaciones que analizan periódicamente la evolución de las políticas monetarias en América Latina y el Caribe:

- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2010). [Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe](#). CEPAL.

- Fondo Monetario Internacional (2010). *Regional Economic Outlook. Western Hemisphere* Washington DC: IMF

Para el lector interesado en las bases teóricas de las políticas monetarias y los regímenes cambiarios, se recomienda el excelente libro de texto de De Gregorio J. (2007). *Macroeconomía: Teoría y Políticas*. México: Pearson Educación.

La discusión sobre los problemas actuales del sistema de metas de inflación es inspirada en el artículo del mismo autor, De Gregorio J. (2010). *Recent Challenges of Inflation Targeting*. Documento de Trabajo N°. 51. Basel, Switzerland: Bank for International Settlements.

Fuentes Técnicas

La inflación es un fenómeno monetario: Los datos sobre los valores de la base monetaria en países latinoamericanos provienen del [Latin America and Caribbean Macro Watch Data Tool](#) del Banco Interamericano de Desarrollo.

El banco central como depositario de las reservas internacionales: La discusión sobre la efectividad de los controles de capitales es muy amplia. Para una síntesis muy sencilla véase el artículo de Jonathan Ostry, Atish Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash Qureshi y Dennis Reinhardt (2010), "Capital Inflows: The Role of Controls", Fondo Monetario Internacional, Departamento de Investigación, SPN/10/04, disponible en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1004.pdf>

