

**BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
DEPARTAMENTO MONETARIO
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDAD SOCIAL
DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS
DE-DM-DCS-DIE-PI-01-97/R
MARZO, 1997**

**ASPECTOS TEÓRICOS PARA EL DISEÑO DE LA
POLÍTICA MONETARIA**

Jorge Madrigal Badilla (DM)
Alvaro Solera Ramírez (DCS)
Lorely Villalobos Moreno (DIE)
Marlene Villanueva Sánchez (DIE)
Norberto Zúñiga Fallas, coordinador (DE)

DOCUMENTO DE TRABAJO DEL BANCO CENTRAL DE COSTA RICA, ELABORADO EN LA DIVISIÓN ECONÓMICA

**LOS CRITERIOS, ANÁLISIS Y CONCLUSIONES REPRESENTAN LA OPINIÓN DE SUS AUTORES, CON LOS QUE NO
NECESARIAMENTE PODRÍA COINCIDIR EL BANCO CENTRAL DE COSTA RICA**

“... la buena política monetaria depende de que reconozcamos lo mucho que no sabemos sobre el manejo del dinero”

Sherman Maisel

INDICE

I. INTRODUCCIÓN.....	1
II. IMPORTANCIA DEL DINERO.....	2
A) RESEÑA HISTÓRICA.....	2
B) DEFINICIÓN.....	3
III. PAPEL DE LA POLÍTICA MONETARIA.....	4
A) ESTABILIZADOR DE PRECIOS.....	6
B) ESTABILIZADOR DE CICLOS ECONÓMICOS.....	6
IV. EFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA	7
A) ESTABILIDAD DE LA DEMANDA POR DINERO.....	7
B) EXPECTATIVAS.....	8
C) INNOVACIONES FINANCIERAS.....	9
D) RÉGIMEN CAMBIARIO Y APERTURA DE CAPITALES.....	9
1. <i>LIBRE FLUJO DE BIENES Y SERVICIOS</i>	10
2. <i>APERTURA DE LA CUENTA DE CAPITALES</i>	11
E) DÉFICIT FISCAL	12
F) ESTRUCTURA DEL MERCADO FINANCIERO	12
G) SISTEMA DE PAGOS	13
H) INDEPENDENCIA DEL BANCO CENTRAL	14
V. MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA	14
A) TASA DE INTERÉS.....	15
B) DINERO.....	16
C) CRÉDITO.....	17
D) TIPO DE CAMBIO.....	18
E) PRECIOS DE OTROS ACTIVOS.....	19
VI. DISEÑO DE LA POLÍTICA MONETARIA	20
A) ENFOQUE TRADICIONAL: VARIABLES INTERMEDIAS.....	20
B) ENFOQUE MODERNO: VARIABLES INFORMATIVAS.....	23
C) DISCRETIONALIDAD VERSUS REGLAS MONETARIAS.....	27
VII. CONCLUSIONES	29
VIII. REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS	31

I. INTRODUCCIÓN

Durante los últimos años la mayor parte de las economías del mundo han experimentado profundas transformaciones que han influido en el desenvolvimiento de sus sistemas financieros. Como consecuencia, en muchos de ellos se ha presentado inestabilidad en la demanda de dinero y dificultades para controlar los agregados monetarios. Evidentemente esta realidad ha complicado el diseño e implementación de la política monetaria y, por tanto, ha obligado a los bancos centrales a realizar un profundo análisis de la labor que realizan y a adoptar enfoques alternativos o complementarios.

La economía costarricense no ha estado ajena a este proceso de cambio. En esos años nuestro país ha observado una serie de transformaciones que se han reflejado, entre otros, en desregulación del sistema financiero, surgimiento de innovaciones financieras, mayor participación de intermediarios no bancarios y en mayor apertura de la cuenta de capitales. Estas transformaciones representan una clara señal de las dificultades que se experimentan al ejecutar una adecuada política monetaria. Por esta razón se ha considerado conveniente realizar un comprensivo estudio que contribuya a mejorar el diseño actual de la política monetaria.

Este documento, que se titula “Aspectos Teóricos para el Diseño de la Política Monetaria”, constituye la primera etapa y pretende contribuir a clarificar los principales conceptos que desde una perspectiva teórica deben tenerse en consideración a la hora de diseñar la política monetaria. Aunque el documento no es totalmente exhaustivo, si aborda los principales temas que se discuten en la actualidad y representa un primer intento que podría ser de utilidad para empezar a cuestionar algunos de los enfoques que se siguen en nuestro país. En una próxima entrega se abordarán las experiencias de otros países, y se evaluará la política monetaria actual que se sigue en nuestro país.

El documento está dividido en siete partes: en la segunda se analiza la importancia histórica del dinero y la necesidad de contar con una definición adecuada. El debate existente sobre el papel de la política monetaria se aborda en la tercera parte. En el cuarto apartado se expone los argumentos que condicionan la efectividad de la política monetaria. Los mecanismos de transmisión de la política monetaria se describen en la quinta parte. En la sexta se reflexiona acerca de la forma de diseñar e implementar una política monetaria. Finalmente se ofrecen unas breves conclusiones.

II. IMPORTANCIA DEL DINERO

A) RESEÑA HISTÓRICA

Aunque el dinero es una convención social muy antigua, es a partir del siglo pasado cuando se le considera un objeto digno de confianza y de aceptación irrestricta. Durante unos cuatro mil años existió el acuerdo de utilizar uno o más metales para los intercambios: plata, cobre, hierro y principalmente oro. Incluso, otros artículos más raros y exóticos como tabaco, cabezas de ganado, conchas, whisky y algún tipo de piedras también se utilizaron en algún momento como dinero.

La asociación histórica entre dinero y metal ha sido muy estrecha. Para efectos prácticos, el dinero casi siempre ha sido un metal precioso. Dado que en un principio se presentaban problemas para manejarlo, pesarlo y comprobar su calidad, desde los primeros tiempos el metal se acuñó en monedas de un peso determinado. Aunque la acuñación era sumamente práctica, también se prestó para realizar fraudes tanto públicos como privados.

Aunque la adulteración de muchas de las monedas en circulación constituyó el primer problema del dinero, su cantidad también empezó a generar dificultades. En efecto, la gran afluencia de metal precioso hacia Europa que provocó el descubrimiento de América, generó un aumento generalizado de precios, primero en España y posteriormente en Francia, los Países Bajos e Inglaterra. Así, de una manera primitiva, se planteó la proposición concerniente a la relación del dinero con los precios: la teoría cuantitativa del dinero¹.

Con el propósito de regular y limitar los abusos de adulteración de las monedas, a principios del siglo XVII apareció el primer banco importante: el Banco de Amsterdam². A partir de ese momento se establecieron instituciones similares en otros países. El auge de estos bancos y la reducción del número de monedas por parte de los Estados nacionales, disminuyó las ganancias resultantes de la adulteración. Aunque de esta manera se redujeron las dificultades relacionadas con la acuñación, emergió un nuevo y más complejo problema ligado a los bancos y al fisco.

Con el tiempo el Banco de Amsterdam empezó a otorgar préstamos a algunos agentes, principalmente a la Compañía de las Indias Orientales y al Gobierno. Cuando éstos enfrentaron dificultades, en particular por la guerra con Inglaterra, el banco comenzó a tener problemas de liquidez y se vio obligado a cerrar sus puertas en 1819. La evolución de la banca produjo dos hallazgos muy importantes: i) que los bancos podían crear dinero mediante el otorgamiento de préstamos; y ii) el efecto que tiene una expansión de depósitos sin control. Así, para un adecuado funcionamiento de la banca debería contarse al menos, con mecanismos para limitar los préstamos y garantizar a los depositantes y tenedores de billetes su efectiva conversión y liquidez.

¹ Esta sostiene, en su forma más elemental, que todo lo demás constante, los precios varían en relación directa con la cantidad de dinero en circulación.

² Se refiere a los bancos de carácter público, pues la actividad bancaria tiene sus orígenes en Italia.

Estos acontecimientos hicieron evidente la necesidad de la banca central. Actualmente, la mayoría de los países cuentan con una institución oficial que posee la autoridad legal de emitir dinero y su tarea es la de determinar el dinero de alto poder en la economía con el fin de lograr algunos objetivos macroeconómicos. Así, se le ha conferido al banco central la autoridad para elaborar la política monetaria. Sin embargo, el buen resultado de una política tendiente a administrar el dinero en la economía dependerá en gran parte de la claridad con que éste se defina.

B) DEFINICIÓN

El dinero es un activo fundamental en todas las economías, ya que su carencia obligaría a la gente a usar el trueque para todas sus transacciones. Esto sería ineficiente, no sólo por la dificultad práctica de calcular el precio de cada bien o servicio en términos de todos los otros, sino también porque se requeriría una coincidencia entre las necesidades de los agentes.

En la literatura es difícil encontrar una definición clara de qué es el dinero. Glyn Davies (1994) lo define como “algo que es ampliamente utilizado para realizar pagos y contabilizar débitos y créditos”. Tradicionalmente, el dinero sirve como unidad de cuenta, medio de cambio y reserva de valor³. También se reconocen otras funciones desde una perspectiva macroeconómica, entre ellas, activo líquido, marco para la asignación de precios en un sistema de mercado, y factor para influir y controlar la economía⁴.

Una definición adecuada de dinero, sin embargo, puede ser abordada desde un punto de vista empírico y fundamentado en dos aspectos, a saber, i) que el dinero es un fenómeno social y por tanto varía en el tiempo y en el espacio, y ii) que no existe un acuerdo general a nivel teórico de lo que puede considerarse como dinero. El análisis empírico parte de la idea de que son las decisiones de los agentes las que determinan qué activos actuarán como dinero en una economía en un momento dado. Milton Friedman sugiere que empíricamente el problema se reduce a encontrar un agregado cuya demanda sea una función estable de unas pocas variables⁵ (Rosende, 1991).

Desde el punto de vista de la política monetaria, la identificación empírica de aquéllos agregados que mejor representen la oferta de dinero es de vital importancia, pues ello es necesario para pronosticar y explicar el comportamiento de algunas variables de interés y para evaluar algunas metas establecidas en la programación monetaria. No obstante, en la medida en que se reconozca que la definición del dinero se relaciona más con las funciones que éste cumple en la economía, que con las propiedades físicas de un determinado bien o activo, el análisis de cuáles criterios son relevantes para implementar y conducir la política monetaria requiere de un estudio de aquel conjunto de bienes o activos que cumplen funciones monetarias

³ También se establecen otras funciones con diferencias sutiles con respecto a las mencionadas, tales como: medio de cambio, estándar de pago diferido y medida común de valor.

⁴ En una relación de causa y efecto, específicamente dinero-producción.

⁵ Otros autores han propuesto otras definiciones empíricas de dinero, aunque todas basadas en la propuesta por Friedman. Un resumen de ellas se puede encontrar en Monge y Barboza (1994).

y de aquéllas entidades que participan en la creación de lo que la comunidad acepta como dinero.

A partir de aquí, la discusión en la doctrina monetaria resulta ser variaciones de un mismo tema. ¿Influye la moneda en la economía o responde la moneda a la economía? Lo que sí resulta claro es la importancia que reviste la administración del dinero para el desempeño ordenado de las economías. Este es un arte que, con mayor o menor éxito, le ha correspondido representar a los modernos bancos centrales y ejecutar por medio de la política monetaria.

III. PAPEL DE LA POLÍTICA MONETARIA

Para determinar cuál es el papel que debe asumir la política monetaria, es necesario conocer lo que ésta puede y no puede hacer, a efecto de no conferirle un papel mayor y no esperar de ella más de lo que puede cumplir. Para Friedman(1968)⁶ la política monetaria tiene un papel bastante definido que se relaciona fundamentalmente con tres aspectos. Primero, se vincula la capacidad que tiene para evitar que el dinero sea una de las principales fuentes de perturbación económica. Segundo, proporciona un marco estable para la economía, y por último, contribuye a compensar los ciclos económicos originados en otras fuentes. Con respecto a este último punto, Rosende (1991) menciona que la función que se le asigne está estrechamente relacionada con la parte del ciclo económico en que se encuentre. Así, mientras en períodos de alta inflación las políticas pueden obedecer más a un enfoque clásico-monetarista, en períodos de recesión se puede seguir un enfoque Keynesiano.

Por lo general, a la política monetaria se le asigna una diversidad de objetivos, entre ellos: metas de inflación, producto, empleo y estabilidad en las condiciones de los mercados financieros y en la balanza de pagos. Pero no hay que perder de vista la limitada capacidad que tiene el instrumental monetario para poder alcanzarlos y la problemática en torno a la correspondencia entre el número de objetivos y el de instrumentos. Siguiendo a Zahler (1988), las siguientes ecuaciones que incorporan determinados objetivos de política monetaria, ilustran de una manera clara esta situación.

$$M = a(P^* - P) \quad a > 0 \quad (1)$$

$$M = b(IR - IR^*) \quad b > 0 \quad (2)$$

$$M = c(i - i^*) \quad c > 0 \quad (3)$$

$$M = d(u - u^*) \quad d > 0 \quad (4)$$

$$M = k^* \quad (5)$$

donde u representa la tasa de desempleo, k es una constante y los asteriscos las variables objetivas.

⁶ Friedman destaca que la política monetaria no puede mantener fijo el nivel de la tasa de interés o el de desocupación, excepto por períodos muy cortos; esto lo confirma el fracaso de la política de dinero barato seguida en la época de la postguerra.

Por ejemplo, supóngase que las autoridades monetarias estuvieran interesadas en alcanzar no solo estabilidad de precios -ecuación (1)-, sino también una tasa de interés que no supere i^* -ecuación (3)- y una tasa de desempleo que no sobrepase u^* -ecuación (4)-. En esas circunstancias, si $P > P^*$, la política monetaria debería ser contractiva de acuerdo con (1). Al reducirse la oferta de dinero, sin embargo, i y u tenderían a aumentar y por tanto no se alcanzarían los objetivos definidos por (3) y (4). Para ello, más bien se requeriría de una política monetaria expansiva, lo cual provocaría presiones al alza en el nivel de precios e implicaría $P > P^*$. Así, nuevamente para lograr el objetivo de estabilidad de precios se haría necesario contraer la oferta monetaria. Este sencillo ejemplo demuestra la imposibilidad práctica de que los bancos centrales puedan lograr simultáneamente el cumplimiento de varios objetivos y, por tanto, que su objetivo primario debería estar asociado a la estabilidad de precios.

A pesar de lo anterior, todavía se sigue debatiendo acerca de influencia que pueda ejercer la política monetaria en la inflación, el empleo y el producto. En tanto algunos se aferran a la idea de que la política monetaria es relevante para lograr objetivos macroeconómicos de largo plazo, otros argumentan la imposibilidad de la misma para afectar las variables reales, incluso en el corto plazo. No obstante, tanto los monetaristas como los neokeynesianos aceptan el principio de una neutralidad en el largo plazo⁷, lo cual significa que la trayectoria de tendencia del producto real no se ve afectada por la política monetaria.

La no neutralidad en el corto plazo implica que las oscilaciones del dinero provocan fluctuaciones en el gasto, lo cual en un contexto de rigidez nominal de precios inducen a variaciones en el producto real⁸. Incluso, bajo el enfoque de expectativas racionales se concluye que dependiendo del tipo de expansiones o contracciones monetarias, así será el efecto sobre las variables reales. Cuando las fluctuaciones monetarias son anticipadas por los agentes económicos, el efecto será neutral; en caso contrario, estas tendrán efecto sobre las variables reales (véase Lucas, 1996).

El concepto de neutralidad del dinero está íntimamente relacionado con la forma en que las diferentes escuelas de pensamiento realizan la política monetaria. Como se menciona en Mussa (1995), desde los trabajos de Keynes los macroeconomistas se han dividido en dos grupos. El primero corresponde a los que están a favor de las políticas monetarias activas, especialmente para estabilizar la economía real (partidarios de la no neutralidad en el corto plazo). En el segundo se encuentran aquellos que son menos intervencionistas, donde la principal preocupación está ligada a los costos de una alta inflación. Al partir del debate generado entre los que están más o menos de acuerdo en utilizar políticas monetarias activas, se desprende que las dos principales funciones, asociadas con los objetivos asignados, son: (1) estabilidad de precios y (2) estabilidad de la economía real.

A) ESTABILIZADOR DE PRECIOS

⁷ Cabe señalar que para keynesianos y monetaristas el concepto "largo plazo" es diferente, es decir, mientras que para los primeros el largo plazo "nunca llega", para los segundos es un período más corto para realizar el ajuste.

⁸ Claro está que no todas las fluctuaciones son causadas por el dinero. Además en el caso clásico se supone que la rigidez tiene un carácter transitorio.

La principal función que se le asigna a la política monetaria está relacionada con el control de la inflación. Este es uno de los objetivos claves que persiguen los bancos centrales y recobró importancia a partir de que los modelos keynesianos (en la década de los 70's) mostraron cierta incapacidad para explicar la coexistencia entre altas tasas de inflación y desempleo, especialmente en las economías industriales.

En diferentes estudios realizados por Friedman y otros autores, se concluye que casi todas las grandes inflaciones han sido producidas por alguna expansión monetaria. Actualmente, hay coincidencia en que expansiones monetarias significativas del dinero nominal (cualquiera que sea la definición que se utilice) probablemente se traducirán en el largo plazo en aumentos en el ritmo de variación del ingreso nominal y, muy especialmente, en la tasa de inflación.

Así, la política monetaria puede mantener bajo control el riesgo de inflación, recurriendo a una tasa más lenta de expansión monetaria. No hay que perder de vista, sin embargo, que la acción monetaria requiere de un período más largo para influir sobre la inflación. Por esa razón, en muchos casos no es posible determinar con exactitud cual será el efecto final de una determinada política, ni identificar en forma precisa cuando se dará ese efecto. En vista de esta realidad, para que la política monetaria pueda lograr su cometido de estabilizador de precios, las autoridades económicas deberían adoptar políticas consistentes en el mediano y largo plazo y evitar cambios bruscos de dirección.

B) ESTABILIZADOR DE CICLOS ECONÓMICOS

El objetivo de proveer un marco estable para la economía real puede lograrse mediante la compensación de las perturbaciones o “choques” que se generan en la economía. Estas perturbaciones, que producen por lo general fluctuaciones recurrentes en la economía, y que se denominan “ciclos económicos”, dificultan el buen desempeño de la misma.

Para obtener resultados satisfactorios en la estabilidad económica, es importante identificar el tipo de “choques” que lo genera. Por ejemplo, si el ciclo es producido por “choques” que afectan el lado de la demanda, ya sea como consecuencia de políticas adoptadas por las autoridades, o por el resultado de desplazamiento en la inversión o en el consumo privado (o expectativas sobre el desempeño futuro de la economía), la política monetaria puede ser utilizada como un instrumento para contrarrestar los efectos no deseados en el producto real.

Ahora bien, si el ciclo es originado por “perturbaciones” de oferta, es decir, por avances tecnológicos, cambios climáticos, desastres naturales, descubrimientos de recursos naturales o variaciones en el precio de materia prima, es muy probable que la política monetaria no sea eficaz para suavizar el ciclo, porque requiere de ajustes tanto por el lado de los precios como de las cantidades, lo cual escapa del marco de acción de la política monetaria (véase Sachs y Larraín, 1994).

Finalmente, debido a que los “choques” pueden ocurrir tanto por el lado de la oferta como de la demanda, a veces no es posible contar con una adecuada información acerca del tipo de perturbación que lo genera. Por ello se puede caer en el problema de utilizar inapropiadamente la política monetaria y lejos de lograr el objetivo deseado de contrarrestar los ciclos económicos, se pueda generar mayor inestabilidad y producir fluctuaciones cíclicas no deseadas. Seguramente por ello Friedman ha llegado a la conclusión de que casi todas las grandes depresiones han sido producidas por trastornos monetarios y los partidarios del enfoque del “ciclo real” se oponen a políticas monetarias intervencionistas.

IV. EFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA

Una vez analizada la importancia y los alcances de la política monetaria, en esta parte se pretende exponer cuáles factores inciden en la capacidad de esta política, ya sea mediante agregados monetarios o tasa de interés, para alcanzar ciertos objetivos macroeconómicos.

En la primera sección se destaca la importancia de la estabilidad de la demanda de dinero para seguir una política monetaria, vía agregados monetarios. También se analiza el efecto de las expectativas y las innovaciones financieras sobre el desempeño del mercado monetario. Posteriormente, se detallan otros factores que condicionan el control del banco central sobre su política monetaria, tales como: el régimen cambiario, la apertura de la cuenta de capitales, la estructura del sistema financiero y el déficit fiscal. Finalmente, se mencionan dos elementos que también influyen sobre la efectividad de la política monetaria, ellos son las mejoras al sistema de pagos y la independencia del banco central.

A) ESTABILIDAD DE LA DEMANDA POR DINERO

La inestabilidad de la demanda de dinero constituye un problema empírico que reduce la efectividad de la política monetaria mediante el manejo de algún agregado monetario (Zahler 1988, p.165). Si la demanda de dinero es inestable en sus principales argumentos (ingreso y costo de mantener dinero), tratar de controlar la cantidad de dinero introducirá perturbaciones al sistema económico y generará un desequilibrio en cualesquiera de los otros sectores: real, financiero o externo. Por el contrario, al contar con una demanda de dinero estable, las autoridades serán capaces de predecir con bastante certeza el efecto que tendrá un cambio en la cantidad de dinero sobre el equilibrio del mercado monetario.

Precisamente en los últimos años se han observado desplazamientos inesperados de las demandas de dinero estimadas, las cuales provocaron claras desviaciones entre el valor efectivo de las principales variables macroeconómicas y las metas propuestas por las

autoridades, lo cual dio al traste con muchas de las políticas monetarias implementadas que se basaron en el control de agregados monetarios. Estos movimientos imprevistos se atribuyen en parte a los procesos inflacionarios que vivieron algunos países, al desarrollo de un mercado financiero de muy corto plazo, y a los cambios institucionales tales como la desregulación y profundización financiera, la sustitución de monedas y la introducción de nuevos regímenes cambiarios o monetarios.

Así, si se desea predecir con algún grado de certeza los efectos de la implementación de una política monetaria sobre el sistema económico, la selección de un agregado monetario como instrumento de política debe estar condicionado a que su respectiva demanda cumpla con el requisito de estabilidad. Cuando se ha observado inestabilidad de la demanda de dinero, algunos bancos centrales han escogido a la tasa de interés como su variable intermedia.

B) EXPECTATIVAS

Un segundo elemento que condiciona la demanda de dinero y al equilibrio en el mercado monetario es la incorporación de las expectativas al análisis macroeconómico. En términos teóricos, se habla de dos formas para explicar la generación de las expectativas por parte de los agentes económicos, las cuales se conocen bajo el nombre de expectativas adaptativas y expectativas racionales.

Las expectativas adaptativas parten del supuesto que los agentes económicos realizan los pronósticos de las variables claves como un factor del error de predicción de uno o varios períodos pasados. Bajo este enfoque se considera que las autoridades pueden sorprender a los agentes económicos y afectar sistemáticamente los resultados de una economía. Así, mediante una política de aceleración continua de la tasa de crecimiento del dinero y por consiguiente de la tasa de inflación, se podría incrementar persistentemente al producto por encima de su nivel de equilibrio (Véase Flood y Mussa 1995).

La principal conclusión de los modelos de expectativas racionales⁹ es que las políticas económicas son anticipadas por el sector privado de modo que los efectos de dicha política no son tan poderosos como los obtenidos bajo el supuesto de expectativas adaptativas. En este caso, una política monetaria solamente será efectiva para lograr las metas macroeconómicas si se crea una variación no esperada (o sorpresa) en las variables relevantes, de tal forma que el agente económico no disponga de esa información en el momento de tomar sus decisiones. Por ejemplo, para que determinada política tenga efecto sobre el producto, la autoridad sólo podría conseguirlo mediante un cambio inesperado en la tasa de inflación.

⁹ Este enfoque describe al sistema económico como un conjunto de agentes racionales que buscan maximizar su utilidad, bajo el supuesto de que éstos no disponen de información completa (por tanto es un bien escaso) de las variables pertinentes a sus decisiones económicas. En este sentido, el agente económico debe pronosticar dichas variables y, su conducta maximizadora lo llevará a aprender de sus errores y a evitar el sesgo sistemático en sus proyecciones.

Sin embargo, en la medida en que la autoridad intente alterar sistemáticamente los resultados, los agentes económicos tendrán incentivos para entender la política, aprenderla y considerarla en sus próximas proyecciones, lo cual reduce la eficiencia para lograr el objetivo macroeconómico propuesto. Además, bajo un esquema de agentes con expectativas racionales, la imposición de una política que pretende sistemáticamente afectar los resultados del sistema, podría influir en la amplitud de las fluctuaciones del ciclo económico¹⁰.

C) INNOVACIONES FINANCIERAS

En la mayoría de las economías capitalistas se ha presentado un rápido proceso de innovación financiera que ha llevado a un profundo cambio en la estructura y funcionamiento del mercado monetario y financiero. Las innovaciones financieras han surgido en respuesta a cambios en las regulaciones, los avances tecnológicos, el mayor grado de competencia interna y externa en el sector financiero, las elevadas y fluctuantes tasas de interés e inflación, los crecientes requerimientos financieros de los gobiernos y el impacto de la flotación cambiaria.

Los nuevos instrumentos financieros¹¹, que por lo general cumplen con la propiedad de ser medio de cambio y a la vez reserva temporal de valor, dificultan la distinción funcional entre los agregados monetarios convencionales (M1 y M2). Por otra parte, las innovaciones financieras, por su gran liquidez y rendimiento, se convierten en sustitutos muy cercanos del dinero, lo que tiende a incrementar la elasticidad de sustitución entre los activos financieros y M1, así como a provocar una caída en la demanda de éste último.

Lo anterior debilita la efectividad de la política monetaria (vía establecimiento de metas de crecimiento del dinero) porque torna más inestable la demanda de dinero y desvirtúa a los agregados monetarios tradicionales, M1 y M2, como buenos indicadores de la liquidez de la economía. La potencialidad de la política monetaria se reduce aún más cuando la autoridad no cuenta con un medio de regulación efectivo sobre las innovaciones financieras, o bien, cuando la proporción de la liquidez total canalizada mediante instrumentos tradicionales de captación es cada vez menor.

D) RÉGIMEN CAMBIARIO Y APERTURA DE CAPITALES

La implementación de una política monetaria no debe obviar dos aspectos fundamentales del entorno económico en el cual se va a aplicar: el sistema cambiario y el grado de apertura de la cuenta de capitales. Estos elementos determinan en buena medida la capacidad de las autoridades para manejar su política, independientemente de si ésta se realiza vía agregados monetarios o tasa de interés.

¹⁰ Es por esta razón que en el plano de la política monetaria, los expertos han favorecido el uso de las reglas fijas en vez de discreción para el manejo del crecimiento de los agregados monetarios.

¹¹ Una recopilación de términos técnicos y conceptuales, referidos a mercados e innovaciones financieras se encuentra en Vindas, Katia y Jiménez, Enrique, DIE-PI-05-96.

Cabe destacar que en una economía en la que hay libre movilidad de bienes y servicios financieros, con información perfecta y con agentes económicos completamente racionales, la elección del régimen cambiario será irrelevante en el largo plazo. Sin embargo, debido a que en la realidad estos supuestos de comportamiento no se cumplen plenamente, las variaciones del tipo de cambio nominal se trasladan en algún grado al tipo de cambio real y afectan en forma no deseada a los sectores productivos y a otras variables reales.

En este apartado se explicará en primera instancia, las consecuencias en el manejo de la política monetaria de establecer un determinado régimen cambiario. Posteriormente, se detallará la incidencia de permitir la libre movilidad de los servicios financieros.

1. LIBRE FLUJO DE BIENES Y SERVICIOS

En el contexto de una economía pequeña y abierta al comercio internacional, la adopción del régimen cambiario tendrá diferentes resultados sobre la efectividad de la política. Como en un esquema muy simplificado la oferta monetaria (M) es la suma del crédito interno (CI) y las reservas monetarias internacionales (RIN), el efecto del régimen cambiario se reflejará específicamente en el término RIN .

$$M = CI + RIN$$

Cuando la economía tiene tipo de cambio fijo y existen controles a la entrada o salida de capitales, el banco central puede, por lo menos en el corto plazo, controlar algún agregado monetario. La tasa de interés local podrá diferir de la mundial y si hubiera un aumento en la cantidad de dinero, los agentes económicos residentes no pueden convertir ese exceso en activos externos, pues el banco central no les proporcionará las divisas necesarias. Este sólo estará dispuesto a comprarlas y venderlas para las transacciones de la cuenta corriente (importaciones y exportaciones).

No obstante, en el largo plazo y bajo estas circunstancias el banco central debe comprar y vender las divisas producto del comercio internacional. Si se da un superávit (déficit) en la cuenta corriente de la balanza de pagos, el banco central acumula reservas (pierde) y habrá un aumento neto (disminución) de la oferta monetaria. Por consiguiente, el banco central no tiene dominio sobre las expansiones o contracciones monetarias que resultan del movimiento de reservas internacionales, aunque sí puede afectar la composición de la cantidad de dinero entre RIN y CI .

Por otro lado, en el caso extremo de una cuenta de capitales cerrada y régimen de flotación cambiaria, el tipo de cambio nominal (variable de ajuste) responde únicamente a movimientos de la cuenta corriente. En estas circunstancias, el segundo término de la ecuación anterior pierde relevancia y la cuenta corriente tiende a estar en equilibrio, debido a que no hay manera de financiar un déficit o un superávit. Los flujos de capitales no tienen lugar y el banco central no compra ni vende reservas y la política monetaria será exógena.

2. APERTURA DE LA CUENTA DE CAPITALES

Cuando se da lugar al libre movimiento de recursos financieros, el ajuste al que se verá expuesto la economía será más rápido. En general, la adopción de un régimen de tipo de cambio fijo lleva consigo que los saldos de dinero sean endógenos y el tipo de cambio sea exógeno, mientras que bajo tipo de cambio flexible, la situación se invierte, esto es, el tipo de cambio es la variable endógena, en tanto que la cantidad de dinero es exógena. A continuación se explicará brevemente el efecto de la integración financiera, específicamente el caso de una mayor entrada de capitales a la economía bajo los diferentes esquemas cambiarios.

i) TIPO DE CAMBIO FIJO: Sachs y Larrain(1994, p. 302) destacan que “en un régimen de tipo de cambio fijo con libre movilidad del capital, el banco central no puede afectar la cantidad de dinero y cualquier intento de hacerlo, lo único que produce es una pérdida de reservas internacionales”. En efecto, en esas circunstancias, los movimientos de la cantidad de dinero se harán endógenos debido a que debe cumplirse la paridad de tasas de interés y a que el ajuste en las RIN será más rápido. La mayor entrada de capitales ocasionará una presión sobre el gasto interno, por lo que probablemente caerá el tipo de cambio real, al generarse presiones al alza de los precios.

La famosa crítica de Alan Walters¹² mencionada por Rosende (1992), ilustra claramente los problemas que podrían presentarse en estas condiciones: “la adopción de un régimen de tipo de cambio fijo, como lo supone la participación de la CEE, lleva a que los capitales fluyan hacia aquellas economías que ofrecen las tasas de interés más altas, a menos que se introdujeran restricciones a la entrada de capitales desde el exterior, como lo habían hecho Italia y Francia, con los consecuentes costos de eficiencia que involucra la imposición de este tipo de controles. Para contener esta entrada de capitales, y con ello el proceso de apreciación de la moneda doméstica, era necesario reducir las tasas de interés domésticas, lo que finalmente se traduciría en un aumento de la inflación”.

ii) TIPO DE CAMBIO FLOTANTE: Cuando el tipo de cambio es flotante, el banco central recobra el control de la política monetaria, ya que el componente externo de la base monetaria no experimenta modificación alguna. Así, ante una expansión monetaria se reducirá la tasa de interés local, que generará una salida de capital del país. Debido a que el tipo de cambio se ajusta, dicha salida hará que la moneda se deprecie, con lo que mejorará la balanza comercial y la política monetaria adoptada no se revertirá.

iii) BANDAS CAMBIARIAS: Bajo este sistema, la situación que resulta de la libre movilidad de capitales es intermedia entre los dos esquemas anteriores, ya que el banco central se vería obligado a intervenir únicamente para mantener al tipo de cambio dentro de los límites de las bandas, lo cual le otorgaría algunos grados de libertad en el manejo de su política monetaria. Por ejemplo, ante un diferencial de tasas de interés interna y externa que provoque una entrada de capitales, el banco central acumularía reservas internacionales sólo si este flujo es tan alto que aproxime el tipo de cambio nominal al piso de la banda.

¹² Asesor hasta mediados de los ochenta de la que fuera Primer Ministra de Inglaterra, Margaret Thatcher.

E) DÉFICIT FISCAL

Un déficit fiscal alto representa un obstáculo para alcanzar una política monetaria efectiva. Por ello, los economistas coinciden en la necesidad de mantener el gasto público bajo control con tal de reducir su financiamiento interno o externo. Para el caso de una economía abierta, las consecuencias de un mayor desequilibrio fiscal están íntimamente ligadas al régimen cambiario escogido.

Si se supone libre movilidad de capitales y tipo de cambio fijo, el exceso de gastos sobre ingresos totales requerirá de la venta de bonos del gobierno, lo cual aumentará la tasa de interés vigente en la economía y la afluencia neta de capital. El banco central deberá intervenir comprando divisas para evitar que el tipo de cambio se aprecie, aumentarán sus reservas monetarias y se generará una mayor cantidad de dinero en la economía.

Si el tipo de cambio es flotante, la mayor tasa de interés generada por la colocación de bonos fiscales provocará una entrada neta de capitales, que apreciará al tipo de cambio nominal, hasta que la brecha entre la tasa de interés externa (en moneda nacional) e interna se elimine. El desequilibrio fiscal finalmente ocasionará una apreciación de la moneda nacional. Aunque bajo este sistema no se reduce la efectividad de la política monetaria, se puede afectar la competitividad de la economía.

Además, en el caso de que persistentemente exista un déficit público en la economía, las presiones sobre la tasa de interés interna reducirían indiscutiblemente las posibilidades del banco central de controlar la política monetaria, generándose un efecto desplazamiento, “*crowding out*”, por parte de la política fiscal. Las necesidades de financiamiento del sector público le pondrían un piso a la tasa de interés, lo cual reduciría el margen de acción al banco central.

F) ESTRUCTURA DEL MERCADO FINANCIERO

Cuando se implementa una política monetaria hay que tomar en cuenta, al menos, dos aspectos relevantes del mercado financiero: quiénes participan y cuáles son sus características institucionales. Es por esta razón que en este apartado se enumeraran una serie de elementos y características que parecieran afectar el desempeño de la política monetaria.

Un primer elemento a considerar es la sustitución del dinero de curso forzoso por el electrónico. Por ejemplo, cuando en la economía se han difundido medios electrónicos de pago como “las tarjetas de débito” -las cuáles se han convertido en un medio aceptable de pago-, se podrían cometer errores en la toma de decisiones de política si se observa un agregado restringido como M1.

Adicionalmente, es importante detectar si existe una estrecha relación entre el mercado monetario y el del crédito, debido a que los bancos y otros intermediarios financieros pueden emitir deuda con alto grado de sustitución con respecto a los pasivos del banco central. De esta forma, cuando hay una proporción de obligaciones de muy corto plazo, éstas se convierten

en deuda competitiva del dinero tradicional, lo cual constituye una fuente potencial de dificultades para la efectividad de la política monetaria.

Otro elemento es “la influencia de los bancos estatales (o empresas públicas) sobre el proceso de creación de dinero. Si en la economía existe un sector público significativamente grande, la banca estatal podría manejar un volumen importante de recursos y con ello ejercer en algún grado la función de banquero central” (Rosende 1991, p. 65).

Por otra parte, la existencia de mercados financieros informales de crédito y de moneda extranjera hacen que el manejo tradicional de la política monetaria pueda tener un efecto distinto al originalmente planeado por las autoridades. Al considerar el mayor grado de sustituibilidad entre activos de los sectores informal y formal, un cambio de política puede implicar movimientos fuertes de recursos de un sector a otro, por lo cual se puede disminuir en forma no deseada los efectos de determinada política sobre el sector formal de la economía.

Además, debe analizarse la composición de pasivos en moneda nacional y extranjera en el sistema financiero. Por ejemplo, en una economía donde ha proliferado el uso de una moneda extranjera, entre mayor sea la proporción de depósitos en dicha moneda, menor será la efectividad de la política monetaria.

Finalmente, la estabilidad de precios es fundamental para evitar que los agentes económicos busquen otros medios como reserva de valor. En caso contrario se propiciará la sustitución de monedas y la vigencia de contratos indexados entre los agentes, que les asegure el valor real de sus activos. Si cualesquiera de estas dos opciones se propaga en la economía, probablemente las autoridades enfrentarán dificultades para afectar los resultados del sistema económico mediante el uso de la política monetaria.

G) SISTEMA DE PAGOS

El sistema de pagos incide en la eficacia de la política monetaria mediante su efecto sobre el comportamiento y eficiencia de los mercados financieros, en especial, cuando el banco central decide emplear instrumentos de control indirectos, tales como las operaciones de mercado abierto¹³. Tal y como menciona Monge (1996), el desarrollo del sistema de pagos repercute principalmente sobre la velocidad de los pagos, el costo de las transferencias, los riesgos y confiabilidad del sistema financiero, el grado de liquidez de los activos transados y la integración de los mercados locales con los internacionales. Algunos ejemplos de estos efectos se describen seguidamente:

- a) La mayor liquidez que se esperaría ocurriera en los instrumentos financieros al aumentar la velocidad y eficiencia en los pagos, permitiría el desarrollo de nuevos mercados, especialmente el mercado interbancario de dinero, ampliando de esta forma las posibilidades del Banco Central para colocar sus títulos.

¹³ Monge (1996, p. 3) señala que el sistema de pagos se puede definir como “el conjunto de instrumentos, organizaciones, procedimientos, sistemas de información y comunicación que se utilizan para liquidar las obligaciones asumidas por los agentes económicos al realizar transacciones, sean reales o financieras”.

- b) La mayor eficiencia implicará una posible contracción de la base monetaria, debido a que la incorporación de la nueva tecnología permitirá la tramitación y liquidación de los valores diarios de pagos con un acervo menor. La automatización del sistema de pagos inducirá también una caída de la demanda de agregados monetarios restringidos, como el medio circulante, ya que se favorecerá la sustitución del efectivo por otros tipos de medios de pago como tarjetas de débito, tarjetas de pago anticipado y débitos directos.
- c) La mayor integración de los mercados financieros ocasiona que las acciones de política se transmitan con mayor rapidez a toda la economía. Sin embargo, dicha integración también implica una mayor dependencia con respecto a las acciones de política de los otros países, lo cual puede limitar la efectividad de la política monetaria.

H) INDEPENDENCIA DEL BANCO CENTRAL

Una vez determinado si el banco central puede tener control efectivo sobre la cantidad de dinero que existe en la economía, es necesario reflexionar sobre un punto que en los últimos años ha cobrado importancia y es la necesidad de dotar, al menos formalmente, de independencia al banco central.

Alessina señala que un banco central independiente podría reducir la magnitud de fluctuaciones políticamente inducidas por la política monetaria y el sesgo inflacionario en el diseño de sus políticas. Cabe destacar que la condición de un banco central autónomo es necesaria pero no suficiente para garantizar la estabilidad de precios, ya que ésta finalmente dependerá de otros factores, entre ellos, la credibilidad de los agentes económicos.

Aún así, la existencia de un banco central independiente fomenta la credibilidad de los agentes económicos en sus acciones de política y fortalece la posibilidad de alcanzar los objetivos propuestos. La credibilidad induce a que los agentes incorporen en sus expectativas, los objetivos asumidos por la autoridad monetaria. De hecho, muchos estudios teóricos han utilizado argumentos tales como la reputación y los costos relativos del abandono de un compromiso, para tratar de explicar la efectividad de la política monetaria¹⁴.

V. MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

La comprensión de los mecanismos de transmisión es crucial para el diseño e implementación de la política monetaria, ya que de este modo se podrían responder algunas interrogantes relacionadas, entre otras, con la política adecuada para diferentes episodios del ciclo económico; la regla apropiada para la política monetaria; la selección correcta del *trade-off* entre la variabilidad de la producción y de la inflación; y la escogencia del régimen cambiario que

¹⁴ El deseo de separar las decisiones del banco central de las políticas gubernamentales para que éste se concentre en el objetivo fundamental de estabilización interna y externa de la moneda nacional, ha favorecido la implementación de reglas que restrinjan el uso de la política monetaria para obtener logros de corto plazo o de corte populista. Una de las más famosas reglas es la del “k%”, propuesta por Milton Friedman.

produciría mejores resultados en inflación y producción. En esta parte se analizarán los mecanismos de transmisión de la política monetaria más conocidos, a saber, tasa de interés, agregados monetarios, agregados crediticios, tipo de cambio y precios de otros activos. El análisis parte del supuesto de que los mercados informales son irrelevantes. Sin embargo, es importante advertir que su presencia, aunque eventualmente no afectaría la dirección del resultado final, si puede influir en su efectividad (Véase Pierre-Richard y Haque, 1994).

A) TASA DE INTERÉS

La tasa de interés es considerada uno de los mecanismos de transmisión más importantes mediante el cual la política monetaria puede afectar el producto real. La relevancia de este canal tiende a intensificarse en la medida en que se unifican los mercados financieros, ya que en esas circunstancias el control de crédito y otros mecanismos alternativos experimentan una pérdida de eficacia (Véase Goodhart, 1989). La forma en que este mecanismo se transmite al resto de la economía, depende, en gran medida, del grado de apertura financiera, esto es, si es cerrada o abierta a los flujos de capital.

En una economía cerrada el mecanismo de transmisión se presenta por medio de la relación entre la tasa de interés y los componentes de gastos en consumo e inversión. Por ejemplo, el efecto inicial de una contracción de la oferta monetaria (M) produce un aumento en la tasa de interés real (i) y, dado que esta variable es una medida del costo financiero, desestimula la inversión (I) y los gastos en bienes de consumo duradero (C), lo que a su vez conduce a una reducción de la demanda agregada y del producto real (Y). En el siguiente diagrama se describe este mecanismo de transmisión (Véase Mishkin 1995, p. 5).

$$M \downarrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow I \downarrow, C \downarrow \rightarrow Y \downarrow$$

Si bien desde la perspectiva “keynesiana” tradicional la inversión es la variable más importante en este canal, los nekeynesianos han introducido también el consumo como otra de las variables que responden al comportamiento de la tasa real de interés. La evidencia empírica, sin embargo, no ha mostrado resultados satisfactorios, particularmente cuando se relaciona la tasa de interés y la inversión, lo que podría confirmar la idea de algunos economistas en el sentido que es poca la influencia que ejercen las tasas de interés sobre la inversión y en general sobre el producto.

En el caso alternativo de una economía abierta, el principal mecanismo de transmisión lo constituye los movimientos de capital que se producen en respuesta a los cambios en la rentabilidad relativa de los activos domésticos y externos¹⁵. Específicamente, cuando la política monetaria es contractiva, se produce un incremento en la tasa de interés, lo cual genera

¹⁵ Este mecanismo de transmisión se puede observar con la ecuación de la paridad de tasa de interés $i = i^* + TED + \lambda$ donde la tasa de interés doméstica (i) debe ser igual a la tasa de interés de los activos externos (i^*) más la tasa esperada de devaluación (TED) y un riesgo país (λ). Los supuestos que se consideran para el cumplimiento de esta ecuación son que los activos internos y externos sean sustitutos perfectos, que no existen barreras a la entrada de capitales y que exista flexibilidad en el régimen cambiario.

incentivos a la entrada de capitales externos hasta que los retornos de los activos internos y externos se igualen. Dependiendo del régimen cambiario, este mecanismo se complementará con ajustes en el precio real y esperado de la divisa (tipo de cambio flexible), o en la cantidad de dinero (tipo de cambio fijo).

En la explicación anterior se ha hecho caso omiso a la gran variedad de tasas de interés que en determinado momento se observan en la economía, especialmente en relación con el plazo (corto o largo). De acuerdo con Zahler (1992) la tasa de interés que afecta a la demanda agregada es una más de largo plazo, mientras la que afecta los flujos de capitales especulativos se guían más por el diferencial de tasas de interés interna y externa de corto plazo¹⁶. Sin embargo, de los estudios empíricos se desprende un alto grado de dificultad para identificar cuantitativamente el efecto de la tasa de interés sobre el costo del capital y de esta forma en la inversión y en el producto. Por esa razón, en la literatura se han investigado otros mecanismos como el dinero, el crédito y el tipo de cambio.

B) DINERO

Este enfoque, de herencia monetarista, establece que los cambios en la cantidad de dinero tienen efectos directos sobre los niveles de gasto (o precios) de las economías. Se parte del hecho de que la riqueza de los agentes económicos está formada por una gama de activos que incluye desde el dinero hasta los bienes de consumo duradero y el capital humano, los cuales poseen algún grado de rentabilidad, ya sea explícita o implícita. Además, se supone que todos esos activos son buenos sustitutos del dinero, de tal forma que no existe ninguna tasa de interés (o rentabilidad) que sea particularmente relevante.

De esta forma, la transmisión de los cambios en la cantidad de dinero no se centran en los activos financieros sino que se extiende a todos los activos que conforman la riqueza. Un aumento en la cantidad de dinero, por ejemplo, produce un desequilibrio en la cartera de los agentes que los lleva a deshacerse del exceso de liquidez ajustando sus patrones de gasto hasta igualar la rentabilidad relativa de todos los bienes.

Si todos los tipos de interés (o rentabilidades) se ajustan ante el cambio en la oferta monetaria, el impacto de cada uno de ellos será muy pequeño y por lo tanto la demanda de dinero reflejará una baja elasticidad con respecto a la tasa de interés. Si, además, dicha demanda de dinero es estable, la mayor parte del peso del ajuste entre oferta y demanda globales recaerá sobre la renta y los precios y no sobre el tipo de interés. De ahí que exista un efecto directo del cambio en la cantidad de dinero sobre la renta y los precios¹⁷.

C) CRÉDITO

¹⁶ Los desarrollos realizados por los keynesianos por medio del instrumental de IS-LM y de los monetaristas, especialmente Friedman, coinciden que la dicotomía entre la teoría y la realidad es que definitivamente las tasas de interés de corto plazo son determinadas normalmente por la autoridad económica.

¹⁷ La magnitud del impacto del ajuste sobre precios o renta dependerá de las condiciones de oferta.

El nuevo enfoque del crédito explora los problemas relacionados con la información imperfecta y otras fricciones en el mercado de crédito para ayudar a explicar la potencia de la política monetaria. Entre otros autores, Bernanke y Gertler (1995) consideran que “el canal del crédito no debe considerarse un mecanismo de transmisión diferente al tradicional de la política monetaria, sino como un conjunto de factores que amplifican y propagan los efectos convencionales de la tasa de interés”.

Ellos parten de la premisa de que siempre que existan fricciones que interfieran con el desempeño de los mercados financieros (i.e., información imperfecta o costos altos de incumplimiento de contratos), se va a presentar un diferencial entre el costo de los recursos obtenidos externamente y el costo de oportunidad de los recursos internos¹⁸. Este diferencial, que llaman “premio por financiarse externamente” (PFE), refleja los costos asociados con el problema de principal-agente que existe típicamente entre prestamistas y prestatarios.

De acuerdo con este enfoque, la política monetaria afecta no solamente el nivel general de las tasas de interés, sino que también el PFE, lo cual permite explicar la fortaleza, “timing” y composición de los efectos de la política monetaria mejor de lo que es posible de acuerdo con los movimientos de las tasas de interés. Se han sugerido dos mecanismos para explicar el ligamen entre las acciones de política monetaria y el PFE: el canal del balance de situación y el canal del crédito bancario.

El primero se basa en la predicción teórica de que el PFE que enfrenta un prestamista depende de su posición financiera. En particular, entre mayores sean las utilidades de la empresa, menor será el PFE. Intuitivamente, una sólida posición financiera ayuda al prestamista a reducir su exposición frente al prestatario, ya sea porque le permite financiar una mayor proporción de sus inversiones o porque puede ofrecer mejores garantías por las obligaciones que emite. Por lo tanto, fluctuaciones en la calidad patrimonial del balance debieran afectar las decisiones de gasto e inversión¹⁹.

Una política monetaria restrictiva afecta directa e indirectamente la posición financiera de los deudores. Primero, si mantienen deudas a tasa flotante, los aumentos de la tasa de interés incrementan los gastos financieros, lo cual reduce los flujos de caja netos. Segundo, aumentos de la tasa de interés implican un precio menor para los activos lo que, entre otras cosas, reduce el valor de las garantías ofrecidas. Tercero, si los niveles de gasto de los clientes se reducen, las utilidades de la empresa serán menores, lo cual erosiona la posición patrimonial de la empresa y su récord crediticio en el tiempo.

La esencia del segundo mecanismo, esto es, el del canal del crédito bancario, está en que los préstamos bancarios no son sustitutos perfectos de otras formas de endeudamiento²⁰. Los bancos, que se mantienen como la fuente principal de crédito en la mayoría de los países,

¹⁸ Lo anterior se refiere a la decisión de financiarse con recursos “externos” a la empresa o con cargo a utilidades no distribuidas.

¹⁹ La literatura reciente ha explotado fuertemente la idea de que movimientos procíclicos en las utilidades de los deudores pueden amplificar y propagar las fases del ciclo económico, un fenómeno que se conoce como el “acelerador financiero”.

²⁰ A este respecto deben cumplirse al menos dos condiciones: a) las inversiones de cartera no son perfectos sustitutos de los préstamos como activo para los bancos, y b) el crédito bancario y el no bancario deben ser sustitutos imperfectos como pasivos de las empresas y las familias.

se especializan en resolver los problemas de información y otras fricciones en los mercados de crédito. Esta especialización concede al crédito bancario las virtudes de un mecanismo independiente de transmisión.

En caso de que se afectara la oferta de crédito de los bancos, los prestamistas que dependen de este financiamiento deberán incurrir en costos adicionales al tratar de buscar fuentes alternativas y establecer una buena relación crediticia, etc. Así, una reducción en la oferta del crédito bancario relativo a otras formas de financiamiento, es probable que reduzca la actividad real al restringir sus posibilidades de gasto. De esta manera, la política monetaria sería aún más potente de lo que sugieren los enfoques tradicionales. La pregunta más controversial, sin embargo, tiene que ver con el hecho de si la política monetaria puede afectar significativamente la oferta de préstamos bancarios, lo cual puede haber disminuido con los procesos de desregulación financiera y las innovaciones en el mercado.

D) TIPO DE CAMBIO

El papel del tipo de cambio como mecanismo de transmisión de la política monetaria ha cobrado vigencia a partir del momento en que los países asumieron un esquema cambiario más flexible.

La importancia de este mecanismo de transmisión radica en su influencia sobre las exportaciones netas y los movimientos de capital de corto plazo, que posteriormente, afectarán el producto. Si se ejecuta una política monetaria contractiva, la tasa de interés en términos reales se incrementa y con ello los depósitos en moneda doméstica se vuelven más atractivos que los denominados en moneda extranjera. Esto provocará una apreciación del tipo de cambio nominal (denotado por $E \downarrow$) y por consiguiente del tipo de cambio real, que hará que los bienes domésticos sean relativamente más caros que los externos²¹. La reducción inducida en el ingreso a causa del cambio en los precios relativos implicará una caída en las exportaciones netas ($NX \downarrow$) y por tanto, en el producto agregado²². El siguiente esquema resume el mecanismo de transmisión con tipo de cambio:

$$M \downarrow - P \uparrow - P E \downarrow - P NX \downarrow - P Y \downarrow$$

Sachs y Larrain (1994) explican este mecanismo de transmisión, partiendo de la premisa de que la política monetaria no puede afectar las variables reales en el largo plazo. Según los autores, en un esquema de flotación cambiaria la cantidad de dinero es exógena, mientras que el tipo de cambio y los precios de los bienes son las variables de ajuste, de tal forma que el equilibrio en el mercado de bienes no se afecta. En este caso, una política monetaria contractiva reduce la demanda por moneda extranjera, ya que los agentes disminuirán sus tenencias de bonos externos para alcanzar los saldos monetarios deseados.

²¹ La entrada de capitales de corto plazo se refleja directamente en el tipo de cambio ya que se supone que los precios reaccionan más lentamente.

²² Cabe señalar que en el largo plazo el mecanismo anteriormente descrito funcionaría si no existiera neutralidad del dinero, o bien que bajo expectativas racionales, las autoridades logren sorprender a los agentes económicos previo a sus planes.

El tipo de cambio nominal comienza a apreciarse y con ello los precios internos a bajar, lo que contribuye a corregir el desequilibrio monetario al aumentar la demanda real de dinero.

Cuando la economía opta por un sistema de tipo de cambio fijo, este mecanismo de transmisión tiende a perder relevancia, ya que cualquier intento de hacer política monetaria se reflejará en un cambio en las reservas internacionales, en particular cuando existe sustituibilidad perfecta de activos internos y externos y libre movilidad del capital²³. De hecho la existencia de un régimen cambiario fijo obliga al banco central a intervenir en el mercado cambiario para evitar oscilaciones del tipo de cambio, pero a costa de modificar su posición externa. En el largo plazo, las variaciones en las reservas internacionales tienden a compensarse con los cambios en cualesquiera de los componentes de los activos internos netos.

E) PRECIOS DE OTROS ACTIVOS

Después de analizar los mecanismos de transmisión más conocidos, vale la pena comentar algunos canales alternativos que tienden a presentarse en países con mercados de capitales desarrollados. Estos mecanismos están asociados a la teoría de la “q” de Tobin de inversión y al efecto de la riqueza sobre el consumo de Modigliani.

La teoría de la “q” de Tobin provee un mecanismo por medio del cual la política monetaria afecta la economía, al influir sobre el valor de las acciones. Tobin (1969) define “q” como el valor de la empresa en el mercado bursátil dividido por el costo de reposición del capital de la empresa. El “costo de reposición del capital” se refiere al costo que habría que pagar para adquirir la planta y el equipo de la empresa en el mercado de bienes. La “q” es un indicador que refleja la rentabilidad de un nuevo gasto de inversión. Así, cuando la “q” es mayor que 1, significa que la rentabilidad de la inversión será alta, y viceversa. A partir de ese indicador se puede establecer una relación entre los gastos de inversión y la “q” de Tobin.

Ahora bien, ¿cómo puede la política monetaria afectar el precio de las acciones? En un enfoque monetarista, una disminución de la oferta monetaria, reduce las tenencias deseadas de dinero del público, lo cual los induce a contraer sus gastos, incluyendo los valores de mercado. La disminución en la demanda por acciones, reduce su precio. En un enfoque keynesiano, el aumento en la tasa de interés proveniente de una contracción monetaria hace más atractivos los bonos en relación a las acciones, lo que causa una baja en el precio de éstas. De acuerdo con estos dos enfoques, al bajar el precio de las acciones (P_e) también disminuye la “q” y consecuentemente los gastos de inversión. El mecanismo de transmisión monetaria se ilustra seguidamente.

$$M \downarrow \rightarrow P_e \downarrow \rightarrow q \downarrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow Y \downarrow$$

El segundo mecanismo de transmisión monetaria, por medio del precio de las acciones, ocurre por medio del efecto riqueza sobre el consumo, estudiado por Franco Modigliani. El modelo del ciclo de vida se construye sobre la teoría de que el consumo en un período particular depende de las expectativas sobre el ingreso de toda la vida y no del ingreso actual.

²³ Cuando existen bienes no transables y controles a los flujos de capital, este mecanismo puede mantener alguna importancia, debido a las modificaciones que podría experimentar el tipo de cambio real.

La contribución de esta hipótesis está en reconocer que el ingreso tiende a variar de un modo sistemático a lo largo de la vida y que, por tanto, el comportamiento personal respecto al ahorro se determina en forma crucial por la etapa que está atravesando en su ciclo de vida.

En este modelo los gastos de consumo están determinados por los recursos de los consumidores durante su vida, los cuales están constituidos por capital humano, capital real y riqueza financiera (R). Asumiendo que el mayor componente de la riqueza financiera está constituido por acciones, cuando su precio baja, el valor de la riqueza financiera disminuye, con lo cual caen los recursos del consumidor a lo largo de su vida y consecuentemente sus gastos de consumo. Como ya se ha analizado, una política monetaria contractiva puede ejercer presión a la baja en el precio de las acciones (P_e), y presentarse el siguiente mecanismo de transmisión:

$$M \downarrow \rightarrow P_e \downarrow \rightarrow R \downarrow \rightarrow C \downarrow \rightarrow Y \downarrow$$

VI. DISEÑO DE LA POLÍTICA MONETARIA

Dada la variedad de factores que intervienen en el diseño de la política monetaria, su implementación práctica generalmente resulta ser sumamente compleja. La mayoría de los países, más que sujetarse estrictamente a reglas teóricas, utilizan enfoques pragmáticos que se obtienen de la experiencia, en muchos casos, mediante un proceso de prueba y error. Por ello no es improbable que su ejecución experimente modificaciones en el tiempo y en un mismo lugar²⁴. Con el propósito de coadyuvar al diseño de la política monetaria, seguidamente se ofrecen algunos comentarios que pueden ser de utilidad en esta difícil tarea. Esta parte se divide en tres secciones: enfoque tradicional basado en variables intermedias; enfoque moderno basado en variables informativas; y el debate entre discrecionalidad y reglas monetarias.

A) ENFOQUE TRADICIONAL: VARIABLES INTERMEDIAS

De una manera muy simple, en el momento de implementar una determinada política monetaria, las autoridades se ven enfrentadas al dilema de escoger entre la utilización de agregados monetarios o tasas de interés como variables intermedias de política.²⁵ Desde un punto de vista teórico, el diseño de la política monetaria puede basarse en un objetivo de precio (tasa de interés) o de cantidad (agregados monetarios). Cuando se escoge una de ellas como variable intermedia, la otra automáticamente se convierte en variable endógena. Así, cuando las autoridades deciden basar la política monetaria en el control de agregados monetarios, la tasa de interés será un resultado y vendría determinada por las condiciones del mercado. De otro modo, cuando se escoge fijar la tasa de interés, el comportamiento observado en los agregados monetarios sería el resultado de esa decisión.

²⁴ Rosende y Herrera (1991; p. 57) elaboran un cuadro donde se indica la forma en que se ha modificado las prioridades de la Reserva Federal de los Estados Unidos ante cambios en la coyuntura económica interna y externa.

²⁵ El caso típicamente conocido es el de la Reserva Federal de los Estados Unidos que en octubre de 1979 decidió cambiar el enfoque de tasas de interés por el de agregados monetarios.

A la hora de decidir entre la tasa de interés o los agregados monetarios como variable intermedia, las autoridades deben tomar en consideración, al menos, los siguientes aspectos: (1) grado de estabilidad de la demanda de dinero; (2) grado de control de la oferta de dinero; y (3) mecanismo de transmisión de la política monetaria. Por ejemplo, supóngase que existe evidencia empírica sobre la estabilidad de la demanda de dinero; que las autoridades tienen control de la oferta monetaria; y que se cree que los agregados monetarios son los principales instrumentos por medio de los cuales la política monetaria influye sobre la demanda agregada. En estas circunstancias no hay duda de que la variable de política intermedia para efectos de la conducción de la política monetaria, deben ser los agregados monetarios.

Como es sabido, la recomendación de utilizar un agregado monetario como variable intermedia generalmente se asocia a la escuela monetarista, y en particular a Friedman (1968). Aunque los principales argumentos que se esgrimen para esta sugerencia son los mismos que se enumeran arriba, también los monetaristas mencionan las dificultades que tienen las autoridades para poder controlar la tasa de interés con la política monetaria. En primer lugar, de acuerdo con ellos, la presencia de la inflación haría necesario distinguir entre la tasa de interés nominal y la real. En segundo lugar, para controlar la tasa nominal en el mediano plazo, es probable que se requiera de un acelerado crecimiento de la masa monetaria; y en tercero, pretender controlar la tasa real mediante de variables nominales, como las que maneja la autoridad monetaria, es prácticamente imposible ya que sus determinantes pertenecen a la esfera real de la economía.

Además de los aspectos anteriores, la utilización de la tasa de interés real como variable intermedia presenta algunos inconvenientes: (1) no es directamente observable, de modo que para estimarla se necesita hacer supuestos sobre el comportamiento de las expectativas de inflación; (2) existen dificultades para decidir el plazo de la tasa de interés relevante para efectos de seguimiento; (3) resulta difícil determinar el nivel de las tasas apropiado para lograr determinado comportamiento de la demanda interna; (4) aún con una meta de tasas de interés, debe dársele seguimiento a los agregados monetarios, y por tanto, se requeriría de estimaciones de los montos de absorción monetaria; (5) con apertura de la cuenta de capitales, el nivel apropiado de la tasa real de interés para lograr ciertas metas inflacionarias, puede presentar problemas de consistencia.

En este último caso, es decir en presencia de una cuenta de capitales abierta, y asumiendo un régimen cambiario administrado, el control de las tasas de interés por parte de la autoridad monetaria se reduce y, por tanto, su capacidad para frenar los excesos de gasto. En efecto, si la tasa de interés interna que permite un gasto interno compatible con la meta inflacionaria es superior a la externa, se producirá un flujo de capitales que introducirá mayor liquidez a la economía. Como resultado de ello, la tasa de interés disminuirá y se incrementará el gasto, lo cual dificultaría la posibilidad de cumplir con la meta inflacionaria. Con el fin de mantener el control sobre la inflación, la autoridad puede evitar que la tasa de interés baje, esterilizando el efecto monetario de la entrada de divisas. En este caso, sin embargo, debe estar dispuesta a adquirir masivamente divisas, con lo cual se agravaría aún más el problema. Desde una perspectiva teórica simplista, esta situación podría solventarse si la autoridad permitiera que el tipo de cambio se ajustara concomitantemente. No obstante, a la par de ello podrían presentarse otros problemas, cuyo análisis no es el propósito de este documento.

Similar a los argumentos esgrimidos anteriormente, la recomendación de utilizar la tasa

de interés en lugar de los agregados monetarios, como variable intermedia, se sustenta en los siguientes postulados: (1) que la demanda de dinero es una función inestable, al menos en el corto plazo; (2) que la tasa de interés es relativamente fácil de controlar por parte de la autoridad monetaria y (3) que la demanda agregada y, consecuentemente, el ingreso nominal dependen de la tasa de interés. En estas circunstancias, por ejemplo, si las autoridades detectan que se están generando presiones inflacionarias, deberían propiciar un aumento en la tasa de interés por medio de una elevación de la tasa de descuento o de la tasa de interés de las operaciones de mercado abierto. Al subir la tasa de interés se desestimula tanto el gasto de consumo como de inversión, lo cual tiende a reducir las presiones inflacionarias. Como se comentó antes, debe tenerse presente que la efectividad de este instrumento se reduce cuando la economía tiene una cuenta de capital abierta (Zahler, 1992).

Históricamente la recomendación de emplear la tasa de interés como variable intermedia de política monetaria se vincula con la escuela keynesiana. Aunque los principios keynesianos para utilizarla se mantienen vigentes, el objetivo era diferente. En efecto, mientras los keynesianos empleaban la tasa de interés para incentivar la inversión privada y, consecuentemente, el empleo y el crecimiento económico, en la actualidad los bancos centrales la utilizan para coadyuvar a la estabilidad macroeconómica. Además de los elementos anteriores, los keynesianos sugieren el uso de la tasa de interés al cuestionar la efectividad de la oferta de dinero para afectar el ingreso nominal, así como las dificultades del Banco Central para controlar y definir el agregado monetario pertinente. Algunos de ellos, como Kaldor y Trevithick, son del criterio que las modificaciones de la oferta monetaria no responden a las decisiones deliberadas de las autoridades, sino que son consecuencia de las variaciones en el nivel de gasto y plantean los problemas conceptuales para trazar una línea divisoria que separe lo que es dinero de lo que no es.

En cuanto al grado de control de los agregados monetarios es importante mencionar que ello tiende a complicarse en la medida en que exista un apreciable grado de integración entre las economías de los diferentes países, especialmente de los flujos financieros. Además, la capacidad de control está asociada con el régimen cambiario adoptado. No hay duda que entre más cerrada sea la economía, o abierta pero con tipo de cambio flexible, mayor es el grado de control sobre la cantidad de dinero que tienen las autoridades. En economías abiertas con regímenes cambiarios fijos, o alguna variante de estos, el sector externo se constituye en un factor adicional de expansión o contracción monetaria. En efecto, las variaciones en la posición externa del Banco Central implica monetizar o desmonetizar, con el propósito de mantener la paridad externa de la moneda dentro de los niveles deseados. En estas circunstancias, el papel de la Autoridad Monetaria por lo general es de carácter pasivo en el control de la expansión monetaria, ya que sólo le corresponde determinar la composición del dinero nominal de la economía entre pasivos domésticos y externos²⁶.

Por otro lado, en la búsqueda de un concepto apropiado de dinero es necesario considerar la organización económica de los países. Como se sabe, en las economías

²⁶ Dado que en estas circunstancias el sistema bancario sólo puede controlar el crédito interno, esta última variable es la que se debe tratar de controlar para efectos de política. Este argumento se refuerza con estudios recientes que sugieren que el crédito bancario constituye un significativo mecanismo de transmisión de la política monetaria, particularmente para economías donde no existe un mercado desarrollado de capitales y las empresas no tienen acceso a recursos externos.

modernas no sólo los bancos, sino también otros intermediarios destinan parte de los recursos que captan del público al otorgamiento de créditos, o emiten deudas sustitutivas del dinero tradicional. De esta manera, ambos agentes coparticipan en el proceso de creación de dinero y por tanto puede ser necesario incorporarlos dentro del análisis de la política monetaria. Para incluirlos, sin embargo, se requeriría que dichos entes sean capaces de generar la confianza del público en el sentido de que sus deudas serán honradas en el futuro, independientemente de las condiciones imperantes. En muchos casos esto sólo se puede garantizar mediante la existencia de algún arreglo institucional²⁷. Estas características del proceso de intermediación financiera, que se presenta actualmente en la mayoría de las economías, tiende a generar un vínculo entre el mercado de dinero y el de crédito, lo que dificulta la correcta definición de un concepto de dinero sobre el cual focalizar la atención de la política monetaria.

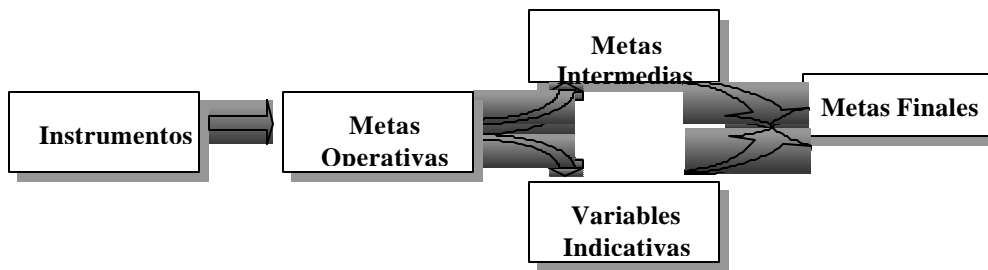
De lo antes expuesto se concluye que la controversia entre utilizar un agregado monetario o la tasa de interés como variable intermedia gira alrededor de tres aspectos fundamentales: las posibilidades reales de control por parte de las autoridades, el grado de estabilidad de la demanda de dinero y la causalidad dinero-tasa de interés y producción. Dada la dificultad teórica de llegar a una conclusión definitiva, su solución debe buscarse en el análisis empírico.

B) ENFOQUE MODERNO: VARIABLES INFORMATIVAS

Hasta hace algunos años esa era la visión que existía acerca del manejo de la política monetaria. Sin embargo, con los efectos de la desregulación e innovación financiera, el progreso en las telecomunicaciones, las transacciones fuera de balance, la apertura de la cuenta de capitales, la presencia de tipos de cambio y tasas de interés fluctuantes, la eficacia y el diseño de la política monetaria se han visto seriamente amenazada. Ello por cuanto al hacerse cada vez más tenue la diferencia entre las actividades bancarias y las no bancarias, afectarse la estabilidad de la demanda de dinero y aumentarse la sustituibilidad entre los diferentes pasivos internos y externos, se ha dificultado las posibilidades de definir y controlar el agregado monetario pertinente. Definitivamente con la internacionalización económica han surgido mayores restricciones y menores posibilidades de error e inconsistencia en la conducción de la política monetaria.

Como consecuencia de ello los bancos centrales han introducido algunas modificaciones en la implementación de la política monetaria sin que hasta el momento se cuente con un enfoque de aceptación general. Por ejemplo, con el surgimiento de las innovaciones financieras y la consecuente inestabilidad en la demanda de dinero, en un principio algunos autores sugirieron utilizar como variable intermedia tres opciones alternativas: (1) un agregado monetario más amplio en vez de uno reducido; (2) un agregado crediticio en lugar de uno monetario; o (3) las tasas reales de interés en vez de un agregado monetario. En el siguiente esquema, Alexander y Caramazza (1994) ilustran resumidamente un proceso más comprensivo sobre el cual se basa el diseño de la política monetaria de algunos de los bancos centrales modernos.

²⁷ Para estos propósitos se ha sugerido, entre otras, establecer un encaje del 100% sobre los depósitos de corto plazo y contar con un seguro de depósitos.



En relación con los componentes del esquema anterior vale la pena hacer las siguientes aclaraciones. Las metas finales dependen de los objetivos macroeconómicos que se plantean las autoridades económicas, los cuales generalmente están relacionados con el bienestar económico que incluye el crecimiento, el empleo y la estabilidad interna y externa. Desde el punto de vista monetario, como se comentó antes, existe consenso sobre la conveniencia de que estas metas finales estén ligadas al logro de la estabilidad de precios.

Los instrumentos se refieren a los precios o las cantidades que controla el banco central de manera directa e inmediata con el propósito de alcanzar los objetivos últimos de política. Dentro de los instrumentos se pueden mencionar aquellos que permiten modificar los componentes del balance del banco central (como por ejemplo, operaciones de mercado abierto o cambios en los requerimientos de encajes), o las tasas de interés a las cuales se conducen sus operaciones (como las de redescuento).

Tradicionalmente el diseño de la política monetaria se ha realizado por medio del empleo de metas intermedias²⁸, tales como agregados monetarios y crediticios²⁹. Dado que generalmente los bancos centrales no tienen control directo sobre estas variables, sus acciones de política monetaria las ejecutan por medio de metas operativas. De esta manera, mediante modificaciones en estas metas influyen en los objetivos finales por medio de cambios en las variables intermedias. Estos conceptos se pueden clarificar recurriendo a la siguiente cita de Alexander y Caramazza (1994): "Mientras las operaciones del banco central se reflejan casi inmediatamente en las tasas de interés de corto plazo y en el tipo de cambio, los efectos sobre los agregados monetarios y crediticios se propagan en el tiempo. Así, en tanto la tasa de interés de muy corto plazo se clasifica como meta operativa, las variables nominales como un agregado monetario o crediticio, ingreso nominal, o el tipo de cambio se conocen como metas intermedias".

²⁸ La escogencia de las variables intermedias como mínimo deberían cumplir con las siguientes condiciones: a) que estén muy relacionadas con los objetivos últimos de política; b) que contengan información acerca de los futuros movimientos de la variable meta; y c) que estén íntimamente relacionadas con los instrumentos sobre los cuales el banco central mantenga control.

²⁹ De acuerdo con Alexander y Caramazza (1984) la decisión de escoger, por ejemplo, entre un agregado monetario y uno crediticio no responde a los objetivos de política o a los instrumentos empleados, sino más bien a diferencias relacionadas con los canales a través de los cuales se afecta la actividad real. En la práctica, según ellos, ambas variables deberían utilizarse de manera complementaria.

En vista de que normalmente las transformaciones ocurridas en el sistema financiero han afectado la relación estable y predecible entre las metas intermedias y los objetivos últimos de política, los bancos centrales han encontrado dificultades para diseñar la política monetaria del modo usual. Por esta razón muchos de ellos han recurrido al uso de variables informativas que permitan dar señales sobre el desenvolvimiento actual y esperado de las principales variables macroeconómicas objetivas. Para estos efectos recurren al uso de todo tipo de información cualitativa y cuantitativa que les permita un adecuado manejo de los instrumentos de política con el propósito de lograr de mejor manera las metas finales. Aunque las variables intermedias, como los agregados monetarios y crediticios, pueden seguirse utilizando en el diseño de la política monetaria, ya no serían empleadas como variables a controlar, sino únicamente como variables indicativas. Dentro de estas variables informativas, además de los diferentes agregados financieros, se han utilizado las tasas de interés nominales y reales, la pendiente de la curva de rendimiento, los tipos de cambio, los precios de activos financieros y reales, las reservas monetarias internacionales y diferentes indicadores adelantados de la actividad económica.

Este último enfoque tampoco está exento de problemas y retos, ya que siempre persistirían las dificultades de encontrar una relación estable y consistente entre las variables informativas y los objetivos finales de política y entre aquellas y las variables operativas. Ante esta situación, varias han sido las opciones que se han planteado. Una de ellas ha sugerido la conveniencia de concentrar la atención en la consecución de los objetivos finales de política (Gutián, 1994). En ese sentido, la principal guía para la implementación de la política monetaria consistiría en establecer una meta de inflación como regla de política³⁰. El supuesto detrás de este enfoque es que dado que las variables intermedias o las indicativas pueden no ser guías adecuadas para el logro de los objetivos finales, una opción disponible para las autoridades monetarias es centrar la atención prioritariamente en el objetivo final: la estabilidad de precios. En realidad, desde el punto de vista operativo del banco central las dificultades antes señaladas continuarían vigentes; la única ventaja es que le permitiría mayor flexibilidad para diseñar la política monetaria sobre la base de una variable controlable en el mediano plazo.

Finalmente, independientemente del enfoque que se adopte, lo cierto es que con las transformaciones producidas, la mayoría de los bancos centrales han venido ejecutando una política monetaria basada en el uso de variables informativas y recurriendo a instrumentos monetarios indirectos, dentro de los que destacan el manejo de las tasas de interés. Sin embargo, para aumentar la efectividad de estas políticas se requiere de mercados financieros más flexibles, integrados y desarrollados, que contemplen como mínimo la existencia de profundos mercados secundarios, interbancarios, modernos sistemas de pagos, materialización y estandarización de los instrumentos financieros, adecuada supervisión financiera, etc.

³⁰ Dentro de la discusión existente entre reglas y discrecionalidad en el manejo de la política monetaria, que luego se comenta, esto representaría una especie de híbrido, donde la discreción se aplicaría a los instrumentos operativos y las reglas a los objetivos finales.

C) DISCRECIONALIDAD VERSUS REGLAS MONETARIAS

Dentro de las diferentes estrategias existentes en el manejo de la política monetaria, se ha planteado el debate acerca de la conveniencia de que las autoridades adopten sus decisiones con base en reglas previamente establecidas, o por el contrario, que cuenten con algún grado de discrecionalidad³¹.

Los partidarios de las reglas monetarias son del criterio de que la política monetaria no debería constituir un elemento adicional de incertidumbre en el accionar de los agentes económicos. Por ello y por las dificultades de lograr una estrecha relación entre los agregados monetarios y el nivel de precios en el corto plazo³², estos economistas se inclinan por sugerir una política predecible, lo cual es más factible de alcanzar si se ejecuta con base en reglas. Así, dado que las economías están sujetas a choques y cambios de política inesperados y difíciles de anticipar en el corto plazo, ello permitiría a los agentes económicos enfrentarse de mejor manera a la impredecibilidad del entorno. En general, algunos de los argumentos a favor de las reglas monetarias son los siguientes: (1) evitan fuertes oscilaciones en la cantidad de dinero, que afecta la estabilidad monetaria y la actividad económica, al existir rezagos difíciles de pronosticar por parte de las autoridades; (2) impiden la utilización de la política monetaria como mecanismo para incrementar la actividad económica en el corto plazo; (3) constituyen una política más transparente y creíble que tiende a reducir las expectativas inflacionarias.

Como menciona Redondo (1995), dentro de este enfoque se han sugerido diversidad de reglas, que van desde el establecimiento *ex-ante* de porcentajes constantes de crecimiento en los agregados monetarios (fijas o pasivas), hasta las que consideran una cierta “retroalimentación” con el fin de darle cierta flexibilidad a las reglas (activas). Mientras las reglas fijas consisten en políticas específicas que se siguen independientemente de las condiciones de la economía, las reglas ajustables permiten que las políticas cambien de conformidad con una fórmula preestablecida. Dentro de las ventajas que se le atribuyen a las reglas fijas se menciona que su simplicidad y mayor comprensión por parte del público puede conducir a agregados monetarios más estables y predecibles y a una mayor efectividad. Las reglas discrecionales, por su parte, tienen la ventaja de que al tomar en consideración la velocidad de circulación, los choques externos y los trastornos aleatorios de la oferta y la demanda, pueden contribuir a mejorar el control de la inflación.

Aunque por razones diferentes, los monetaristas, y en particular Friedman (1968), y los nuevos clásicos, vinculados a la escuela de expectativas racionales (Lucas, 1980), coinciden en la conveniencia de que la política monetaria se apegue a alguna regla simple. Ello a fin de que los agregados monetarios no reaccionen ante las fluctuaciones mostradas en el corto plazo por la producción o los precios relativos, lo cual generaría inestabilidad económica global. Dentro de los proponentes de las reglas flexibles se encuentran Lagos (1991); Mc Callum, y Flood e Isard (1989). La flexibilidad relativa que estos últimos han querido otorgarle a la política monetaria, ha conducido inclusive en el caso de Flood e Isard a sugerir una política que en la

³¹ Debido a la relación indirecta que existe entre los instrumentos de política y los objetivos finales, estas discusiones generalmente se aplican a las variables intermedias.

³² Ello por cuanto la política monetaria es implementada en condiciones de incertidumbre, opera con rezagos, y consecuentemente sus efectos son influenciados por expectativas que son difíciles de predecir.

práctica más bien podría acercarse a la política discrecional. De acuerdo con ellos, las autoridades deberían seguir una regla previamente definida en circunstancias normales, pero estar preparadas para abandonarla en condiciones anormales.

Los proponentes de una política monetaria discrecional, por su parte, enfatizan la importancia de contar con flexibilidad como medio para mantener un ambiente de incertidumbre bajo control. Desde su perspectiva, el hecho de que la economía esté expuesta a choques inciertos y las políticas tengan diversos efectos, es precisamente lo que hace deseable la discreción en la implementación de política. En efecto, de acuerdo con ellos, al establecerse reglas monetarias que priven al Banco Central de la flexibilidad requerida para reaccionar frente a los trastornos monetarios y los cambios estructurales, puede ocasionar resultados menos deseables que los que se obtendrían con políticas discretionales (Englander, 1991). Además, se argumenta que la adhesión estricta a determinadas reglas puede ser poco conveniente para tomar en cuenta las diferentes condiciones y complejidad de la economía.

Aunque la filosofía detrás de este argumento es que las variaciones en las condiciones monetarias reflejan cambios en la demanda y oferta de dinero resultado de una variedad de factores, surge la duda sobre la capacidad de las autoridades para acertar la naturaleza de esos cambios e identificar los factores que los causan. Si eso fuera posible, tal y como presumiblemente esta escuela postula, lo ideal es que las autoridades dispongan de la mayor discrecionalidad posible. La misma complejidad de los fenómenos económicos que se menciona como argumento para recomendar este tipo de política, es precisamente lo que dificulta su adecuada y oportuna ejecución. Además, dentro de este enfoque se encuentran los partidarios de una política activista de manejo de la demanda agregada, los cuales están dispuestos a promover un mayor nivel de empleo y producción en el corto plazo, a expensas de una mayor inflación. Como se sabe, bajo expectativas racionales, los efectos de una política expansiva sobre las variables reales pueden ser efímeros, y más bien podrían provocar mayores niveles de inflación.

En resumen, el debate entre ambos enfoques sigue vigente por cuanto no hay evidencia suficiente respecto a cual tipo de política tiende a producir mejores resultados en términos, por ejemplo, de una menor variabilidad del producto y/o del empleo. Sobre este particular, los proponentes de la inflexibilidad monetaria sostienen que las políticas discretionales tienden a amplificar los ciclos (enviando señales erróneas al sector privado), debido a insuficiencias y rezagos en la información e implementación de las políticas y en el conocimiento de cómo el dinero afecta al sector real. Los defensores de la política monetaria activa, por su parte, argumentan que la inestabilidad de la demanda de dinero y los choques que afectan la economía hacen necesaria la ejecución de una política contracíclica, ya que una regla fija no solo sería insuficiente para estabilizar el ingreso nominal, sino que generaría fuertes y erráticas fluctuaciones sobre otras variables macroeconómicas tan importantes como los tipos de cambio y las tasas de interés. Probablemente una solución salomónica a este debate lo menciona Guitián (1994), al concluir que en general las decisiones de política monetaria no son entre reglas o discreción, sino entre una estrategia que utilice más de alguna de las dos, y ello dependerá de cada país y de cada momento.

VII. CONCLUSIONES

1. A pesar de que no existe acuerdo general a nivel teórico de lo que puede considerarse como dinero, su definición empírica es de vital importancia en el diseño de la política monetaria.
2. La política monetaria se puede utilizar para estabilizar los ciclos de la actividad económica; su principal función, sin embargo, está íntimamente ligada a la estabilización del nivel de precios y de la inflación.
3. Para realizar una política activa y efectiva mediante agregados monetarios, se requiere al menos de dos condiciones: estabilidad de la demanda de dinero y capacidad de la autoridad monetaria para controlar la oferta de dinero. Adicionalmente, los agregados monetarios deberían constituir el principal mecanismo de transmisión para afectar el ingreso nominal.
4. La efectividad de la política monetaria, ya sea mediante tasa de interés o agregados monetarios, está intrínsecamente ligada al marco institucional de la economía, al grado de integración financiera internacional y al sistema cambiario vigente. Adicionalmente, las expectativas de los agentes económicos, la estructura del sistema financiero, la magnitud del déficit fiscal y el grado de independencia del banco central son elementos que también ejercen influencia.
5. La adopción de un régimen de tipo de cambio fijo implica que los saldos monetarios sean endógenos y el tipo de cambio exógeno. Bajo tipo de cambio flexible la situación se invierte, esto es, el tipo de cambio es la variable endógena y la cantidad de dinero es exógena, es decir, controlable por parte de las autoridades.
6. Las innovaciones financieras dificultan la efectividad de una política con base en agregados monetarios, ya que tornan más inestable la demanda de dinero y afectan la evolución de los agregados tradicionales. Aunque no existe consenso, para obviar este problema se ha sugerido utilizar como variables intermedias: agregados más amplios, variables crediticias o tasas de interés.
7. El análisis de los mecanismos de transmisión es esencial para diseñar la política monetaria apropiada bajo diferentes circunstancias, pero sobretodo para la selección de las variables intermedias. Los canales de transmisión más conocidos son: la tasa de interés, el dinero, el crédito, el tipo de cambio y los precios de otros activos.
8. Tradicionalmente en el diseño de la política monetaria las autoridades deben escoger como variables intermedias ya sea la tasa de interés o los agregados monetarios. Cuando se escoge una de ellas como variables intermedia, la otra automáticamente se convierte en variable endógena.
9. La decisión de utilizar un agregado monetario o la tasa de interés como variable intermedia debe tomar en consideración las posibilidades reales de control por parte de la

autoridad monetaria, el grado de estabilidad de la demanda de dinero y la causalidad dinero-tasa de interés y producción. Generalmente esta decisión más que teórica es empírica.

10. Las transformaciones observadas en el sistema financiero han reducido la relación entre las variables intermedias y los objetivos últimos de política. Por esa razón últimamente muchos bancos centrales han recurrido al uso de todo tipo de variables informativas y algunos han concentrado la atención en la consecución de los objetivos finales de política (tasa de inflación).

11. Independientemente del enfoque adoptado, con las transformaciones producidas la mayoría de los bancos centrales ejecutan una política monetaria basada en el uso de variables informativas y recurriendo al manejo de la tasa de interés.

12. No existe consenso para decidir entre una estrategia discrecional o de reglas monetarias. En realidad no hay suficiente evidencia respecto a cual de ellas producen mejores resultados en términos de menor variabilidad del producto o del empleo. Por ello, muchas veces se sugiere un enfoque que tome en cuenta a ambas y que se ajuste dependiendo de las circunstancias imperantes.

VIII. REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Abel, Andrew y Blanchard, Olivier. "The Present Value of Profits and Cyclical Movements in Investment". En **Econometrica**. Marzo, 1996.
- Agenor, Pierre-Richard and Haque, Nadeem,"Macroeconomic Management with Informal Financial Markets." En **IMF Paper on Policy Analysis and Assessment**, July, 1994.
- Alexander, William y Caramazza, Francesco. "Money Versus Credit: The Role of Banks in The Monetary Transmission Process." En **Frameworks for Monetary Stability**. Washington, 1994.
- Alesina, Alberto. **Macroeconomics and Politics** GSIA Carnegie Mellon University and Nber.
- Cukierman, Alex y Webb, Steven. "Political Influence on The Central Bank: International Evidence. En **World Bank Economic Review**. Vol. 9, No. 3. 1995.
- Fontaine, Juan Andrés. "La administración de la política monetaria" En **Cuadernos de Economía**, Año 28, N 83. Santiago, Chile. Abril, 1991.
- Friedman, Milton. The Roll of Monetary Policy. En **American Economic Review**, Vol. LVIII. No.1, marzo. 1968.
- Gaba, Ernesto. **Consistencia de Metas de la Programación Financiera: Empleo de la Demanda y la Oferta de Dinero**. San José, Costa Rica. Octubre, 1991.
- Glyn, Davies. **A History of Money from Ancient Times To The Present Day**. Cardiff : University of Wales Press, 1994.
- Goohart, Ch. " The conduct of The monetary policy" En **The Economic Journal**. Junio, 1989.
- Gramley, Lyle, **Innovación financiera y política monetaria**, XIX Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del Continente Americano, Ecuador, 1982.
- Guitián, **Manual Balanza de Pagos** Capítulo 11, CEMLA.
- ". "Rules or discretion in monetary policy : national and international perspectives" En **Frameworks for Monetary Stability**. Washington, 1994.

- Kaldor, N. y Trevithick, J. "Una perspectiva keynesiana del dinero". En **Boletín Mensual del CEMLA**. Vol. XXVII, No4.
- Krugman, Paul y Obstfeld, M. **Economía Internacional :Teoría y Política**. Segunda edición. Editorial Mc Graw - Hill. España. 1994.
- Lagos, Luis Felipe. "Un Comentario sobre las Reglas Monetarias". **Cuadernos de Economía**, Año 28, No. 83 , Abril 1991.
- Lucas, Robert. "Nobel Lecture : Monetary Neutrality". En **Journal of Political Economy**, 1996.
 ----- "Principles of Fiscal and Monetary Policy. En **Journal of Monetary Economics**. Vol.17. 1986.
- Meltzer H., Allan, "Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes : A Monetarist Perspective". En **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 9, No. 4, 1995.
- Mishkin, Frederic S. "Symposium on monetary transmission mechanism". En **Journal of Economic perspectives** Vol 99, N 4, 1995.
- Monge, Olga y Barboza, Juan C. "**Una Definición Empírica de Dinero para Costa Rica: 1987-1992.**" Tesis de grado, Escuela de Economía, Universidad de Costa Rica, 1994.
- Mussa, Michael y Flood, Robert. Issues Concerning Nominal Anchors for Monetary Policy. En **Journal of Economic perspectives** Vol 99, N 4. 1995.
- Ortega, J. Francisco, " **El manejo de la política monetaria ante las innovaciones financieras**", XIX Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del Continente Americano, Ecuador, 1982.
- Pierre-Richard Agenor and Nadeem U. Haque. "**Macroeconomic Management with Informal Financial Markets**", IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, July, 1994.
- Redondo, Bernardita. "**Reglas Monetarias: Algunas Consideraciones**", DI-009, 1995.
- Rosende, Francisco y Herrera, Luis. "Teoría y política monetaria : elementos para el análisis". En **Cuadernos de Economía**. Año 28, No. 83. Santiago, Chile. Abril, 1991.
- "Política cambiaria y estabilidad económica : la alternativa de las zonas de intervención. En **Estudios Públicos**, N 48 , Centro de Estudios Públicos . Santiago, Chile, 1992.

----- "Ciclo, Expectativas e Institucionalidad Económica". En **Análisis Económico**. Vol 1, No. 1. Santiago, Chile, 1986.

----- "La autonomía del Banco Central de Chile: Una Evaluación Preliminar". En **Cuadernos de Economía**. Año 30, No. 91. Santiago, Chile. Diciembre, 1991.

Sachs, Jeffrey y Larrain, F. **Macroeconomía en la Economía Global**. Prentice, Hall Hispanoamericana S.A. México 1994.

Santillán, Javier. "Política cambiaria y autonomía del banco central". En **Monetaria** Vol XIX, N 3, CEMLA, Julio- Setiembre de 1996.

Vergara, Rodrigo y otros. "Política Cambiaria en Chile". En **Cuadernos de Economía**, N 98. Santiago, Chile.

Vindas, Katia y Jiménez, Enrique., "**Mercados, Activos e Innovaciones Financieras**", DIE-PI-05-96.

Zahler, Roberto. "**Políticas Macroeconómicas**". CIEPLAN. Santiago, Chile. 1988.

----- "**Política Monetaria en un Contexto de Apertura de la Cuenta de Capitales**". San Salvador, 1992.

madrigalbj@bccr.fi.cr
solerara@bccr.fi.cr
villalobosml@bccr.fi.cr
villanuevasm@sugef.fi.cr
zunigafn@bccr.fi.cr

F:\...\PIPI97PI0197\R.DOC