

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
DIVISIÓN ECONÓMICA
DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS
DE-DIE-PI-03-97
AGOSTO, 1997

EXPERIENCIAS EN POLÍTICA MONETARIA
LECCIONES PARA COSTA RICA

Lorely Villalobos Moreno (DIE)
Marlene Villanueva Sánchez (DIE)
Norberto Zúñiga Fallas (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

INDICE

I. Introducción	1
II. Marco Teórico: Diseño de la Política Monetaria	2
2.1 Enfoque tradicional: variables intermedias	2
2.2 ENFOQUE MODERNO: VARIABLES INFORMATIVAS	5
III. EXPERIENCIAS EN POLÍTICA MONETARIA	7
3.1 EXPERIENCIAS EXITOSAS	7
3.1.1 ESPAÑA	7
3.1.2 ESTADOS UNIDOS	11
3.1.3 CANADÁ	15
3.1.4 NUEVA ZELANDIA	18
3.1.5 CHILE	20
3.1.6 ALEMANIA	23
3.2 OTRAS EXPERIENCIAS	25
3.2.1 MÉXICO	25
3.2.2 COLOMBIA	26
IV. LECCIONES EN POLÍTICA MONETARIA	29
V. CONSIDERACIONES Y RECOMENDACIONES FINALES	34
VI. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	37
VII. ANEXOS	41

I. INTRODUCCIÓN

La conducción de la política monetaria ha evolucionado junto con el desarrollo de los diferentes enfoques teóricos macroeconómicos y las enseñanzas que se han derivado de la evidencia empírica. A partir de la quiebra del Sistema de Bretton Woods todos los países tuvieron que buscar la forma de implementar y conducir su política cambiaria y monetaria en forma consistente. En ese momento, empezó un proceso de prueba y error que ha sido fundamental en la conceptualización de la política monetaria.

Por mucho tiempo Estados Unidos fue quien llevó la pauta en esta materia, su máxima contribución fue deducir a la luz de la evidencia empírica que la función primordial de la política monetaria es garantizar una inflación baja y estable con el fin de crear las condiciones necesarias para lograr el máximo crecimiento económico. A pesar de esa conclusión, su estrategia muestra una discrepancia con la concepción teórica, lo cual podría estar justificada en el mandato legal que obliga a la política de la Reserva Federal a alcanzar varios objetivos macroeconómicos simultáneos, es decir, máximo crecimiento, mínima inflación y tasa de interés moderada de largo plazo¹.

Es por ello que otros países industrializados han asumido el protagonismo en la conducción de la política monetaria, tal es el caso de Nueva Zelandia, Inglaterra y Canadá. Estos países llegaron a la convicción de que la credibilidad es un factor condicionante para el éxito de una política monetaria dirigida al logro de una inflación baja y estable. Específicamente, su enfoque se orientó a instrumentar leyes que formalizan la autonomía del Banco Central y a la vez incorporan metas explícitas para el control directo de la inflación. Actualmente, es una tendencia mundial que ha llevado a otros países a seguir este ejemplo, tal es el caso de Israel, Italia, España, Suecia y Bélgica, entre otros.

Precisamente por eso, este documento resume las experiencias de varios países, constituyendo la segunda parte del proyecto *“Estudio de la Política Monetaria en Costa Rica”*. Por medio de este ensayo se pretende inferir a la luz de dichas experiencias, elementos relevantes que deberían considerarse en el momento de implementar una nueva estrategia monetaria para el país. El trabajo se divide en cinco secciones: en la segunda se hace referencia a los enfoques teóricos sobre el diseño de la política monetaria. En la tercera se analizan los casos específicos de España, Estados Unidos, Canadá, Chile, Nueva Zelandia, Alemania, México y Colombia. En la sección cuatro se destacan las lecciones de dichas experiencias con el propósito de discernir ¿Qué aspectos deberían ser considerados para una conducción de la política monetaria exitosa? En la última sección se exponen las recomendaciones y consideraciones del trabajo.

¹ Según Madigan (1995), la Reserva Federal considera que estos tres objetivos son compatibles en el largo plazo.

II. MARCO TEÓRICO: DISEÑO DE LA POLÍTICA MONETARIA²

La implementación práctica de la política monetaria generalmente es muy compleja, debido a la variedad de factores que intervienen en su diseño, sin embargo, a nivel teórico los esquemas seguidos por la mayoría de los países se pueden agrupar en dos grandes enfoques: el tradicional, basado en variables intermedias y el moderno, que utiliza variables informativas.

2.1 ENFOQUE TRADICIONAL: VARIABLES INTERMEDIAS

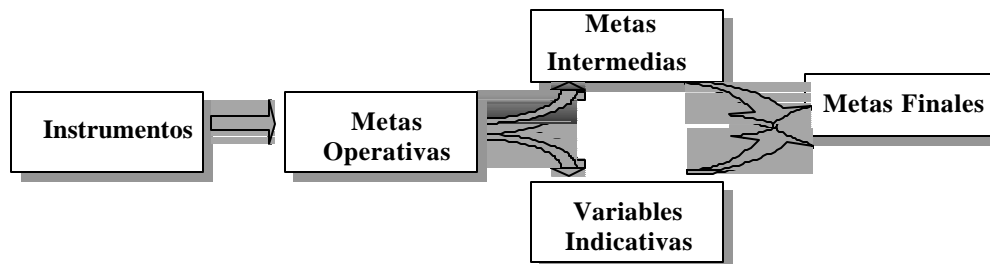
Bajo este enfoque, las autoridades se enfrentan al dilema de escoger entre la utilización de agregados monetarios (objetivo de cantidad) o tasas de interés (objetivo de precios) como variables intermedias de política. Cuando se escoge una de ellas, la otra automáticamente se convierte en variable endógena. 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. La controversia entre utilizar un agregado monetario o la tasa de interés depende 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. Además, es necesario conocer con alguna certeza el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Recientemente, los bancos centrales más modernos utilizan el enfoque de variables informativas, ya que la eficacia y el diseño de la política monetaria tradicional se ha dificultado al tratar de definir y controlar la variable intermedia pertinente, debido a: el proceso de desregulación e innovación financiera, el progreso en las telecomunicaciones, las transacciones fuera de balance, la apertura de la cuenta de capitales y, la presencia de tipos de cambio y tasas de interés fluctuantes. Estos factores repercutieron directamente en la estabilidad de la demanda de dinero, al mismo tiempo; minimizaron la diferencia entre las actividades bancarias y las no bancarias y; aumentaron la sustituibilidad entre los diferentes pasivos internos y externos.

² Tomado de Zúñiga y otros (1997) y Madigan (1994).

2.2 ENFOQUE MODERNO: VARIABLES INFORMATIVAS

Seguendo a Alexander y Caramazza (1994), el siguiente esquema muestra el diseño de la política monetaria de algunos bancos centrales modernos.



Las **metas finales** se asocian con los objetivos macroeconómicos: crecimiento económico, empleo y, estabilidad interna y externa. Actualmente existe consenso de que las metas finales están ligadas al logro de la estabilidad de precios. Por otro lado, un objetivo de política monetaria se define como uno que al lograrse, promueve la meta final de largo plazo. Los objetivos monetarios suelen subdividirse en metas operativas e intermedias. Las **metas operativas** son aquellas a las que el banco central apunta en un pequeño intervalo entre decisiones de política, entre ellas se pueden citar las tasas de interés de muy corto plazo, como las interbancarias y, el tipo de cambio.

Las **metas intermedias** representan objetivos que se encuentran entre metas operativas y metas finales de política. Estas pueden ser establecidas y no alteradas para períodos sustanciales de tiempo, como un año. Debido a que los bancos centrales no tienen control directo sobre estas variables, sus acciones de política se ejecutan por medio de las metas operativas, que al modificarse afectan a los objetivos finales a través de cambios en las variables intermedias. Aunque tradicionalmente, el diseño de la política monetaria se realiza por medio de metas intermedias como agregados monetarios y crediticios, en el enfoque moderno son únicamente variables indicativas.

Las **variables indicativas** se distinguen de las metas intermedias y operativas en que sus niveles y sus tasas de crecimiento varían conforme a las circunstancias económicas y financieras, por lo cual proveen información importante acerca del objetivo último de la política y de otras variables macroeconómicas relevantes. 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 las metas finales. 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.

Finalmente, **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 (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).

III. EXPERIENCIAS EN POLÍTICA MONETARIA

En esta sección se exponen las experiencias en el campo de la política monetaria de ocho países, divididos en dos partes. En la primera se detalla la evolución de Estados Unidos, España, Canadá y Chile en esta materia, los cuáles tienen como común denominador la implementación de una política cuyo objetivo principal es el control directo de la inflación que les ha asegurado su reducción gradual. Además, se incluyen a manera ilustrativa las experiencias de Nueva Zelanda y Alemania. La primera se destaca por la ejecución de una estrategia cuyo objetivo último de política monetaria se liga directamente al contrato laboral del presidente del Instituto Emisor. Por su parte, el caso alemán es una excepción dentro de los países desarrollados, al continuar diseñando en forma tradicional y efectiva su política monetaria (control del agregado monetario M3).

Los países analizados en la segunda sección, México y Colombia, representan un ejemplo de cómo la existencia de políticas macroeconómicas incongruentes en el campo fiscal, monetario y cambiario pueden llevar al fracaso un plan económico cuyo objetivo es llegar a una inflación baja y estable.

3.1 EXPERIENCIAS EXITOSAS

3.1.1 ESPAÑA

El Banco de España ha cambiado su estrategia de control monetario en cuatro ocasiones después de que el Sistema de Bretton Woods quebrara en 1973, y ha sabido adaptarse a las cambiantes condiciones económicas internas y externas. En la actualidad, basa su política en el control directo de la inflación (seguido mediante un grupo de variables indicativas), obteniendo resultados positivos al converger a las tasas de inflación de las economías más estables de Europa.

Primera estrategia:

En 1973 se optó por un sistema de control monetario en dos etapas, en el que se tenían un objetivo intermedio, M3, y una variable instrumental como los "activos de caja del sistema bancario"³, que en un contexto de tipo de cambio flexible y controles de capital, permitió una gran independencia de actuación del banco central.⁴ Sin embargo, los cambios en las condiciones económicas internas y

³ Activos de caja del sistema bancario= depósitos y disponibles de bancos + efectivo en el Banco de España.

⁴ La política monetaria se planteó en dos etapas. En la primera se establecieron objetivos finales en términos de crecimiento de nivel de precios y del Producto Interno Bruto real, que se siguieron mediante el control de un agregado de liquidez amplio como M3 (como objetivo intermedio) y proporcionaba información adelantada sobre la evolución de la inflación y del PIB. La segunda etapa se basó en un objetivo de crecimiento de un agregado monetario que se conduce mediante el control de una variable instrumental estrechamente relacionada con el agregado monetario, en este caso, los ALP.

externas - la liberalización de las tasas de interés, el mayor grado de apertura económica, la importancia creciente del tipo de cambio y el déficit fiscal financiado mediante emisión de títulos negociables - implicaron una pérdida de control monetario reflejado en las fuertes fluctuaciones de las tasas de interés interbancarias, cuyas variaciones se trasladaban rápidamente a los mercados cambiario y de deuda pública. Esto motivó a un cambio en la variable de control monetario.

Segunda estrategia:

En 1984 la variable intermedia fue sustituida por "Activos Líquidos en manos del Público" (ALP)⁵, que al ser un agregado más amplio era menos influido por los procesos de innovación financiera. Sin embargo, en el segundo quinquenio de los ochenta se demostró la endogeneidad de la política monetaria, debido a la existencia de una política fiscal expansiva que impedía reducir las elevadas tasas de inflación. Se generó un círculo vicioso en el que el Banco de España aplicaba una política monetaria contractiva que mantenía tasas de interés altas y trataba de contener el gasto; se atraían capitales externos que a su vez, apreciaban la moneda y anulaban la política monetaria al impulsar el alza en el crecimiento de la cantidad de dinero. Por este motivo, se cuestionó la libre flotación cambiaria cuya volatilidad causaba perjuicios sobre la actividad económica, los flujos comerciales, la especialización de la estructura productiva y el clima de estabilidad deseable a mediano y largo plazo" (Ayuso y Escrivá 1996, pág. 93).

Tercera estrategia:

Se consideró que la entrada al Sistema Monetario Europeo (SME) en junio de 1989 solucionaría el problema de inflación, al exigir un cambio en la política monetaria que consistía en utilizar al tipo de cambio como ancla nominal con el fin de garantizar la estabilidad de precios. Se planteó un sistema de bandas cambiarias estrechas de $\pm 6\%$ con respecto a una paridad central referida a una canasta de monedas.⁶ De esta estrategia se derivaban dos beneficios directos al apegarse a la estrategia monetaria del país ancla: "a) Una mayor disciplina monetaria y; b) Un aumento de la credibilidad de la política monetaria" (L'Hotelliere 1996, pág. 3).

Sin embargo, el SME colapsó en 1992, demostrando que el tipo de cambio, como ancla nominal, no es una condición suficiente para mantener estable a una economía, especialmente, cuando ésta no resuelve sus principales desequilibrios macroeconómicos: la existencia de un déficit fiscal significativamente grande, problemas de balanza de pagos, crecimiento de los salarios a un ritmo mayor al sostenible y voluminosas entradas de capitales. Todo ello originó una falta de credibilidad de

⁵ Agregado monetario que además de M3 incluía una gama de activos financieros altamente líquidos, los cuales no estaban sometidos al encaje legal, y Deuda Pública de corto plazo emitida por el Estado. Este agregado mantenía una relación estable con nivel de precios y PIB real.

⁶ Se estableció un sistema de bandas cambiarias en Europa que pretendía mantener la estabilidad monetaria. Cada moneda del SME tenía una paridad fija de la moneda doméstica en términos de una unidad monetaria europea (ECU) de la cual se derivaban una serie de tipos de cambio bilaterales con el resto de los países del SME (centro de la banda). Los bancos centrales tenían el compromiso de mantener su tipo de cambio bilateral fluctuando dentro de un rango estrecho.

los agentes económicos en que las autoridades podrían mantener al tipo de cambio dentro de la banda, por lo cual no se logró el objetivo de control de la inflación.

Cuarta estrategia:

Después de la crisis del SME, se ampliaron las bandas de fluctuación en torno a la paridad central a $\pm 15\%$ y se hizo una revisión de la estrategia de política monetaria motivada por tres elementos importantes: a) la inestabilidad de la relación ALP y gasto nominal, b) la insuficiencia mostrada por el sistema cambiario imperante para lograr la estabilidad de precios y, fundamentalmente, c) la modificación del marco institucional al aprobarse la Ley de Autonomía en junio de 1994.

A partir de 1995 se formula el cambio de política económica basado en un objetivo directo de inflación⁷, que se sigue mediante una meta cuantificable del Índice de Precios al Consumidor (IPC). El objetivo se planteó en el mediano plazo (2 o 3 años) con la idea de que la inflación española estuviera entre 3,5% y 4% durante 1996, por debajo del 3% en 1997 y se situara cerca del 2% en 1998. Por otro lado, se estableció la importancia de la estabilidad del tipo de cambio (enmarcado dentro del mecanismo del Sistema Monetario Europeo). Las autoridades monetarias españolas plantean que dichos objetivos, cambiario e inflacionista, sean el resultado de un conjunto coherente de políticas económicas orientadas a que sus principales indicadores macroeconómicos converjan con los de las economías más estables de Europa, según las condiciones acordadas en el Tratado de Maastricht. El esquema 1 (anexo1) presenta una comparación de las políticas seguidas antes y después de la aprobación de la Ley de Autonomía del Banco de España⁸:

Entre las ventajas que se citan en la adopción de esta política es que se establece un vínculo explícito cuantificado con el objetivo principal de alcanzar la estabilidad de precios, aumentando la credibilidad y la eficacia del proceso de desinflación. Además, empíricamente se ha notado “una mayor rapidez en la transmisión de los impulsos de la política monetaria a las tasas de interés de mercado y del sistema crediticio” (L’Hotellerie 1996, pág. 5). Concretamente, su estrategia se basa en tres aspectos para el estudio del fenómeno inflacionario:

- a) los movimientos de tendencia o subyacentes de la inflación;
- b) el estudio de los determinantes y la estimación de la inflación futura en el período relevante para tomar decisiones de política monetaria (corto y mediano plazo) y;
- c) la caracterización y la formación de las expectativas de inflación.

Además, el Banco de España basa sus decisiones de política en el examen de un conjunto de indicadores que incluyen: la evolución de los precios y rentas de la economía, la presión de la

⁷ El Banco de España entiende como estabilidad de precios, según la definición de Alan Greenspan, Presidente de la Reserva Federal, a una tasa de inflación lo suficientemente reducida para no distorsionar los procesos de toma de decisiones por parte de los agentes económicos, sea en los ámbitos del consumo, producción, ahorro o inversión (Viñals 1996, pág. 49).

⁸ El esquema 1 y el cuadro 2 han sido tomados de L’ Hotellerie, 1996

demanda, la orientación y ejecución de la política fiscal y diversos indicadores de carácter monetario y financiero.

En el siguiente cuadro se resumen las variables que se utilizan, según el área de estudio mencionada en el párrafo anterior ⁹:

⁹ Tomado de Vindas, 1997


Cuadro 1 : España: Variables que se utilizan en el estudio de la inflación

Indicadores para el análisis de la inflación	Las series de precios (consumo, índice de referencia principal, deflatores, producción)
Variables que informan sobre los determinantes de los precios	Costos: salarios, precios de importaciones, tipo de cambio, tasas de interés, márgenes de comercialización y aranceles. Presión de demanda: "output gap" (insuficiencia-exceso- demanda y oferta), utilización de la capacidad productiva, gasto público, y variables que informan sobre la evolución del gasto nominal a la Autoridad Monetaria
Indicadores de expectativas de inflación	tipo de cambio, encuestas de opinión, curva de rendimientos y tasas de interés. Estas últimas alertan sobre el curso probable de los precios y constituyen canales de transmisión de la política monetaria. Su seguimiento permite a las autoridades contrastar el posible efecto de las medidas adoptadas.

Con la información obtenida y jerarquizada dan seguimiento a la meta directa y cuantificable de la inflación. En adición, otorgan un papel fundamental a aumentar y mejorar la información pública, con el propósito de que las expectativas de los agentes económicos estén acorde con la meta de inflación del Banco. También realizan simulaciones de política y determinan las presiones inflacionistas futuras, tal como se resume en el cuadro 2:

Cuadro 2: Análisis de la Inflación a través de los Diversos Indicadores Disponibles

Indicadores →	Métodos de extracción de → información	Información sobre presiones inflacionistas
<ul style="list-style-type: none"> • Precios • Costos • Presión de la demanda • Encuestas de opinión • Curva de rendimientos • Variables monetarias 	<ul style="list-style-type: none"> • Indicadores Sintéticos • Modelos univariantes y uniecuacionales • Modelos VAR y BVAR • Modelos estructurales • Previsiones macroeconómicas sobre la base de modelos contables • Otros tratamientos analíticos 	<ul style="list-style-type: none"> • Situación inflacionaria presente • Presiones inflacionarias futuras (sin cambio de políticas) • Simulaciones (con hipótesis sobre políticas alternativas) • Expectativas de inflación



+ Formulación de hipótesis sobre variables exógenas y políticas alternativas

Hay que agregar que el Banco de España puede imponer a las entidades crediticias un encaje que no exceda el 5% de la base total de cálculo (recursos ajenos de las entidades de crédito y los activos del público intermediados por ellas). Actualmente, éste se encuentra establecido en el 2% de los pasivos computables. La instrumentación de la política monetaria se efectúa por los siguientes procedimientos de intervención con el fin de regular las condiciones de oferta de la liquidez de base del sistema bancario:

- a) **“La subasta decenal de adquisición temporal de certificados del Banco de España o de deuda pública en poder del sistema bancario”** es el instrumento principal de inyección de liquidez, proporcionando, a través de la tasa de interés marginal, la referencia básica de política monetaria.
- b) **“Las operaciones diarias de mercado abierto”** se realizan con certificados del Banco de España o con deuda pública. Este procedimiento permite lograr el ajuste diario de las tasas de interés a corto plazo a la senda de referencia establecida por la tasa de interés de la subasta decenal.
- c) **“Sistema de apoyo en última instancia”** (segunda ventanilla). A través de este sistema, el Banco de España puede suministrar liquidez a las entidades que presenten al cierre de sus operaciones, problemas para el cumplimiento del coeficiente de caja. En tal caso, se procede a la compra de activos (certificados del Banco de España o deuda pública) o a la concesión de préstamos (a una tasa de interés penalizada en ambos casos).

3.1.2 ESTADOS UNIDOS

Formalmente, Estados Unidos basa su política monetaria en la consecución de varios objetivos, según lo expresa la ley Humphrey-Hawkins (1978): “mantener en el largo plazo un crecimiento de los agregados monetarios acorde con el crecimiento potencial de la economía a fin de promover los objetivos de máximo empleo, precios estables y tasas de interés moderadas en el largo plazo”¹⁰.

Aunque la ley se ha vuelto obsoleta en relación con los avances teóricos de la política monetaria, entre los expertos del Sistema Federal de Reserva (SFR) existe pleno consenso de que el papel de la política monetaria es la reducción y posterior eliminación de la inflación. Dentro del SFR, el Comité Federal de Mercado Abierto (CFMA) es el encargado de la formulación de dicha política, que se basa en una meta operativa de tasas de interés de corto plazo. Su principal instrumento es la tasa de interés de reservas a la que los bancos privados se prestan entre sí, conocida como “tasa de fondos federales”. Además, para la toma de decisiones, este comité se respalda en un amplio grupo de

¹⁰ La estabilidad de precios en el largo plazo se refiere a que ésta refleje una situación en la cual la inflación sea lo suficientemente baja como para que los agentes económicos no la tomen en cuenta en sus decisiones financieras, ello es, que producen tasas de interés nominales que no incluyen premio por expectativas de inflación.

indicadores económicos y variables informativas, las cuales se expondrán en el anexo 2 de este documento.

Para llegar a esta estrategia, Estados Unidos ha pasado por un difícil proceso de aprendizaje, el cual ha repercutido directamente en el crecimiento económico mundial y en el desarrollo teórico de la macroeconomía. Por ello, hablar de la transformación de la política monetaria en Estados Unidos, es referirse a la evolución de la teoría económica de los últimos treinta años. Así, la política monetaria que prevaleció en la década de los sesenta se sustentó en tres supuestos, que la misma evidencia empírica posteriormente se encargó de desmentir:

- a) La relación inversa entre la inflación y el desempleo, generalizada en la Curva de Phillips, lo cual implicaba que la política monetaria podía explotar esta relación para lograr un menor desempleo a costa de una mayor inflación;
- b) la convicción de que el SFR conocía ampliamente la forma en que las empresas y consumidores se comportaban, de tal forma que la política monetaria podía eliminar, o al menos disminuir, la amplitud de los ciclos económicos y;
- c) la opinión de que los costos sociales de la inflación eran pequeños, por lo cual este fenómeno era considerado relativamente "benévolo".

Bajo estos tres supuestos, la política monetaria del SFR tuvo un sesgo inflacionario, por lo que en el siguiente decenio fue parte responsable de tres ciclos de creciente inflación. Al iniciarse el segundo lustro de los setenta, se generalizó la idea de que debía existir una estrategia de largo plazo basada en una meta nominal que pudiera controlarse y que estuviese ligada a la inflación. Por ello, desde 1975, el CFMA comenzó a fijar metas trimestrales para los agregados monetarios y en 1978, se aprobó la Ley Humphrey-Hawkins en la cual se estipulaba la necesidad de fijar metas de crecimiento monetario¹¹, del cuarto trimestre al siguiente cuarto trimestre, que debían presentarse al Congreso. Sin embargo, una falla en el procedimiento de fijación de dichas metas, conocido como "*deriva de la base*"¹² implicó un alejamiento constante de los agregados monetarios con respecto a la meta, que de hecho imposibilitó la reducción de la tasa de inflación a menos de dos dígitos. La debilidad de la política monetaria de dicho período fue el divorcio entre las decisiones mensuales y el objetivo de política de largo plazo, porque el SFR debía restringir la política monetaria al observar incrementos constantes de la oferta monetaria, lo cual no fue puesto en práctica.

Con la revolución de las expectativas racionales y el progresivo aumento del desempleo, contrario a lo que decía la Curva de Phillips, comenzó a gestarse la "revolución conservadora". Así, en octubre de 1979¹³, se puso en práctica una severa regla monetaria que trataba de contener la inflación,

¹¹ Inicialmente las metas se limitaron a M1; a partir de 1982 se ampliaron para M2 y M3.

¹² La "*deriva de la base*" se da cuando el nivel base con que se calculan la nueva meta no corresponde al nivel meta anterior sino al nivel efectivo del período, por lo cual arrastra los errores y no los corrige haciendo que cuando se fijan las nuevas metas, la base se mueva hacia arriba o hacia abajo.

¹³ En la conferencia de prensa realizada por el presidente de la Junta del SFR, Paul Volcker, éste anunció la puesta en marcha de un nuevo y complejo procedimiento operativo de reserva llamado "*no emprestada*". Este procedimiento fue abandonado en octubre de

sin importar el nivel que pudieran alcanzar las tasas de interés. Por medio de la regla monetaria se logró, por primera vez, ligar el instrumento de política con su objetivo de más largo plazo, a saber, las tasas de interés se incrementaban si se generaba un crecimiento excesivo de la demanda de dinero¹⁴.

1982, al presentarse problemas prácticos para definir la oferta monetaria, ante las crecientes innovaciones financieras y cambio tecnológico e institucional.

¹⁴ Es importante tener en cuenta que en 1979 "no sólo se produjeron cambios en la orientación de la política monetaria del SFR, sino que ocurrieron cambios significativos en las regulaciones de la actividad financiera, las que propiciaron una fuerte expansión del crédito global en USA hasta inicios de la década de los ochenta, para posteriormente revertirse esa tendencia" (Rosende 1991, pág. 56).

Sin embargo, las medidas que adoptaron las autoridades reflejaron una fuerte contracción monetaria, la cual precedió a una de las más grandes recesiones después de la gran Depresión, que posteriormente se extendió al resto del mundo: el PNB varió en -0,2% en 1980 y la tasa de interés aumentó de 12,1% a 14,3% en ese año y a 16.6% en 1981¹⁵. En 1982 la fuerte contracción monetaria, junto con otros factores, como la apreciación del dólar, la reducción de la demanda agregada, la disminución de los ingresos fiscales, llevaron a una mayor reducción del producto. Por otra parte, la inflación importada, consecuencia de los incrementos del precio del crudo de mediados y finales de los setenta, agudizó el problema.

En el segundo semestre de 1982 y 1983, ante la significativa elevación de las tasas de interés en términos reales en los mercados internacionales y la recesión extendida a nivel mundial, el CFMA comenzó a relajar la política monetaria, en lo que se refiere al control del agregado M1 y finalmente, al crédito global. Al mismo tiempo enfatizó la atención hacia las tasas de interés. Tal como se esperaba, la tasa de interés se redujo de 13,3% al 9,9% y el producto creció 3,6% en ese último año (Krugman 1994, pág. 520-521). Finalmente, la tasa de inflación cayó a 4% al finalizar 1983, manteniéndose en ese nivel por diez años más. La experiencia inflacionaria de dicho decenio dejó importantes enseñanzas:

- a) la incongruencia entre la evidencia empírica del momento y la "Curva de Phillips" al presentarse la "estanflación", es decir, una combinación de alta inflación con bajo crecimiento;
- b) la aceptación de que los costos de la inflación son altos y variados porque: i) crea redistribuciones arbitrarias y falsas del ingreso y la riqueza; ii) distorsiona las señales de precios relativos y fomenta una distribución subóptima de los recursos, reduciendo consecuentemente el crecimiento económico y;
- c) la pérdida de confianza en el supuesto de que el SFR conocía la estructura de la economía y el comportamiento de los agentes económicos.

Por ello, en el decenio posterior a 1983, el SFR trató de aplicar una política comprometida con la baja inflación, además le dio un papel relevante a lograr la credibilidad¹⁶ y la confianza del público en su estrategia monetaria, tal que " el control de la inflación no es algo de oportunidad, sino que es una característica permanente de la estrategia monetaria global de largo plazo del SFR" (Broaddus 1996, pág. 6). La mayor lección de este período es que las decisiones de política monetaria deben guardar congruencia con una aplicable y creíble estrategia de largo plazo. No obstante, el SFR se olvidó de la regla monetaria por problemas de implementación práctica y comenzó a aplicar su discrecionalidad, tal y como se hace evidente en el siguiente cuadro, según lo interpreta Rosende (1991):

¹⁵ Medida como la media anual de la tasa de interés interbancaria a seis meses.

¹⁶ Para Alfred Broaddus, Presidente del Banco del SFR de Richmond, mantener la credibilidad quiere decir que el SFR debe reaccionar rápidamente a las expectativas inflacionarias crecientes, de lo contrario se incrementarán dichas expectativas y entre más se deterioren, mayor es el costo en términos de la actividad económica al tener que recurrir a un aumento de las tasas de interés de corto plazo.

Cuadro 3: Orden de Importancia de las prioridades⁷ del SFR acordadas (luego de las reuniones sostenidas por el Comité de Mercado Abierto)

	Julio 1986	Marzo 1987	Mayo1987	Agosto1987	Febrero1988
<i>Condiciones del Mercado Financiero</i>	5	5	N.D.	N.D.	1
<i>Fortaleza de la actividad económica</i>	2	3	4	2	2
<i>Inflación</i>	4	4	1	1	3
<i>Valor del dólar</i>	3	1	2	3	4
<i>Agregados Monetarios</i>	1	2	3	4	5

**7 Nota: El 1 representa la mayor prioridad
N.D.=No disponible*

Política Monetaria Actual: El problema más importante en la actual conducción de la política monetaria es la falta de un objetivo único de política, ya que el SFR es responsable de un sinnúmero de objetivos económicos que tienen que ver con el crecimiento, el empleo, el comercio internacional y otros. En 1990, se presentó al Congreso una enmienda a la Ley Humphrey-Hawkins¹⁷, donde se pretendía que el SFR se encargara expresamente de lograr la estabilidad de precios, tal que el Comité Federal de Mercado Abierto "aminorase la inflación gradualmente, a fin de suprimirla en no más de cinco años" (Broaddus 1996, pág.7). Aunque esta enmienda no fue aprobada, el SFR la ha puesto en práctica, convencido de que la principal contribución de la política monetaria al crecimiento y a la productividad de la economía es proporcionar un entorno de precios estable en el que todos los agentes económicos puedan prosperar (Broaddus 1996, pág. 6). Por otro lado, le dan un papel relevante a la credibilidad de su política, tal que el SFR busca captar *los "sustos inflacionarios"*¹⁸ (episodios de expectativas crecientes de inflación), mediante el uso de un grupo de indicadores del mercado financiero y muy especialmente, de la tasa de los bonos de largo plazo (mediante ella se aproxima la credibilidad de la estrategia monetaria). Así el SFR puede reaccionar rápidamente ante *"los sustos"* de tal manera de romper con las expectativas de inflación.

El seguimiento de su política orientada a la estabilidad de precios, se realiza mediante un grupo de variables informativas e indicativas y la tasa de interés nominal actúa como meta operativa. Su principal instrumento de política es la tasa de fondos federales. Los cambios en esta tasa de interés generan ajustes en otras tasas de mercado, en los flujos de dinero y de crédito y especialmente, en el nivel de precios. Aunque todavía se fijan metas anuales para los agregados monetarios, éstas no son consideradas en la toma de decisiones de corto plazo del SFR. En el anexo 2 se presentan el grupo de variables a las cuales el SFR le da seguimiento (cuadro 7) y se hace una comparación de la política monetaria anterior y actual.

¹⁷ Presentada por Steve Neal, Congresista por Carolina del Norte.

¹⁸ Traducción libre del CEMLA.

3.1.3 CANADÁ

En este apartado se hará una breve reseña de la evolución de la política monetaria seguida en Canadá desde 1975. En la conducción de la política monetaria, el Banco de Canadá sigue un enfoque moderno, su objetivo último de política es la tasa de inflación, no utiliza ninguna variable como meta intermedia y la variable operacional es el Índice de Condiciones Monetarias (ICM). El principal instrumento que emplea son las variaciones en las reservas bancarias que resultan de la compensación del sistema de pagos, con lo cual afecta la tasa de interés a un día y de esta manera, a las tasas de corto plazo y al tipo de cambio. De vez en cuando utiliza operaciones de recompra y reventa y, compras y ventas de títulos del gobierno; este último mecanismo permite afectar las tasas de interés a tres meses. Además, emplea una serie de variables informativas que proporcionan señales adelantadas sobre las presiones inflacionarias.

Entre 1975 y 1982 el Banco de Canadá utilizó el agregado monetario restringido, M1, como su variable intermedia de política. Como consecuencia de las innovaciones en el sistema financiero, a principios de los ochenta la demanda por M1 observó una menor estabilidad. Por esa razón, en noviembre de 1982, M1 dejó de utilizarse como meta intermedia y se reemplazó por la tasa de interés de corto plazo como meta operacional de las acciones de política monetaria. Recientemente, se ha utilizado el ICM, que es una combinación de la tasa de interés de corto plazo y el tipo de cambio, como se comentará más detalladamente.

Los cambios en su estrategia monetaria se deben principalmente a que a fines de los ochenta, Canadá observaba una tasa de inflación que oscilaba entre 4% y 5% anual. En enero de 1988, el gobernador del Banco de Canadá anunció el cambio del objetivo central de la política monetaria: lograr y mantener la estabilidad de precios. En febrero de 1991, para alcanzar una mayor credibilidad, el gobierno federal y el ente emisor hicieron pública su disposición conjunta de alcanzar menores niveles de inflación, anunciando una meta cuantificable (medida por el IPC, excluidos algunos elementos volátiles), dentro de un rango de 2 a 4 % para fines de 1992 y, entre 1% y 3 % al terminar 1995, posteriormente extendida hasta 1998.

Es importante destacar que, para lograr la meta dentro de las bandas acordadas, las acciones de política monetaria se ejecutan con una antelación de seis a ocho trimestres, debido a que los efectos en la tasa de inflación¹⁹ de las acciones de política monetaria (i.e., cambios en los instrumentos) presentan rezagos muy variables y de gran magnitud. El reconocimiento de este problema para lograr una meta de inflación en el corto plazo, llevó al Banco de Canadá a anunciar, en una etapa inicial, el cumplimiento de su meta hasta fines de 1992, es decir, 22 meses después. Por esa razón, en el documento emitido en esa oportunidad, las autoridades tuvieron la previsión de advertir explícitamente

¹⁹ Este procedimiento se justifica desde el punto de vista empírico, pero también desde una perspectiva teórica. En efecto, inclusive los modelos más simples vaticinan que el logro de estabilidad de precios o una tasa de inflación específica para cada trimestre presenta, serias dificultades y usualmente conduce a inestabilidades en el uso de los instrumentos.

que las acciones de política monetaria tenían dificultades para revertir de manera inmediata los efectos inflacionarios que surgieran como resultado de choques inesperados de demanda o de oferta. Sin embargo, aceptaron que las medidas que se adoptaran en respuesta a dichos choques, implicarían un proceso de ajuste que con el tiempo, contribuirían a ubicar la tendencia de la inflación con las metas establecidas.

En vista de la naturaleza previsor de la política monetaria, el Banco de Canadá cuenta con una serie de variables informativas que brindan señales sobre el comportamiento futuro de las presiones inflacionarias. Las proyecciones sobre las variables de interés se realizan para los siguientes seis meses e inclusive hasta siete años y, se revisan y actualizan a través del año. Aunque los pronósticos se realizan con base en modelos formales, también incorporan el juicio de los diferentes especialistas. Además, existe relativo consenso en que el papel de estos últimos adquiere mayor relevancia en el corto plazo, en tanto que los modelos contribuyen en mayor medida con el ejercicio de las proyecciones de mediano y largo plazos, así como con las simulaciones de escenarios alternativos. Para efectos de dar seguimiento a la meta de inflación, se utilizan variables informativas, algunas de ellas se resumen en el siguiente cuadro:

Cuadro 4 : Conjunto de Variables que usa el Banco de Canadá en el estudio de la Inflación

Indicadores	Características	Uso
"Output gap" Tasa esperada de Inflación Impuestos indirectos*/ Tipo de cambio */	Reflejan factores que afectan a oferta y demanda, directa o indirectamente.	Pronóstico de la inflación
Indices de Salarios Negociaciones colectivas		Presiones Inflacionarias, actuales y futuras
Agregados financieros	Un crecimiento mayor al esperado \Rightarrow aceleración del gasto nominal actual o alguna modificación de sus variables determinantes	Análisis de acontecimientos económicos actuales y esperados
M1 real		Indicador adelantado del crecimiento del producto en 1 ó 2 trimestres
M2 y M2+		Pronóstico de la tasa de inflación en el corto plazo
M2+ y otros agregados amplios	No se ha confirmado plenamente la relación funcional entre ellos y la tasa de inflación	Pronóstico de la Inflación de los próximos 4 a 8 trimestres
Spreads de tasas de interés	Actualmente se está investigando su uso para el	Potencial utilidad como indicador adelantado del

*/ A ciencia cierta no se sabe con certeza si éstos factores y otros choques de oferta (como precios de energéticos), afectan el nivel de precios o la tasa de inflación. Si tales choques afectaran, por ejemplo, solo el nivel de precios, el efecto sobre la inflación sería transitorio y por tanto de interés solo en el corto plazo.

Índice de Condiciones Monetarias como Meta Operacional: con base en las diferentes fuentes de información, las autoridades canadienses establecen la meta de inflación para los próximos seis u ocho trimestres. A pesar de que para alcanzar dicha meta se podrían ajustar los instrumentos de política durante ese período, se considera que es más fácil y útil establecer una trayectoria provisional para el objetivo operacional. Hasta hace pocos años, la meta operacional para el Banco de Canadá fue la tasa de interés de corto plazo. Sin embargo, después de varios estudios, se llegó a la conclusión de que mediante este procedimiento no se estaban detectando correctamente las condiciones monetarias, pues se subestimaban las influencias del ciclo económico (expansivo o contractivo). Por esa razón, cuando en la economía se presentaban presiones inflacionarias, el instrumento no contribuía a detenerlas oportunamente y por tanto, el resultado final era una mayor inflación. Asimismo, cuando se estaba en la parte contractiva del ciclo, su percepción inapropiada implicaba una mayor contracción y deflación.

Como consecuencia de lo anterior, el Banco de Canadá empezó a utilizar como meta operacional un concepto más amplio de las condiciones monetarias, a saber, un índice que incluía tanto la tasa de interés de corto plazo como el tipo de cambio nominal. Las principales razones para incorporar el tipo de cambio se basaron en el hecho de que en un régimen cambiario flexible, la política monetaria actúa también a través del tipo de cambio y que cuando se presentan choques exógenos que lo afectan, las acciones de política monetaria típicamente deberían compensar sus efectos sobre la demanda agregada. Como todos los instrumentos de política, el ICM debe ser usado con cautela y no debe tratarse de manera mecánica en el diseño de la política monetaria, ya que tiene una serie de debilidades.

Para el cálculo del ICM se utiliza la tasa de interés de corto plazo y el tipo de cambio del período en estudio y del año base. Existen una variedad de formas conceptuales para cuantificar este indicador. Por ejemplo, se puede construir tomando en consideración los efectos de los cambios en la tasa de interés y el tipo de cambio sobre la demanda agregada o sobre los precios. También, se podría calcular en términos reales o nominales. La decisión final depende de la información disponible y de los resultados empíricos. En el caso canadiense, estudios empíricos llegaron a la conclusión de que las presiones inflacionarias se percibían más correctamente analizando la influencia sobre la demanda agregada real en los siguientes seis u ocho trimestres. En este caso, la aplicación de diferentes técnicas permitió concluir que un cambio de un punto porcentual en la tasa real de interés tenía efectos similares a través del tiempo sobre la demanda agregada real que un cambio de tres por ciento en el tipo de cambio efectivo real. Por esta razón, en el cálculo del ICM se emplea la siguiente fórmula:

$$ICM = (r_t - r_t^*) + (1/3) [(e_t / e^* - 1)] (100)$$

donde :

r_t = tasa real de interés en el período t ;

r^* = tasa real de interés del período base;

e_t = índice de tipo de cambio real en el período t ;

e^* = índice de tipo de cambio real del período base.

Como se puede deducir de la ecuación anterior, el ICM proporciona una medida del grado de contracción o expansión de la política monetaria entre el período de interés y el que se considera como base. Es importante destacar que aunque al analizar las acciones de política en períodos largos de tiempo es más útil usar el ICM real, en la práctica el Banco de Canadá enfoca su política en ICM nominal en el corto plazo, en buena medida debido a oportunidad de la información.

3.1.4 NUEVA ZELANDIA

Nueva Zelanda se ha convertido en un interesante ejemplo para los países que desean un Banco Central autónomo. La estructura legal adoptada por el Banco de la Reserva y, la implementación de una política monetaria moderna basada en el control directo de inflación y en el uso de variables informativas, han garantizado la estabilidad de precios en el decenio de los noventa.

Durante la década de los setenta y principios de los ochenta, Nueva Zelanda era uno de los países más reglamentistas y proteccionistas de los países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), debido a que:

- La política monetaria era dependiente del poder político, ya que el Gobierno controlaba directamente la tasa de interés y el tipo de cambio²⁰.
- La legislación vigente (Acta del Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, 1964) ordenaba a la política monetaria el logro de varios objetivos a la vez, es decir, promover los más altos niveles en la producción, el empleo y el comercio, así como mantener la estabilidad del nivel de precios.
- El Gobierno marcó una preferencia importante por las políticas proteccionistas dirigidas al sector productivo, aumentó la reglamentación financiera y promovió proyectos en el sector energético, en respuesta al aumento del precio del petróleo que se registró en el decenio de los setenta.

Como resultado de estos factores, la economía tuvo un marcado deterioro que se reflejó en los bajos niveles de productividad, alto riesgo de la deuda pública, pérdida de credibilidad en las políticas del Gobierno y un pobre desempeño en el control de la inflación con respecto al resto de países de la OCDE (Kelly 1995, pág. 378-79).

²⁰ El Ministro de Finanzas podía dirigir secretamente el Banco de la Reserva para seguir una política particular, sin embargo en la actualidad, con la ley de 1989, la aplicación de las reglas y sus detalles debe ser de conocimiento público.

Con el cambio de Gobierno en 1984, se marcó un momento decisivo en la economía y principalmente en la política monetaria. El nuevo gobierno le dio una crucial importancia a la reducción de la inflación y a dirigir al Banco Central hacia ese fin. Además, ganó fuerza la tesis de adoptar una reforma y una ideología de mercado, con la cual se pretendía transformar el Estado benefactor hacia uno que aplicara el racionalismo económico. En esas circunstancias, se liberalizaron los mercados financieros y de cambio,²¹ se redujeron los requisitos reglamentarios que pesaban en los mercados de factores de producción y de productos, se suprimieron los incentivos y las subvenciones económicas, y se realizaron algunas privatizaciones. Como menciona Kelly (1995, pág.379) "Nueva Zelandia se embarcó así en el programa de ajuste estructural monetarista y de libre mercado más radical que haya emprendido jamás un país desarrollado".

Sin embargo, la reforma radical que emprendió Nueva Zelandia no se reflejó en la disminución de la inflación. Por tal razón, el Banco Central optó por una política monetaria discrecional y enfatizó la necesidad de establecer una buena reputación. En 1989 se creó el marco legal con una nueva "*Acta del Banco de la Reserva de Nueva Zelandia*"²² en el cual se garantizaba la independencia de sus acciones. En esa Acta se estableció como función primordial, formular e implementar la política monetaria con el único objetivo de la estabilidad de precios. Para ello, el Instituto Emisor podría recurrir a la tasa de interés de corto plazo (como meta operacional), al tipo de cambio y a la oferta de dinero con el fin de afectar al gasto y, con ello, a la inflación. Adicionalmente, se le asignaron al Banco otras funciones: i) promover un sistema financiero eficiente y confiable y, ii) asegurar las necesidades de dinero del público.

Del Acta de 1989 se destaca la firma de un acuerdo público entre el Banco de la Reserva de Nueva Zelandia y el Gobierno, denominado "*Acuerdo de Metas Políticas*" (PTA). Aunque el Banco Central le da seguimiento a los precios mediante diversos indicadores (inflación subyacente, inflación transitoria y otros índices de precios), en este contrato se fija formalmente la meta explícita de precios sobre el indicador más conocido por el público, es decir, el IPC. Por medio del PTA se informa a los agentes económicos de la política monetaria seguida por el Banco de la Reserva.

El primer PTA fue firmado en marzo de 1990 y fue revisado en el mes de diciembre de los años 1990, 1992 y 1996. En los primeros acuerdos se definió que la meta de inflación debía situarse en el rango de 0 y 2%, mientras que en el último acuerdo fue entre 0 a 3%. En el anexo 3 se incluye una traducción del último PTA firmado.

Además, el Gobernador que goza de independencia para lograr los resultados, es personalmente responsable del desempeño del Banco en todas las áreas y especialmente en la política monetaria. El gobernador es nombrado por el Tesoro en recomendación de la Junta de Directores por un lapso de 5 años y el actual presidente ha permanecido dos períodos desde 1988.

²¹ Desde 1985 Nueva Zelandia cuenta con un régimen cambiario fluctuante y aunque se le otorgó al Banco Central la potestad de intervenir en ese mercado, dicha intervención no ha sido necesaria.

²² El acta del Banco de la Reserva de Nueva Zelandia entró en vigencia el 1 de febrero de 1990, ésta fue parte importante de un amplio programa de reformas gubernamentales diseñadas para aumentar la responsabilidad del sector privado y fomentar la economía de mercado.

La Junta Directiva también es elegida por el Tesoro y ésta evalúa el desempeño del Banco y del Gobernador proveyendo una retroalimentación para el gobierno. El éxito en lograr la estabilidad de precios está enmarcado por los esfuerzos de las autoridades económicas en hacer efectiva la independencia monetaria, junto con el interés explícito del gobierno de transformar una de las economías más proteccionistas en una más liberal.

3.1.5 CHILE

Después de la crisis financiera experimentada en Chile a mediados de los ochenta, la política monetaria adoptó un papel más activo para alcanzar la estabilidad de precios. En varias oportunidades, el Instituto Emisor, introdujo cambios importantes para mejorar la instrumentalización de su política. En los últimos años ha seguido una estrategia de mediano y largo plazo para alcanzar la estabilidad de precios y consolidar la reducción gradual de la inflación. El éxito logrado ha sido posible gracias a la credibilidad de los agentes económicos en el accionar de sus políticas, luego de poner en práctica la ley de autonomía del Banco Central, junto con la conducción responsable de la política fiscal. A continuación, se detalla la evolución de la política monetaria seguida en Chile desde la década de los setenta.

Dentro de los cambios que ha tenido la política monetaria en Chile se destacan tres períodos importantes. Durante el primero, que engloba el lapso 1970-1985, la política seguida por el Instituto Emisor estuvo condicionada por las necesidades de financiamiento fiscal y el control ejercido por el Gobierno sobre la tasa de interés y el crédito bancario, especialmente en la década de los setenta, cuando Chile experimentó un fuerte clima de inestabilidad económica y política.²³ Durante el período 1979-82 la política monetaria quedó relegada a un papel pasivo por parte del instituto emisor, luego de fijarse el tipo de cambio nominal. Posteriormente, entre 1982 y 1984 se comprometió junto con la política cambiaria a salvaguardar el sistema financiero después de vivir su más importante crisis financiera. La magnitud de esa crisis obligó al Banco Central a respaldar la convertibilidad de la deuda del sistema bancario, produciendo un alto déficit cuasifiscal que aún sigue ocasionando distorsiones en su patrimonio.

En ese contexto, la política monetaria experimentó un giro importante para el segundo período (1985-1989), luego de ser cuestionada la estrategia pasiva seguida hasta ese momento. A partir de 1985 se optó por una política activa, dirigida a contener la inflación y estabilizar las tasas de interés real, específicamente, se escogió la tasa de interés de los pagarés reajustables de corto plazo (PRBC a 90 días) como la variable intermedia de política. La elección de esta estrategia se originó en el convencimiento de que esas tasas de interés ejercían influencia directa o indirecta sobre el ritmo de expansión del gasto agregado y la comprobación empírica de que la demanda de dinero nominal era

²³ A principios de esa década la economía chilena mostraba un estancamiento del sector productivo, un enorme déficit fiscal, escasez de divisas y elevadas y persistentes tasas de inflación que en algunos casos alcanzó niveles superiores al 500%. Ante este panorama, Chile inició en 1974 un proceso profundo de reforma estructural el cual buscaba fundamentalmente reactivar el sector productivo, reducir el déficit fiscal, abrirse al comercio internacional, fortalecer el mercado como asignador de precios y reducir la inflación (véase Costa Rossana, 1989).

relativamente inestable en el corto plazo²⁴, lo que descartó la elección del agregado monetario como variable intermedia. La facilidad de implementar una política monetaria basada en la tasa de interés real, viene dada por la peculiaridad que presenta Chile, donde la mayoría de los instrumentos financieros tienen una indización casi perfecta, por medio de la denominada "unidad de fomento" (UF), que permite observar la tasa real de interés de mercado *ex-ante*.

Otra de las características que presentó este período, fue la discusión que se entabló entre el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Central en relación con la conducción de la política monetaria semestre a semestre (Fontaine,1991). Tal enfrentamiento se generó a consecuencia de las condiciones impuestas por el FMI a la economía chilena debido a que esta última pretendía obtener el financiamiento externo necesario para llevar a cabo los programas de estabilización y recuperar el sistema financiero. Por otra parte, la política cambiaria siguió una estrategia mediante la cual se trataba de estabilizar al tipo de cambio real y al mismo tiempo, evitar la penalización de las exportaciones (bandas estrechas de variación).

En el tercer período (1990-97), la política monetaria se caracterizó por la institucionalización de la independencia del Banco Central de Chile. A partir de diciembre de 1989, entró en vigencia la "*Ley Orgánica Constitucional*" (LOC) formalizando dicha autonomía. Esta ley estableció como objetivo primordial "velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos" (Rosende,1993, pág. 294). Entre los aspectos importantes a destacar se encuentran: la prohibición de financiar directa o indirectamente el gasto público y la instauración formal de un mercado de divisas. La iniciativa de autonomía surgió con el propósito de favorecer un clima de estabilidad monetaria y financiera y, de la necesidad de formalizar la existencia de un Banco Central preocupado por alcanzar logros permanentes en el control de la inflación en vez de adoptar políticas inspiradas en conseguir resultados de corto plazo (Rosende, 1993). Así, con el respaldo y la puesta en marcha de esta ley, la Autoridad Monetaria empezó a diseñar sus políticas con el propósito de alcanzar la convergencia de su tasa de inflación al nivel de las principales economías industrializadas a final de siglo. En consecuencia, concentró sus esfuerzos directamente en una meta explícita y cuantificable de inflación, por medio del IPC. Como objetivo intermedio de la política monetaria de Chile se estableció el control del gasto agregado.

Otro de los cambios introducidos para ese período fue el diseño de una política cambiaria consistente con las condiciones que imperaban en la economía, es decir, una mayor apertura de la cuenta de capitales y un mercado financiero más desarrollado. El nuevo esquema adoptado fue de bandas amplias de flotación, que permitió mayor flexibilidad a la política cambiaria y una mayor autonomía a la política monetaria. Por ende, la autoridad económica dejó de controlar explícitamente el tipo de cambio real.

²⁴ Aunque econométricamente la demanda de dinero en términos reales estimada presenta coeficientes estables, la existencia de la moneda dura UF, introduce inestabilidad a la economía chilena y, por consiguiente, no existe una demanda de dinero nominal estable (véase Fontaine,1991).

Desde el primer semestre de 1995, el Banco Central, respondiendo a un mayor grado de profundidad y sofisticación del mercado financiero, reformuló su política monetaria, pero sin cambiar el objetivo final de precios, ni el objetivo intermedio basado en el control del gasto agregado. En esta oportunidad únicamente cambió la variable operativa, es decir, dejó de utilizar las tasa de interés de los PRBC a 90 días para concentrarse en la tasa interbancaria diaria, de tal forma que las cantidades de PRBC pasarían a ser establecidas por el mercado mediante licitaciones periódicas (Zahler,1996).

Este cambio se gestó principalmente con el deseo de otorgar al mercado un papel más protagónico en la determinación de la estructura de tasas de interés, situación que ya era efectiva en el caso de los instrumentos de largo plazo del Banco Central y que gradualmente se hizo extensiva a las tasas de interés a 90 días de los PRBC (Banco Central de Chile,1995). Además, con la ejecución de esa política, se permitiría una mayor iniciativa, flexibilidad y frecuencia de los movimientos de tasas de corto plazo, las cuales afectarían al resto de las tasas de interés y garantizaría un mayor control de las condiciones de liquidez para influir sobre el gasto agregado y la inflación.

Por otra parte, la Autoridad Monetaria, además de realizar un seguimiento directo sobre la meta de inflación mediante el IPC, ha recurrido a distintos indicadores sobre la evolución económica, el gasto agregado, las presiones de costos y diversas variables sobre la inflación esperada, con el fin de controlar los posibles efectos desequilibrantes en las estructuras de las tasas de interés real. Además, se han tomado medidas para prevenir el arbitraje que se origina por los desajustes en las tasas de los diferentes tramos de las líneas de crédito. En general, se espera que la participación del Banco Central en estos mercados sea lo más neutral posible. La nueva modalidad de hacer política monetaria podría permitir que las tasas de interés se ajusten a las condiciones internacionales y a las vigentes en el país, especialmente con la creciente integración financiera que Chile ha venido experimentando.

Uno de los aspectos más importantes de destacar es el hecho de que el Banco Central de Chile ha obtenido importantes avances en el grado de credibilidad del cumplimiento de los objetivos inflacionarios, convirtiéndose la meta planteada por el Banco en un antecedente de peso para ser incorporado en los procesos de negociación salarial, y en general, facilitando la tarea de reducción de la inflación. El éxito alcanzado desde 1990 se ha traducido en una reducción gradual de la inflación, pasando de 27.3%, a niveles de un dígito en 1996 (6.6%)²⁵. Estos logros en materia inflacionaria han estado respaldados por el desarrollo eficiente de los mercados financieros, la puesta en práctica de la ley de autonomía del Banco Central, el esfuerzo del gobierno por poner orden a sus finanzas públicas y por la flexibilidad otorgada por el sistema cambiario en un contexto de apertura de cuenta de capitales. Precisamente esta apertura ha llevado recientemente a las autoridades monetarias a plantear la conveniencia de que la política fiscal sea protagonista y no mera espectadora en la estabilización de la economía.

²⁵ El Banco Central de Chile ha establecido un 5.5% como meta cuantitativa de inflación para 1997.

3.1.6 ALEMANIA

Durante la última década la economía alemana creció a una tasa promedio anual del 2.2% (1.5% en términos *per cápita*). Este crecimiento se ha logrado en un ambiente de gran estabilidad macroeconómica: la tasa de inflación promedio, medida por el índice de precios al consumidor, fue durante este período de sólo 2.6% anual y la cuenta corriente ha estado relativamente equilibrada (superávit en la balanza comercial y déficit en la cuenta de servicios). Para ello se ha requerido, entre otras cosas, de la ejecución de estrictas políticas monetarias y fiscales: mientras los principales agregados monetarios han crecido a una tasa inferior al 10% anual, el déficit fiscal como proporción del PIB ha sido alrededor del 2%.

Contrario a lo sucedido en la mayor parte de países desarrollados, el Bundesbank continúa diseñando la política monetaria en forma tradicional y utiliza como principal objetivo intermedio el control de un agregado monetario (M3). Esta variable, que se considera parte del mercado de dinero y con poder para influir las variables económicas de interés, incluye el efectivo; los depósitos a la vista del sector no bancario residente en los bancos alemanes; los depósitos a plazo con un vencimiento inferior a cuatro años del sector no bancario residente en bancos alemanes; y los depósitos de ahorro con preaviso legal del sector no bancario residente en bancos alemanes.

La utilización de este agregado se justifica por la estrecha relación empírica que existe entre el comportamiento de la masa monetaria y el nivel de los precios, así como por la estabilidad que todavía muestra la demanda de dinero. No se emplean agregados crediticios debido a la gran sustituibilidad que existe entre el crédito interno y externo, y porque el grado de influencia del Banco Central sobre este último es muy escaso o nulo. Por otra parte, aunque las tasas de interés repercuten sustancialmente en las decisiones de gasto de los agentes económicos, su efecto depende de las expectativas de inflación y además, de que no existe gran control por parte del Banco.

Como parte de la política monetaria, anualmente el Bundesbank informa y explica a la opinión pública el objetivo de crecimiento monetario (M3), el cual es definido en términos de una banda de fluctuación. Las proyecciones del agregado monetario dependen de la capacidad de producción del país (PNB potencial), la velocidad de circulación y de la evolución deseada de los precios. La utilización del PNB potencial se justifica para evitar que la masa monetaria se ajuste pasivamente a las fluctuaciones del PNB en términos nominales y a los eventos coyunturales. El objetivo anual se revisa a mediados de año, tomando en cuenta la evolución más reciente de estas variables.

El Bundesbank contribuye indirectamente a que la masa monetaria se mantenga dentro del objetivo deseado, utilizando sus instrumentos de control monetario, regulando la evolución del mercado de dinero y consecuentemente, las condiciones del mercado de crédito y valores. De esta manera el Banco orienta la oferta crediticia, coherente con la demanda de dinero y crédito de la economía, y logra que la expansión monetaria esté acorde con el objetivo preestablecido.

En resumen, las características del sistema de regulación a corto plazo del Bundesbank son las siguientes:

- a) A nivel instrumental, el banco decide sobre las medidas apropiadas para crear la situación que estime conveniente en el mercado de dinero.
- b) A nivel de mercado de dinero, el Banco establece, para la liquidez bancaria y los tipos de interés vigentes, los objetivos operacionales a corto plazo adecuados, que permitan la expectativa de alcanzar, a un plazo más largo, el objetivo anual de crecimiento monetario y las proyecciones de referencia de la política monetaria.
- c) A nivel de objetivo intermedio, representado por el objetivo de crecimiento anual del agregado M3, el Banco examina a lo largo del año, la medida en que deben corregirse las posibles desviaciones de la expansión monetaria en relación con la banda establecida, reajustando para ello las condiciones del mercado de dinero y las vigentes en los otros mercados."²⁶

Para lograr sus objetivos de política monetaria el Bundesbank cuenta con un amplio instrumental que le permiten influir, indirectamente, en el mercado de dinero. Dentro de los principales instrumentos destacan los siguientes:

- a) Fijación de los tasas de descuento, el tipo de interés lombardo y de las tasas aplicadas en la cesión temporal de valores.
- b) Variaciones en los porcentajes de encaje mínimo legal.
- c) Limitaciones cuantitativas y cualitativas al acceso al crédito con descuento y a los préstamos con garantía de valores.
- d) Operaciones de mercado abierto.

A diferencia de lo que ocurre en Costa Rica, la intervención del Banco Central en el mercado de dinero es para proveer de la liquidez necesaria para el buen funcionamiento del sistema bancario, en lugar de intervenir para absorber los excesos monetarios. Asimismo, llama la atención que la Ley del Bundesbank pone a su disposición tanto una amplia gama de instrumentos como una gran flexibilidad y discrecionalidad para cumplir con sus funciones. Para tener mejor idea de las diferencias con el Banco Central de Costa Rica, en el Anexo 4 se incluyen algunas características relevantes y además se presenta un resumen de los instrumentos de política que utiliza el Bundesbank.

Es importante indicar que si bien la estabilidad alcanzada está íntimamente ligada a las políticas monetarias seguidas, existen otra serie de factores que han contribuido con dicho objetivo. Dentro de ellos se pueden mencionar los siguientes: independencia política del Bundesbank, establecimiento de un objetivo único -inflación-, tipo de cambio flexible, gran credibilidad del Bundesbank, bajo déficit fiscal, prohibición de indización, y hasta la influencia de la sociedad.

²⁶ Deutsche Bundesbank. Política Monetaria del Bundesbank. Marzo 1994, pág. 130.

3.2 OTRAS EXPERIENCIAS

3.2.1 MÉXICO

Aunque la estrategia monetaria en México no sigue un enfoque moderno (a diferencia de las otras analizadas), constituye un ejemplo útil y concreto de una inadecuada conducción de las políticas monetaria, cambiaria y fiscal, especialmente antes de la crisis de fines de 1994. Esta incongruencia impidió que las autoridades se enfrentaran con éxito al episodio de incertidumbre política y económica de 1994. En consecuencia, la crisis financiera experimentada en ese año provocó importantes cambios en la conducción de la política monetaria, específicamente, se sustituyó al tipo de cambio como ancla nominal y desde entonces, se han empleado los agregados monetarios como variable intermedia. Actualmente, tienen una estrategia híbrida, que combina el uso de dichas variables intermedias con variables informativas sobre la inflación esperada. A continuación se expone brevemente la política monetaria adoptada por el Banco de México antes y después de la crisis financiera.

Durante la primera parte de la década de los ochenta el desarrollo de la economía mexicana estuvo condicionada por la crisis de deuda externa. El Banco de México asumió gran parte de la responsabilidad de suplir la falta de liquidez, lo cual provocó fuertes presiones inflacionarias, tal que en 1987 se alcanzó el mayor nivel de inflación. A finales de ese año, el gobierno puso en marcha un programa de estabilización utilizando políticas de ingreso²⁷ y al tipo de cambio como ancla nominal. Durante el período en que empleó esa estrategia antinflacionista, el Banco Central tuvo una limitada acción, específicamente, su política tuvo poca influencia para afectar la evolución del dinero ante la entrada masiva de capitales que se dio a partir de 1989.

En noviembre de 1991, aún manteniendo el interés en el tipo de cambio como ancla nominal, se adoptó un sistema de flotación dentro de una banda, la cual se ensanchaba diariamente. Las políticas de estabilización adoptadas fueron exitosas por un tiempo: la inflación mostró una reducción significativa y gradual, pasando de un 159.1% a finales de 1987 a una tasa de 7.1% en 1994 y la mayoría de indicadores macroeconómicos presentaron una evolución satisfactoria: crecimiento promedio del producto de 2.8% y superávit fiscal. No obstante, durante el período 1988-1994 persistió un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos (motivado por un exceso de gasto privado) que fue financiado con la entrada masiva de capitales, que a su vez generó la apreciación real del peso mexicano.

En 1994 diferentes acontecimientos políticos y delictivos, como la muerte del candidato a la presidencia de la República, Luis Donald Colosio, el secuestro de un importante banquero, la renuncia del secretario de Gobernación y la actitud hostil del Ejército Zapatista de Liberación Nacional, entre

²⁷ Hubo un acuerdo previo al anuncio del programa de estabilización entre el Gobierno Federal y los sectores privados, donde se comprometieron a no aumentar precios, salarios y tarifas durante un año.

otros, debilitaron la estabilidad política del país, crearon un clima de incertidumbre y, provocaron presiones en el mercado cambiario y pérdida de reservas. Las autoridades económicas se esforzaron por defender la paridad de tipo de cambio pensando que los choques experimentados eran transitorios. No obstante, la situación se volvió insostenible a causa del déficit fiscal (originado en el pago de intereses) y de cuenta corriente en la balanza de pagos que culminó finalmente con la ruptura del sistema de bandas cambiarias el 22 de diciembre de 1994.

Ante la alta tasa de inflación que se registró en 1995 después de la crisis (52%), la política monetaria en México dio un giro importante. Se adoptó un régimen cambiario de libre flotación y el Banco Central, respaldado por la autonomía otorgada en 1994, utilizó los agregados monetarios como variable intermedia, con el fin de reemplazar al tipo de cambio como ancla nominal. De esta forma, se asignó una meta al crecimiento a la base monetaria, por ser el agregado que mantenía una relación estable con el nivel de precios. Este manejo de política fue confirmado por los estudios empíricos de la demanda de dinero para el período 1982-94.

Aún así, existió escepticismo sobre la estabilidad de la demanda de dinero, tal que a partir de 1995 se utilizaron, por primera vez, variables informativas cuyo propósito fue suministrar elementos adicionales para la evaluación del objetivo inflacionario. También, se utilizaron variables sobre expectativas de inflación tales como los diferenciales entre las tasas de interés de largo y corto plazo, y las tasas de Cetes y ajustabonos.²⁸, incluso, se ha puesto en consideración el Índice de Condiciones Monetarias como una variable más de seguimiento. Actualmente, el Instituto Emisor realiza una encuesta sobre las expectativas de inflación tanto de análisis como al público en general (Abaumrad, 1996). Con los nuevos cambios en la política monetaria y el sistema cambiario, se estabilizó la tasa de inflación pero debido a que el período transcurrido es todavía relativamente corto, no se ha logrado tener tasas de inflación semejantes a las anteriores a 1994 ²⁹, tal que para 1997 la meta de inflación es de 15%. Por otro lado, la tasa de interés y el tipo de cambio son determinados por el mercado .

3.2.2 COLOMBIA

La política monetaria utilizada por el Banco de la República no ha sido del todo exitosa para alcanzar una inflación baja y estable, más bien, ha mostrado un crecimiento de precios moderadamente alto y sostenido en el tiempo. Ello se atribuye a la falta de un compromiso serio por parte de las autoridades económicas en alcanzar ese objetivo y, a la inconsistencia entre las políticas monetaria, fiscal y cambiaria. A pesar del poco éxito logrado, esta experiencia resulta interesante, ya que Colombia tuvo por mucho tiempo un régimen de devaluaciones *"gota a gota"*, el cuál fue utilizado como ancla nominal de la economía. A continuación se expone, aunque no detalladamente, la política monetaria que se ha implementado en este país desde la adopción del régimen cambiario de minidevaluaciones.

²⁸ Como se menciona en Aboumrad (1995) este es un instrumento indizado al Índice Nacional de Precios al Consumidor que además devenga una tasa de interés.

²⁹ Ver cuadro 5.

Desde 1967 la Junta Monetaria estableció un sistema mediante el cual anunciaba diariamente el tipo de cambio. El régimen adoptado, aunque logró disminuir la volatilidad de la inflación, no consiguió reducir su tendencia creciente y, al finalizar 1990, ésta alcanzó uno de los niveles más altos en los últimos veinticinco años (32.4%). Cabe destacar que durante ese período no hubo un claro y específico objetivo de estabilidad de precios. La política monetaria jugó un papel pasivo, pues estuvo condicionada al régimen cambiario, hecho que quedó confirmado en el estudio empírico de Kamas (1995), donde se concluye que durante ese régimen, el tipo de cambio funcionó más como uno fijo que flexible.

Ante la evidencia de que la tendencia inflacionaria se explicaba por la excesiva rigidez en la evolución del tipo de cambio nominal, el Banco de la República reconoció la necesidad de establecer un mayor control sobre la cantidad de dinero y una mayor independencia de la política monetaria. En 1991 decidió flexibilizar la política cambiaria mediante la introducción del Certificado de Cambio con Descuento (CC)³⁰. Por medio de los CC, el Banco Central pretendía evitar la monetización de las Reservas Internacionales y así cumplir adecuadamente con la meta de inflación. Sin embargo, en la práctica no hubo un riguroso cumplimiento de las metas intermedias, debido principalmente a los problemas asociados con la entrada masiva de capitales que recibió el país en los primeros años de los noventa.

Por otra parte, en ese mismo año se promulgó una nueva constitución que, en el campo económico estableció la autonomía del Banco Central como cabeza del Banco de la República³¹ y con la Ley 31 de 1992, quedó formalizado el objetivo primordial de “mantener la capacidad adquisitiva de la moneda”, lo que sería un claro compromiso legal para lograr la estabilidad de precios.

Nuevamente en 1994 se modificó la política cambiaria. Esta vez se adoptó un sistema de bandas ($\pm 7\%$), que está vigente en la actualidad. La razón fundamental para este cambio fue restablecer el control monetario sin recurrir a la emisión de deuda en dólares y fijar anclas de tipo monetario y no cambiario (Urrutia 1995, pág. 112). También, se cuestionó a M1 como meta intermedia, debido a que existían fuertes dudas sobre la estabilidad de la demanda de dinero. Esta hipótesis se confirmó en diferentes estudios empíricos; por tanto, a finales de 1994 la política monetaria le dio mayor énfasis a la tasa de interés como variable intermedia, especialmente, a la tasa interbancaria de corto plazo y, los agregados monetarios, M1 y M3, se empezaron a utilizar como variables de seguimiento.

³⁰ Como se menciona en Urrutia (1995) “este es un instrumento financiero denominado en dólares, redimible en el Banco de la República. La decisión adoptada en junio de 1991 fue quitarle su carácter redimible a la vista y posponer la fecha de maduración durante tres meses. De esa manera, los agentes que estaban reintegrando divisas al país recibían un certificado de cambio redimible a tres meses a la llamada Tasa de Redención del Certificado de Cambio vigente en dicho momento. Dado que el instrumento era negociable, tenía un precio que dependía de las tasas de interés vigentes y de la devaluación esperada por los agentes económicos.

³¹ Durante el período 1967-1991, el Banco Central estuvo dividido en dos: La Junta Monetaria y el Banco de la República. El primero se encargó de la orientación de la política monetaria, crediticia y cambiaria y, el segundo de la ejecución.

A pesar de los esfuerzos legales por otorgar autonomía y brindar mayor flexibilidad a la política monetaria, los niveles de inflación siguen siendo elevados, observándose un comportamiento cíclico de la tasa de variación anual del Índice de Precios al Consumidor desde 1992 (tal como se muestra en el cuadro 5). En 1996 la meta de 17% fue superada por la tasa de inflación efectiva de 21,63%. Este comportamiento parece ser resultado de un Banco Central poco comprometido, en la práctica, con su objetivo de estabilidad de precios y, de la falta de voluntad del gobierno para resolver los principales y persistentes desequilibrios macroeconómicos, fiscal y externo³², por ejemplo:

- en 1994 y 1995 el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos fue de 3,3% y de 2,4% en 1996 (como proporción del PIB).
- el déficit fiscal consolidado fue 1,04% del PIB en 1996, 0,44% más de lo que se consideraba coherente con la meta de inflación, con un desequilibrio en las finanzas del gobierno central de -3,3% del PIB. Si se excluyen los ingresos extraordinarios por privatización, el déficit para ese año aumenta a 4,1% del PIB.

Refiriéndose a este tópico Gómez ³³ expresó "Mientras cada vez más países logran colocarse en senderos de tasas de crecimiento elevadas e inflaciones de un solo dígito, en Colombia no somos capaces de lograr un consenso mínimo alrededor de la necesidad de mantener políticas fiscales y monetarias consistentes con los propósitos mencionados y corremos el riesgo de sufrir un rezago económico permanente en términos internacionales".

³² Para mayor detalle véase el Informe de la Junta del Banco de la República, marzo 1997.

³³ Hernando José Gómez es codirector de la Junta Directiva del Banco de la República. Opinión expresada en el XI Foro Económico Corfinsura, Santa Fé de Bogotá, Medellín y Cali. Octubre de 1996.

IV. LECCIONES EN POLÍTICA MONETARIA

Durante los últimos años Costa Rica ha experimentado importantes cambios en las condiciones internas y externas de la economía, entre ellas, el surgimiento de innovaciones financieras, la mayor participación de intermediarios no bancarios y una mayor apertura de la cuenta de capitales. Dichos cambios han sido acompañados por un régimen cambiario “administrado” y por un persistente déficit fiscal, incluidas las pérdidas del Banco Central, que ante la puesta en marcha de varios y fracasados planes de estabilización económica, han limitado la autonomía de la política monetaria y su objetivo último de estabilidad de precios. A la vez, han repercutido negativamente sobre la credibilidad de los agentes económicos en las políticas del Gobierno y del Banco Central, por tanto, es cada vez más difícil ejecutar una estrategia monetaria exitosa y devolver la confianza en los planes económicos de estabilización.

Ante la eminente transformación del entorno económico costarricense y las restricciones anteriormente mencionadas, a finales de 1995 se aprobó la nueva Ley Orgánica del Banco Central³⁴ donde se dieron pasos significativos para otorgar mayor independencia legal al Instituto Emisor. Siguiendo a Rodríguez y otros (1996, pág. xviii): “Estos cambios sustantivos que presenta la nueva ley orgánica del BCCR, con respecto a lo anterior, apuntan en principio hacia un mayor grado de independencia del Banco y, es de esperar en tanto confluyan otros elementos (saneamiento de las finanzas públicas y condiciones externas favorables, entre otros), la inflación de los próximos años decrezca...”.

A pesar de los esfuerzos legales, pareciera necesario incorporar reformas adicionales que proporcionen la total independencia de acciones. Aún así, actualmente existe la preocupación de las autoridades del Banco Central para que en la práctica dicha autonomía se refleje en la conducción de la política monetaria. De esta manera se podría cumplir de modo más eficiente con lo encomendado en dicha ley, en el sentido de que la estabilidad interna y externa de la moneda nacional así como su conversión a otras monedas, constituyan los principales objetivos de este Banco Central. Es por esta razón, que este apartado trata de recoger las principales lecciones que se derivan de la puesta en marcha de las políticas monetarias estudiadas, tanto exitosas como “frustradas”, con el fin de ser tomadas en cuenta a la hora de diseñar e implementar una estrategia monetaria independiente cuyo objetivo último sea el control de la inflación.

Dentro de las experiencias exitosas, España, Canadá, Nueva Zelandia, Estados Unidos³⁵, Chile y Alemania tienen como común denominador la realización de eminentes esfuerzos por poner en práctica la autonomía del banco central, llevar a cabo una política monetaria basada en una meta explícita de inflación y haber logrado la credibilidad de los agentes económicos en sus políticas, enmarcado en un sistema cambiario con bandas de flotación relativamente amplias, o bien, totalmente fluctuante. Con respecto a la instrumentalización de la política monetaria, coinciden en haber sustituido

³⁴ Ley Número 7558, publicado en La Gaceta, alcance Número55, del 27 de noviembre de 1995.

³⁵ Aunque este país en la práctica sigue un objetivo directo de inflación, no lo ha formalizado mediante una ley.

las metas intermedias de agregados monetarios por metas operativas de tasas de interés de muy corto plazo, a excepción de Alemania. Además, para dar seguimiento a sus objetivos de política cuentan con un vasto conjunto de indicadores y variables informativas de las áreas real, monetaria, financiera y cambiaria que contribuyen al estudio de la inflación y de la formación de expectativas.

Específicamente, el caso español resulta muy enriquecedor ya que su política monetaria ha evolucionado desde un esquema tradicional, donde ciertos agregados monetarios eran la variable intermedia, hasta un esquema en que el objetivo primordial del control directo de la inflación se sigue mediante un grupo de variables indicativas. El nuevo esquema, instituido a partir de 1995, se planteó en forma coherente con las funciones otorgadas al Banco de España en la *"Ley de Autonomía del Banco Central"* a finales de 1994. Paralelamente, la economía española ha sufrido profundos cambios, ya que después de ser poco abierta y con un sistema financiero sometido a fuertes regulaciones, se convirtió en una con un grado elevado de apertura a mercados internacionales y un sistema financiero completamente liberalizado (Ayuso y Escrivá 1996, pág. 89). Actualmente, la política monetaria se basa en una meta cuantificable del IPC orientada a alcanzar una inflación del 2% en el mediano plazo. El resultado de esta nueva política es el continuo descenso de la tasa de inflación y la credibilidad de los agentes económicos en las políticas de un banco central independiente.

Nueva Zelanda sigue una política monetaria enfatizando la importancia de valorar y establecer una buena reputación, de forma tal que las políticas diseñadas para reducir la inflación sean creíbles. Por ello, instauró en el año 1989, dentro de una reforma estructural de la economía, un marco legal o institucional, *"Acta del Banco de la Reserva de Nueva Zelanda"*, que garantiza la independencia del Banco Central de las influencias políticas y que ha sido formalizado como un acuerdo entre el Gobierno y el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda. En esa acta se establece como función primordial, el conducir la política monetaria con el único objetivo de alcanzar la estabilidad de precios. Toda esta reforma institucional fue motivada por el pobre desempeño en el control de la inflación en la década de los ochenta. El seguimiento de la inflación se hace mediante una meta anual explícita de inflación cuyo rango de variación se ha propuesto entre 0 y 3% (basada en el IPC).

Canadá, junto con Nueva Zelanda, es pionero en orientar su política monetaria al control directo de la inflación. A mediados de los setenta, el Banco de Canadá utilizaba una política monetaria tradicional basada en el seguimiento de un agregado monetario restringido, que ante el surgimiento de innovaciones financieras fue sustituido por una meta operacional de tasas de interés de corto plazo. El reconocimiento de los problemas para alcanzar la meta de inflación, llevó al Banco de Canadá a buscar una mayor independencia de sus acciones para lograr la credibilidad de los agentes económicos en sus políticas y en febrero de 1991, el Gobierno Federal y el Banco Central hicieron pública su disposición conjunta de alcanzar menores niveles de inflación. Actualmente utiliza un enfoque moderno donde se controla directamente la tasa de inflación, cuya meta se establece dentro de un rango acordado por las autoridades, donde las acciones de política se ejecutan con una antelación de seis a ocho trimestres. El seguimiento se hace mediante una meta operativa del *"Índice de Condiciones Monetarias"*, que es una combinación de la tasa de interés de corto plazo y el tipo de cambio. Adicionalmente le dan énfasis al uso de variables informativas.

En lo que se refiere a la política monetaria implementada en Estados Unidos hay que destacar que este país, al igual que los anteriormente citados, sigue un enfoque moderno basado en el seguimiento de variables informativas y utiliza una meta operativa de tasa de interés de muy corto plazo para alcanzar sus objetivos macroeconómicos. A diferencia de los otros casos, la ley le confiere a la Reserva Federal la responsabilidad de lograr el máximo crecimiento económico con la mínima inflación y tasas de interés moderadas de largo plazo. En los últimos años el SFR ha reconocido que la principal función de la política monetaria es alcanzar una inflación baja y estable, como un medio para perpetuar la credibilidad en su política antinflacionaria. Incluso en el año 1990 se introdujo en el Congreso una propuesta de enmienda a la ley del SFR en la que se proponía este mandato; no obstante, esta ley no fue aprobada. A pesar del rezago legal que manifiesta la legislación en Estados Unidos, su experiencia ha dado importantes contribuciones teóricas y prácticas en la conducción de la política monetaria, a saber:

- a) Los costos de la inflación son altos y variados.
- b) EL objetivo último de la política monetaria es la estabilidad de precios.
- c) La credibilidad desempeña un papel vital en la minimización del costo de reducir la inflación y eventualmente, eliminarla.
- d) Las decisiones de política monetaria en el corto plazo deben guardar consistencia con una estrategia alcanzable y creíble en el largo plazo, a fin de lograr y mantener la credibilidad.

Dentro de los países menos desarrollados, se puede citar el éxito alcanzado por Chile en el ámbito de la política monetaria. En los últimos años, el Banco Central de Chile ha seguido una estrategia de mediano plazo con el fin de conseguir la estabilidad de precios. Para ello ha planteado su política monetaria basada en metas explícitas para la reducción gradual de la tasa de inflación, hasta converger a los niveles de los principales países industrializados, es decir, entre 3% y 4%. El éxito logrado en esta década ha sido posible debido a la credibilidad que ha venido ganando la autoridad monetaria desde que fue puesta en práctica la ley de autonomía del Banco Central, junto con la conducción responsable de la política fiscal. Estos dos aspectos implicaron que las metas planteadas constituyeran el ancla nominal de la economía.

Finalmente, aunque Alemania sigue una política monetaria tradicional, cuenta con la experiencia más rica en lo referente al control de la inflación. A pesar de algunos choques internos y externos, durante las últimas dos décadas ha observado una inflación de aproximadamente la mitad de la experimentada por sus principales socios comerciales (3%). Si bien esta estabilidad está íntimamente ligada a las adecuadas políticas monetarias, existen otros factores que han permitido complementarlas: independencia política del Bundesbank, establecimiento de un objetivo único (inflación), tipo de cambio flexible, gran credibilidad del Banco Central, bajo déficit fiscal, prohibición de indización y hasta la influencia de la sociedad.

Por el contrario, resaltan dos hechos particulares que acontecieron en México y Colombia que demuestran la necesidad de políticas monetaria, cambiaria, financiera y fiscal consistentes. Lo más

importante de rescatar de la experiencia colombiana es que el régimen cambiario de minidevaluaciones, usado por más de veinte años, aunque logró reducir la volatilidad en la inflación, no consiguió eliminar la tendencia inflacionaria que se presentó a principios de los noventa. El Banco de la República reconoció que para recuperar la independencia de su política monetaria y bajar la inflación era necesario adoptar un sistema de bandas cambiarias. A pesar de ello, Colombia no ha tenido éxito en la estrategia de la reducción gradual de la inflación, debido a: i) sus importantes desequilibrios macroeconómicos : déficit fiscal y de balanza de pagos; b) a la falta de credibilidad de los agentes económicos en las políticas del Banco Central y; c) la falta de voluntad de las autoridades por lograr su objetivo de política.

Por otra parte, la política monetaria en México antes de la crisis financiera de finales de 1994, se basó en el tipo de cambio como ancla nominal. Durante algunos años esta política resultó efectiva para lograr la estabilización de precios. Sin embargo, no fue sostenible en el largo plazo cuando aparecieron choques políticos (guerrilla, asesinato y secuestro de políticos importantes) y económicos (pérdida de reservas, déficit alto de cuenta corriente, altas tasas de interés en dólares) que generaron un clima de incertidumbre y una falta de credibilidad en la posibilidad de sostener el tipo de cambio fijo. Como resultado, recientemente la política monetaria dio un giro importante en su conducción e instrumentalización, pasando al seguimiento de un agregado monetario como meta intermedia (base monetaria), complementado por variables informativas. Para dar autonomía a dicha política el Banco Central optó por liberalizar el tipo de cambio y permitir que el mercado fijara las tasas de interés.

Para ilustrar, en esta sección se incluye el cuadro 5 que contiene las tasas de inflación de los países estudiados en los últimos ocho años.

Cuadro 5 : Tasas de Inflación anual (IPC diciembre-diciembre) según país período 1989-1997

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997 ^{2/}
<i>España</i> ^{1/}	6.8	6.7	5.9	5.9	4.5	4.8	4.6	3.6	< 3
<i>Estados Unidos</i> ^{1/}	4.8	5.4	4.2	3.1	3	2.5	2.8	2.9	N.D.
<i>Canadá</i> ^{1/}	5.0	4.7	5.6	1.5	1.9	0.2	2.2	1.5	N.D.
<i>Chile</i>	21.4	27.3	18.7	12.7	12.2	8.9	8.2	6.6	5.5
<i>Nueva Zelandia</i>		7	4.5	0.8	1	1.3	4	2.2	0-3
<i>Alemania</i> ^{1/}	2.8	2.7	3.6	5.1	4.1	3	1.9	1.5	N.D.
<i>México</i>	19.7	29.9	18.8	11.9	8.01	7.05	52	27.7	15
<i>Colombia</i>	25.8 ^{1/}	32.4	26.8	25.1	22.6	22.6	19.5	21.63	19.6

N.D.= No disponible

^{1/} Inflación según IPC promedio del año. Tomado de Estadísticas Financieras Internacionales.

^{2/} Corresponde a la meta de inflación.

Como se ha demostrado en los párrafos anteriores, son muchas y de gran diversidad las experiencias que han acumulado los ocho países analizados en el campo de la política monetaria. De ellas se desprende que para poder implementar una estrategia exitosa se deben conjugar una serie de elementos:

- a) voluntad política para establecer una estrategia monetaria, fiscal y cambiaria coherente, porque el control de la inflación es un compromiso a todo nivel, desde las autoridades económicas, incluidas las fiscales, legislativas y hasta de la sociedad;
- b) independencia legal y práctica del Instituto emisor;
- c) un objetivo explícito de inflación, como función primordial de la política monetaria;
- d) un análisis exhaustivo de los principales determinantes de corto, mediano y largo plazo de la inflación interna así como de los mecanismos de transmisión de la política monetaria;
- e) una política monetaria donde las decisiones de corto plazo se enmarquen en una estrategia de más largo plazo factible y creíble;
- f) credibilidad de parte de los agentes económicos en la política monetaria del banco central y;
- g) un seguimiento global de la meta explícita de inflación mediante un conjunto de variables informativas que orienten a las autoridades en varias áreas asociadas al fenómeno inflacionario.

V. CONSIDERACIONES Y RECOMENDACIONES FINALES

Como se ha mencionado a lo largo de este estudio, de las experiencias citadas se puede extraer un grupo importante de enseñanzas que deben ser consideradas en el momento de diseñar e implementar una nueva estrategia monetaria para Costa Rica.

1. La función de la política monetaria debe ser el control directo de la inflación, por lo cual parece necesario incorporar explícitamente el seguimiento de este fenómeno mediante una meta cuantificable, por ejemplo el IPC. Por otro lado, las decisiones de política deben guardar coherencia con una estrategia aplicable y creíble en el largo plazo, tal como lo han aplicado los bancos centrales de España, Estados Unidos, Canadá y Chile, entre otros.
2. En los últimos años se ha comprobado empíricamente en la mayor parte de los países que existe una relación inestable entre agregados monetarios, ingreso nominal y el gasto agregado, resultado en parte, de las innovaciones y la globalización financiera. Es por ello que muchos bancos centrales han desistido de utilizar dichos agregados como metas intermedias para alcanzar sus objetivos últimos de política y, se han inclinado por metas operativas de tasas de interés, específicamente, las tasas interbancarias.
3. Una política monetaria efectiva requiere de políticas cambiaria y fiscal consistentes. La sola existencia de un desequilibrio fiscal repercutirá directamente sobre la formación de expectativas de los agentes económicos y por tanto, sus previsiones de inflación no convergerán hacia el objetivo anunciado de la política monetaria. Por otra parte, se debe tomar en cuenta que existe un “trade-off” entre la política cambiaria y la política monetaria. Las experiencias de los países mencionados en este documento dan evidencia de que la implementación de un régimen tipo de cambio fijo, de minidevaluaciones o de bandas muy estrechas de variación, implica renunciar total o parcialmente a la exogeneidad de la política monetaria. Específicamente, la evidencia empírica que se desprende del caso colombiano demuestra que un régimen de minidevaluaciones funcionó más como un tipo de cambio fijo que flexible, tal que el Banco de la República reconoció la pérdida de autonomía de su política monetaria durante dicho período y actualmente utiliza un sistema de bandas cambiarias.
4. Por otra parte, las experiencias de México (1987-94) y España (1989-92) muestran que a pesar de las posibles ventajas de una mayor disciplina monetaria y un posible aumento de la credibilidad de los agentes económicos en su política, el usar al tipo de cambio como ancla nominal no es una estrategia sostenible en el largo plazo, sobre todo, cuando la economía no ha resuelto sus desequilibrios macroeconómicos de tipo fiscal y externo. Además, el uso del tipo de cambio como ancla nominal implica aceptar una mayor susceptibilidad a choques externos ya sea de tipo económico como político, que pueden originar burbujas especulativas, que finalmente, hagan colapsar la estrategia mencionada.

5. Por otro lado, se ha demostrado empíricamente que 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 por la autoridad monetaria, ya que la credibilidad induce a que los agentes los incorporen en sus expectativas. Por esta razón muchos de los bancos centrales han orientado sus esfuerzos a fortalecer su imagen tanto legalmente como en la práctica, estableciendo decisiones de política alcanzables y consistentes con su estrategia monetaria de largo plazo.

6. Como se mencionó anteriormente, la mayoría de las estrategias exitosas han cambiado a una meta operativa de tasas de interés para alcanzar su objetivo de estabilidad de precios. Sin embargo, se han preocupado por incorporar en su análisis todo un conjunto de indicadores que proporcionan información relevante de la inflación. Es por esta razón que parece conveniente orientar los esfuerzos a crear un conjunto de indicadores fundamentales en esta área. En el caso costarricense, se han hecho intentos por conocer más a fondo el fenómeno inflacionario. No obstante, estos estudios se encuentran en etapas preliminares, o no se han incorporado de lleno al análisis global. Es por esta razón que a la luz de las experiencias de otros países se recomienda la implementación de un enfoque moderno de política monetaria que contenga este posible grupo de variables informativas³⁶

Cuadro 6: Posibles indicadores para el análisis de la inflación en Costa Rica

Indicadores para el análisis de la inflación	<ul style="list-style-type: none"> • Series de precios de bienes y servicios • IPC • Indicador adelantado de inflación • Indicador de inflación subyacente • Deflatores y precios de producción • Tasas de interés: nominales y reales • Agregados monetarios • Índice de condiciones monetarias
Variables que informan sobre los determinantes de los precios	<ul style="list-style-type: none"> • Costos: salarios, precios de importaciones, tipo de cambio, aranceles, márgenes de comercialización, tasas de interés. • Presión de demanda: output gap, utilización de la capacidad productiva y empleo, gasto agregado y público, ahorro y agregados crediticios
Indicadores de expectativas de inflación	<ul style="list-style-type: none"> • Tipo de cambio • Curva de rendimientos • Encuestas de opinión • Indicadores de inventarios

7. Finalmente, de las experiencias de los países estudiados se deduce que ellos se vieron prácticamente obligados a modernizar su política monetaria y así hacerle frente con éxito al

³⁶ La viabilidad de implementar estos indicadores dependerá de las posibilidades reales de obtener la información y, la disponibilidad de los recursos humanos y financieros.

proceso de apertura, desarrollo de los mercados e innovaciones financieras y otros choques externos e internos que condicionaron sus políticas. Es por ello que ante el proceso de globalización que vive la economía costarricense, el Banco Central se ve en la necesidad de buscar una nueva estrategia monetaria, si pretende asumir exitosamente el reto de la reducción gradual de la inflación hasta su convergencia con las tasas internacionales.

VI. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abaumrad, Guillermo. "Instrumentación de la Política Monetaria con Objetivo de Estabilidad de Precios: El Caso de México". En *Monetaria*. Volumen XIX, Número 1. México, enero de 1996.
- Ayuso, Juan y José Luis Escrivá. "La evolución de la Estrategia de Control Monetario en España". En *La Política Monetaria y la Inflación en España*. Servicio de Estudios del Banco de España. España, mayo de 1997.
- Banco Central de Chile. "*Memoria Anual*". Chile, 1995.
- Banco Central de Chile. "*Boletín Mensual*". Número 829. Chile, marzo de 1997.
- Banco Central de Chile. "*Evolución de la Economía en 1995 y Perspectivas para 1996*". Chile, junio de 1995.
- Banco de México. "*Exposición sobre la Política Monetaria para 1997*". México, enero de 1997.
- Banco de México. "Exposición Sobre la Política Monetaria: 1° de Enero-31 de diciembre de 1995". En *Boletín*. Volumen XLI, Número 3. CEMLA. México, mayo-junio de 1995.
- Banco de la República. "El Agregado M3 y la Política Monetaria". Nota Editorial. En *Revista del Banco de la República*. Volumen LXVIII, Número 816. Colombia, octubre de 1995.
- Banco de la República. "El Sistema de Bancas Cambiarias en Colombia". En *Boletín*. Volumen XLII, Número 1. CEMLA. México, enero-febrero de 1996.
- Broadus, J y Alfred, J. Reflexiones sobre Política Monetaria. En *Boletín*. Volumen XLII, Número 1. CEMLA. México, enero-febrero de 1996.
- Costa, Rossanna. "*Política Monetaria en Chile: 1982-89*". Banco Central de Chile. Trabajo Presentado en la XXVI Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano. Cuba, noviembre de 1989.
- Deutsche Bundesbank. *Política Monetaria del Bundesbank*. Alemania, marzo de 1994.
- Echeverry, Juan Carlos. "Auge y Perpetuación de una Inflación Moderada: Colombia 1970-1991". En *Ensayos sobre Política Económica*. Número 28. Banco de la República. Colombia. Diciembre de 1995.

- Fontaine, Juan Andrés. "La Administración de la Política Monetaria en Chile, 1985-89". En *Cuadernos de Economía*. Año 28, Número 83. Chile, 1991.
- Gómez, Hernando. "La Política de Estabilización: De donde venimos y para donde vamos". En *Revista del Banco de la República*. Volumen LXIX, número 828. Colombia, octubre de 1996.
- González, Celia y Zúñiga, Norberto. *Informe de la Visita al Bundesbank, Alemania*. Banco Central de Costa Rica. (Memorándum). Costa Rica, junio de 1995.
- Hostland, Doug. "Cambios Operados en el Proceso de Inflación de Canadá". En *Monetaria*. Julio-setiembre. 1995.
- Kamás, Linda. "Inflación y Política Monetaria Bajo un Régimen de Minidevaluaciones: el caso colombiano". En *Ensayos sobre Política Económica*. Número 25, Banco de la República, Bogotá, Colombia, Junio de 1994.
- Kalmanovitz, Salomón. "La Tasa de Interés como meta de política Monetaria". En *Revista del Banco de la República*. Volumen LXIX, Número 828. Colombia, octubre de 1996.
- Kelly, G. "Efectos de la Reestructuración en el Régimen laboral de Nueva Zelanda". En *Revista Internacional del Trabajo*. Volumen 114, Número 3. Suiza, 1995.
- Krugman, Paul y Maurice Obstfeld, *Economía Internacional. Teoría y Política*. Traducido de la segunda versión en inglés. Editorial McGraw-Hill. Segunda edición, España, 1994
- Lafrance, Robert y Van Norden, Simon. "¿Fijar o Flotar? Examen del Tipo de Cambio Canadiense". En *Monetaria*. México, abril-junio de 1995.
- L' Hotelleire-Fallois, Pilar. **Diagnóstico de la Situación Inflacionista y Seguimiento de un Objetivo Directo de Inflación: el Caso Español**. Trabajo presentado en la XXXIII Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano, México, D.F., noviembre de 1996.
- Madigan, Brian. "The Design of U.S. Monetary Policy: Targets, Indicators, and Information Variables. En Frameworks For Monetary Stability Policy Issues and Country Experiences. Editores Tomas Baliño-Carlos Cottarelli. IMF Institute and Monetary and Exchange Affairs Department International Monetary Fund. Washington.1994.
- Malo de Molina, José Luis. "La Política Monetaria y la Inflación en España: Introducción". En *La Política Monetaria y la Inflación en España*. Servicio de Estudios del Banco de España. España, mayo de 1997.

- Marino, Roberto. "La Autoridad Monetaria frente a las crisis financieras: La Experiencia reciente del Banco de México". En **Monetaria**. Volumen XIX, Número 1. México, enero-marzo de 1996.
- Massad, Carlos. "Perspectivas Económicas para 1997". En **Boletín Mensual**. Número 829, Banco Central de Chile. Chile, marzo de 1997.
- Meisel, Adolfo. "Autonomía de la Banca Central e Inflación: La Experiencia Colombiana, 1923-1995". En **Revista del Banco de la República**. Volumen LXIXI, Número 820. Colombia, febrero de 1996.
- Rodríguez, Julio y otros. **Independencia del Banco Central de Costa Rica e Inflación en el período: 1950-1993**. Tesis de Grado, Universidad de Costa Rica, Facultad de Ciencias Económicas, Escuela de Economía. 1996.
- Rosende, F y Herrera, Luis Oscar. "Teoría y Política Monetaria: Elementos para el Análisis". En **Cuadernos de Economía**. Año 28, Número 83. Chile, 1991.
- Rosende, Francisco. "La autonomía del Banco Central de Chile: Una Evaluación Preliminar". En **Cuadernos de Economía**. Año 30, Número 91. Chile, 1993.
- Salaverría, Julia. **Reflexiones de la política económica a la luz de la experiencia del Sistema Monetario Europeo**. Trabajo presentado en la XXX Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano. Montevideo, noviembre de 1993.
- Vindas, Katia. **Propuesta para el trabajo "Análisis de la inflación por medio de indicadores" a ser realizado por la Comisión de Precios"** (Borrador). Banco Central de Costa Rica, DIE-131-97.
- Viñals, José. "Política Monetaria e Inflación: de la Teoría a la Práctica". En **La Política Monetaria y la Inflación en España**. Servicio de Estudios del Banco de España. España, mayo de 1997.
- Zahler, Roberto. Principales Desarrollos Económicos en 1995 y Perspectivas Macroeconómicas de Corto Plazo. En **Boletín**. Volumen XLII, Número 1. CEMLA. México, enero-febrero de 1996.
- Zúñiga y Otros. **Aspectos Teóricos para el Diseño de la Política Monetaria**. Banco Central de Costa Rica, DE-DM-DIE-PI-01-97. Costa Rica, 1997.
- Zúñiga F. Norberto. "Bundesbank = Baja Inflación". En **El Financiero**. Costa Rica, 9 al 15 de octubre de 1995.

Además, se consultaron documentos de Internet:

A) Banco de España

- Funciones del Banco de España, Política Monetaria
- Ultimos Discursos del Gobernador del Banco de España:
 1. Conferencia del Gobernador del Banco de España, Luis Angel Rojo, en L' Institut d'etudes bancaires et financières, 23 de noviembre de 1995
 2. Presentación por el Gobernador del Banco de España ante la Comisión de Economía del Congreso, de los objetivos de la política monetaria para 1996. España, 17 de diciembre de 1995.
 3. Presentación por el Gobernador del Banco de España ante la Comisión de Economía del Congreso, de los objetivos de la política monetaria para 1997. España, 17 de diciembre de 1995.

B) Banco de Nueva Zelandia

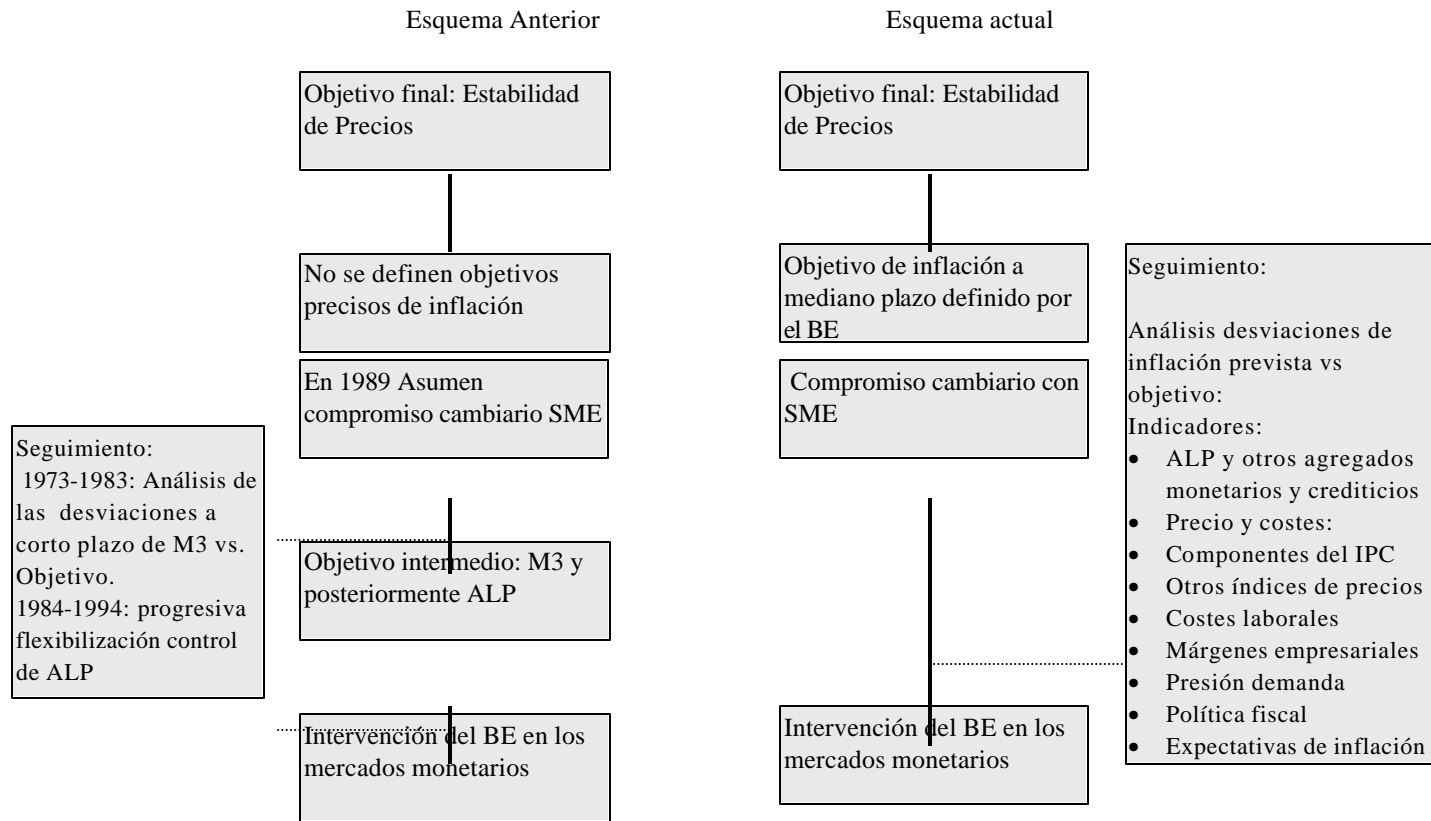
- New Zealand's Remarkable
- A Brief guide to the Reserve Bank of New Zealand Act 1989
- Policy Targets Agreement
- The Bank's Functions
- The Impact of Monetary Policy on People
- Issues Facing Monetary Policy
- Notes for Briefing Journalist at the Release of the December 1996 Monetary Policy Statement, 17 December 1996
- Monetary Policy Implementation and Signaling Discussion Document Reserve Bank of New Zealand, March 1997.

C) Banco de la República, Colombia

- Informe de Política Económica y Perspectivas para 1997, 1997

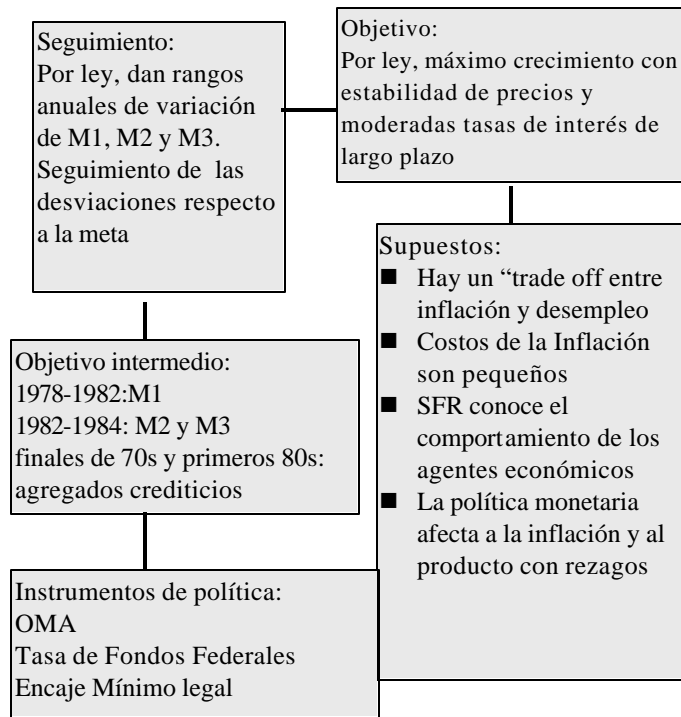
VII. ANEXOS

Anexo1: Política Monetaria en España

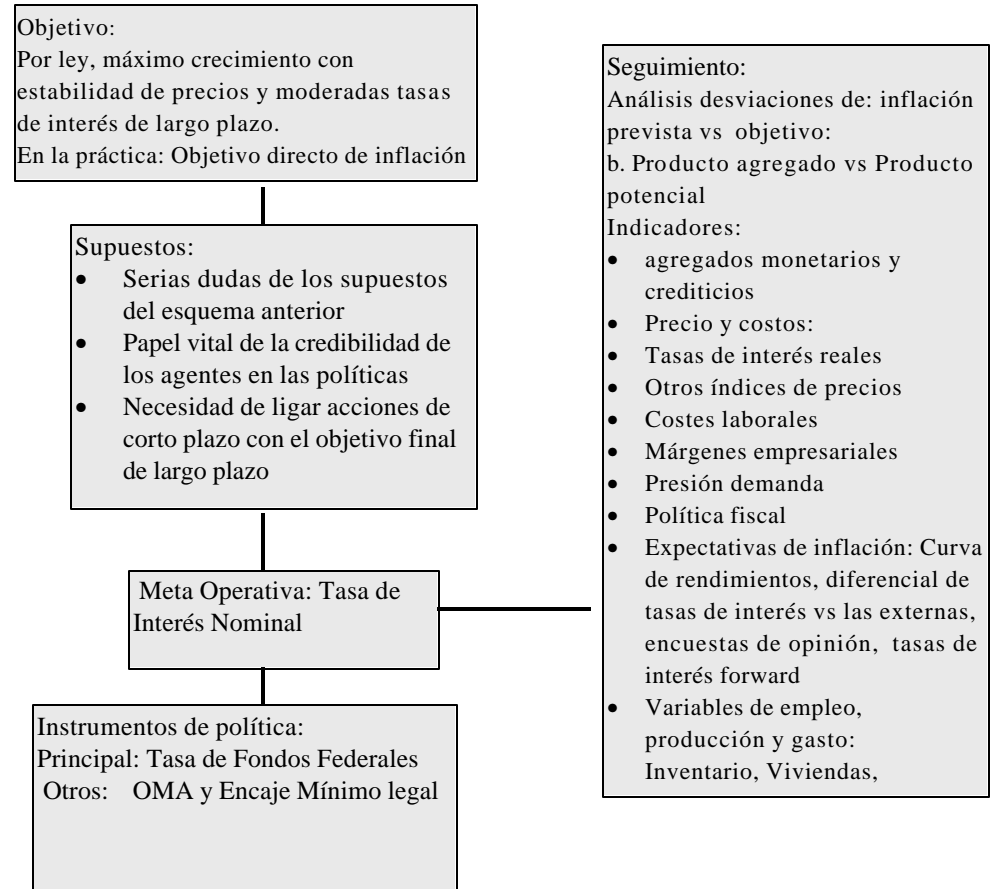


Anexo 2: Política Monetaria en USA

Esquema Anterior: Política Monetaria con sesgo inflacionista



Esquema actual: política monetaria comprometida con el objetivo de inflación



Cuadro 7: Conjunto de Variables que usa el SRF en el estudio de la Inflación y Producto

Variable	Características	Esquema Anterior	Esquema Actual
Agregados Monetarios Estrechos			
M1	<p>- Relación con el gasto nominal vía demanda de M1</p> <p><u>Problemas</u> : relación funcional inestable debido al ↑ exponencial de la demanda externa de dólares y a las innovaciones financieras</p>	Meta intermedia y objetivo formal de política	Variable de información, aún se elaboran metas anuales, pero no se consideran relevantes en las decisiones de política de corto plazo.
Base Monetaria	<p>- Estrecha relación con la hoja de balance del banco central ⇒ mayor control</p> <p><u>Problemas</u>: no se observa una relación estable con el Gasto</p>	No usada	Variable de Información: seguimiento del ingreso nominal
Reservas Prestadas, No prestadas y Totales	<p>- Prestadas: relación entre ellas y la diferencia entre las tasas de interés de mercado. y de descuento.</p> <p><u>Problemas</u>: relación con el gasto nominal indirecta y muy débil</p>	<p>- No prestadas: 1979-1982: Objetivo operativo</p> <p>- Prestadas: objetivo operativo</p>	Prestadas: seguimiento para tomar en cuenta en la política de corto plazo.
Agregados Monetarios Amplios			
M2 y M3	<p>- 1980 : Estrecho ligamen entre M2, tasa de interés de mercado, y el ingreso nominal</p> <p>- En el largo plazo, la tasa de inflación está relacionada con el crecimiento de M2.</p> <p><u>Problemas</u>: en 1990: se rompe la relación entre estable entre gasto-M2</p>	Objetivos Intermedios	<p>- Por ley se establecen metas anuales.</p> <p>- Variable de información muy importante</p>
M2+	<p>- La velocidad de M2+ es más estable que la de M2</p> <p><u>Problemas</u>: no es posible encontrar una función de demanda estable y robusta</p> <p>- Fluctúa si cambia el precio de los bonos o su stock.</p>	Meta potencial	Variable de información
Agregados Crediticios			

<p>Crédito Bancario y Deuda del sector Financiero</p>	<p><u>Problemas:</u> condiciones estructurales cambiantes en el mercado financiero, tal que, empresas se financian con mercado abierto y bancos extranjeros</p> <p>- 1984: se pierde confianza en estos agregados</p> <p>- Débil relación entre crédito, ingreso y gasto</p>	<p>- Finales 70: estableció metas de crecimiento para el crédito</p> <p>- 1984: se cambia crédito por deuda del sector financiero</p>	<p>Variable indicativa y variables de información: da seguimiento estrecho a crédito, términos y condiciones de préstamos y la evolución del crédito en los mercados financieros</p>
---	--	---	--

Conjunto de Variables que usa el SRF en el estudio de la Inflación y Producto (continuación)

Variable	Características	Esquema Anterior	Esquema Actual
Tasas de Interés y Precios de Activos			
Tasas de Interés Nominales	<ul style="list-style-type: none"> - Son controlables - No deben ser usadas como metas intermedias - Se ajustan a la luz de los datos económicos, financieros y monetarios 	<ul style="list-style-type: none"> - No se utilizó - 1951: Convenio entre SRF y el Dpto. del Tesoro, reduce la responsabilidad del SRF de mantener estable la tasa de interés para financiar el déficit público - 1980: se promulga la ley de autonomía entre SRF y el Dpto. Del Tesoro 	Meta operativa: la tasa de fondos federales es especificada c/6 semanas en las reuniones de CFMA y depende de las presiones sobre el nivel de las reservas existentes en el Banco de la Reserva en New York.
Pendiente de la curva de rendimiento	<ul style="list-style-type: none"> - ↑Pendiente: mayor premio por inflación⇒Expectativas de Inflación crecientes (viceversa) <p><u>Problemas:</u> una pendiente dada puede ser consistente con cualquier tasa de inflación estable</p> <ul style="list-style-type: none"> - No es útil por sí sola - Las expectativas de inflación no necesariamente son sensibles a la demanda actual y a las presiones inflacionarias 	No se utilizó	Variable de información: expectativas de Inflación
Tasas de interés forward		No se utilizó	<ul style="list-style-type: none"> - Variable de seguimiento de los mercados financieros y presiones de crédito. - Variable de información de expectativas de inflación
Precio de las mercancías (Índice de un bien o canasta de bienes)	<ul style="list-style-type: none"> - Seguimiento formal de precios - Reflejan cambios de oferta y de demanda real. - Pueden reflejar expectativas de precios mediante el seguimiento de mercancías durables <p><u>Problemas:</u> tienen rezagos</p> <ul style="list-style-type: none"> - Deben seguirse en conjunto con otros indicadores 	N.D.	Variable indicativa de precios y expectativas
Tipo de cambio	Se le da seguimiento debido a que puede tener impacto directo sobre tasa de inflación y demanda. agregada	No se ha usado como meta	Variable indicativa

Tasas de interés reales	Importante debido a los rezagos entre los cambios entre tasas de interés y la subsecuente variación de inflación o de la demanda.	N.D.	Indicador adelantado
Encuestas de opinión	Estudian expectativas de evolución económica e inflación futura	N.D.	Variable de información

Conjunto de Variables que usa el SRF en el estudio de la Inflación y Producto (continuación)

Variable	Características	Esquema Anterior	Esquema Actual
Variables Sector Real			
Desarrollo Económico en Inflación: empleo, producción, ingreso, gasto agregado y "output gap"	Indican si el producto agregado está por encima o debajo del potencial y su contribución a aumentar	N.D.	Variables de Información
Nuevas órdenes, Inventarios, Inicio de Vivienda, Inversiones Gubernamentales futuras	Indican la evolución económica futura (expectativas sobre la actividad económica)	N.D.	Variables de Información

N.D. = No disponible

M1 =: billetes y monedas, depósitos en cuenta corriente y otros depósitos que ganan interés.

M2 = M1 + Ahorros y depósitos a plazo (fondos mutuos y obligaciones administrativas con 1 día de maduración)

M2+ M2 más balances en "stock" y fondos mutuos bonificados

M3 = M2 + categorías adicionales de obligaciones administrativas y fondo mutuos bonificados.

Crédito Bancario : la cantidad total de crédito provista por los bancos comerciales a través de préstamos directos y compras de bonos a residentes, empresas y gobernantes.

Deuda del Sector Financiero Doméstico: Deuda total de las empresas no financieras, residentes y gobernantes y otras entidades no financieras en USA.

ANEXO 3

NUEVA ZELANDIA: ACUERDO DE METAS DE POLITICA (PTA)

En este Anexo se incluye una traducción del último acuerdo firmado el 10 de diciembre de 1996 por el Ministro de Hacienda y el Gobernador del Banco de Reserva de Nueva Zelanda, con el propósito de informar a la opinión pública y facilitar el cumplimiento de la principal meta del Banco Central: la estabilidad de precios.

1. Meta de Estabilidad de Precios

Consistente con la sección 8 del Acta 1989 del Banco de la Reserva de Nueva Zelanda y con las provisiones de este acuerdo, el Banco de Reserva formulará e instrumentará la política monetaria con el objetivo de mantener un nivel general de precios estable, de manera tal que la política monetaria pueda lograr su máxima contribución al crecimiento económico sostenible, al empleo y a las oportunidades de desarrollo de la economía de Nueva Zelanda.

2. Medición de la Estabilidad de Precios

- a) Para conseguir el objetivo estabilidad en el nivel general de precios, el Banco de Reserva monitoreará los precios de los bienes incluidos en varios índices de precios. La meta formal de estabilidad de precios abarcará a todos los grupos contenidos en el índice de precios al consumidor (IPC), el cual es el indicador más conocido por el público.
- b) Para los propósitos de este acuerdo, los incrementos interanuales (últimos doce meses) del IPC dentro de un rango entre 0 y 3 % serán los que se considerarán consistentes con la estabilidad de precios.

3. Desviaciones de las Metas

- a) La existencia de posibles choques de precios de fuentes externas, ciertos cambios de política gubernamental, o una crisis natural están fuera de la influencia directa de la política monetaria. El Banco generalmente reaccionará a tales cambios en precios relativos para prevenir el surgimiento general de presiones inflacionarias.
- b) Bajo este enfoque, la tasa de inflación medida por el IPC únicamente se desviará del rango establecido entre 0 y 3 % en respuesta a choques particulares. Dentro de los principales choques se encuentran los siguientes:
 - cambios significativos en los términos de intercambio que surgen de un aumento o disminución en los precios de importación o exportación;

- incremento o reducción en la tasa de GST, o cambios significativos en las tasas de otros impuestos indirectos;
 - una crisis proveniente de un desastre natural o una gran enfermedad que provoque una caída en la actividad ganadera, que influya significativamente sobre el nivel de precios;
 - un impacto significativo en el nivel de precios como consecuencia de cambios en impuestos del Gobierno o las autoridades locales; y
 - un movimiento en las tasas de interés que causen una significativa divergencia entre el cambio en el IPC y el del IPC excluyendo el componente de costos por intereses.
- c) En el evento de que tales choques se presenten, el Banco de Reserva será completamente responsable por los efectos sobre los precios, y, en particular, por cualquier movimiento que se presente fuera de la banda de 0 a 3 %. En los Pronunciamientos de Política que se hagan de conformidad con la sección 15 del Acta, el Banco detallará su estimación del impacto directo de tales choques sobre los precios y en relación con el logro de la meta de estabilidad de precios. El Banco también detallará las medidas tomadas, o las que adoptará, para asegurar que los efectos de tales choques sobre la tasa de inflación serán transitorios.

4. Renegociación de las Metas

Las metas de política se establecen bajo el entendido que los instrumentos de política monetaria disponibles para el Banco son adecuados para lograr el objetivo. El Gobernador del Banco informará al Ministro de Hacienda en caso de que cualquier cambio en la disponibilidad o efectividad de estos instrumentos de política debilitara la conducción de la política monetaria. Si ese fuera el caso el Ministro y el Gobernador podrán establecer nuevas metas de política.

5. Instrumentación

- a) El Banco instrumentará la política monetaria de una manera sostenible, consistente y transparente.
- b) Cada Pronunciamiento de Política emitido por el Banco bajo la sección 15 del Acta, contendrá una justificación de cómo el Banco formulará e instrumentará la política monetaria para asegurar que la estabilidad de precios se mantendrá en los próximos cinco años.

ANEXO 4: ALEMANIA

A. DIFERENCIAS ENTRE EL BUNDESBANK Y EL BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

Seguidamente se presenta una comparación sobre diferentes aspectos relacionados con el funcionamiento del Bundesbank y el Banco Central de Costa Rica.

BUNDESBANK	BCCR
Funciones	
<ul style="list-style-type: none"> • Sólo regula circulación monetaria 	<ul style="list-style-type: none"> • Regula circulación monetaria y otros objetivos desarrollistas
Junta Directiva	
<ul style="list-style-type: none"> • Se elige por 8 años • No hay miembros del Poder Ejecutivo. • Forman parte del "staff". 	<ul style="list-style-type: none"> • Se elige por 4 años • Ministro de Hacienda • No forman parte del "staff".
Balance	
<ul style="list-style-type: none"> • Es acreedor neto del sistema bancario 	<ul style="list-style-type: none"> • Es deudor neto del sistema bancario
Variable Intermedia	
<ul style="list-style-type: none"> • Agregado Monetario M3 	<ul style="list-style-type: none"> • Agregado Monetario M1
Instrumentos	
<ul style="list-style-type: none"> • No pueden fijar tasas de interés a los bancos • No puede fijar topes de cartera • Encajes actuales máximos del 5% • Encaje promedio mensual • Subasta de títulos una vez por semana. • Transa títulos con intermediarios financieros • No establece sobretasas • Tipo de cambio manejado por Ministerio de Hacienda • No discrimina por sector institucional 	<ul style="list-style-type: none"> • Puede fijar tasas de interés. • Puede establecer topes. • Encajes máximos del 42%. • Encaje promedio quincenal • Subastas diarias de títulos • Transa títulos con público y bancos • Establece sobretasa • Maneja tipo de Cambio • Discrimina por sector institucional
Organización Interna	
<ul style="list-style-type: none"> • Estructura horizontal • Secciones que elaboran sólo estadísticas • No elabora estadísticas fiscales, precios y cuentas nacionales 	<ul style="list-style-type: none"> • Estructura vertical • Estadísticas y Análisis juntos • Elabora estas estadísticas
Títulos Fiscales	
<ul style="list-style-type: none"> • Negocia diariamente títulos del Gobierno 	<ul style="list-style-type: none"> • Gobierno negocia sus títulos
Supervisión	
<ul style="list-style-type: none"> • Existe oficina suscrita Ministerio Hacienda 	<ul style="list-style-type: none"> • Oficina suscrita al Banco Central

B. POLÍTICA E INSTRUMENTOS MONETARIOS DEL BUNDESBANK

Política de refinanciamiento: el Bundesbank puede fijar autónomamente, tanto la tasa de redescuento, es decir, el tipo de interés al cual está dispuesto a redescantar documentos de las entidades bancarias, como la tasa de interés que aplica a los créditos que concede a los bancos contra la entrega en prenda de determinados valores. Cabe resaltar que el Banco Central no tiene legalmente posibilidad de fijar administrativamente las tasas de interés de los bancos.

Por otra parte, el Bundesbank tiene la facultad de establecer administrativamente limitaciones cuantitativas o cualitativas, para los redescuentos y demás créditos que otorga a las entidades bancarias. La política de refinanciamiento a los bancos le permite al Bundesbank influir en el mercado de dinero, ya sea por la señal que da con sus tasas de interés para la determinación de las otras tasas de interés del mercado, o por el efecto que tiene el financiamiento otorgado sobre la disponibilidad de recursos de la economía.

Política de encaje legal: la ley del Bundesbank lo faculta para exigir a las entidades financieras que mantengan cierto porcentaje de sus obligaciones como un depósito en cuenta corriente que no devenga interés (únicamente se puede pagar intereses sobre el excedente mantenido sobre el encaje obligatorio). El encaje sólo se puede mantener como un depósito en el Banco Central, es decir, no se puede cubrir con inversiones en determinados valores. Las tasas de encajes pueden variar de acuerdo con los siguientes criterios: a) la clase y vencimiento de los pasivos; b) el tipo de entidad y c) la procedencia de los recursos (pasivos frente a residentes o no residentes). En la actualidad la principal diferenciación se hace según el tipo de pasivo.

La ley del Bundesbank establece que los porcentajes de encaje legal no podrán exceder del treinta por ciento para los pasivos a la vista, del veinte por ciento para pasivos a plazo y del diez por ciento para depósitos de ahorro; sin embargo, los puede elevar hasta el cien por ciento para pasivos frente a no residentes. Las tasas de encaje actuales para pasivos a plazo y depósitos de ahorro son de un 2% y para depósitos a la vista un 5%. En algunas oportunidades el Bundesbank aplicó encajes marginales o impuso temporalmente coeficientes más altos a los pasivos frente a no residentes, en relación con los de residentes, para frenar la afluencia de fondos extranjeros al sistema bancario alemán.

Política de operaciones de mercado abierto: el Bundesbank opera en el mercado de dinero manipulando la liquidez bancaria mediante operaciones de mercado abierto, cuya importancia relativa aumentó a partir de 1985 y que constituyen un complemento a la política de refinanciamiento. Estas operaciones se basan en la compra y venta de títulos, que pueden ser letras redescontables en el Bundesbank (títulos de movilización o de liquidez), letras del Tesoro de la Federación o de un estado federado, obligaciones y activos anotados en el Registro de Deuda, siempre y cuando los deudores sean el Gobierno o el Bundesbank y cualquier otra obligación que el Banco Central determine; estos documentos deben cotizarse en el mercado oficial o mercado regulado de una Bolsa.

Los títulos que se usan en las operaciones de mercado abierto pueden ser tanto del mercado monetario como del de capitales, sin embargo, si se hacen con documentos a largo plazo solo se permiten para regular el mercado de dinero, así se excluye la posibilidad de que el Bundesbank intervenga en el mercado de valores para financiar al sector público o apoyar sus cotizaciones. Estas operaciones se han realizado de diferentes formas desde 1955. A partir de 1980 el Banco dejó de colocar en forma duradera los títulos, y en ciertas circunstancias solo los cede a corto plazo para absorber excesos temporales de liquidez en el mercado interbancario.

La cesión temporal de letras y valores consiste en operaciones de mercado abierto a término, es decir, sólo facilitan a la banca liquidez primaria por un tiempo limitado. Este tipo de operaciones, que constituyen el principal instrumento del Banco Central, tienen la ventaja de ser reversibles en el corto plazo; además, el Banco puede modificar sus condiciones (vencimiento, tipo de interés e importe total) según la situación de la liquidez y le permite al Bundesbank un mayor liderazgo y flexibilidad en el mercado de dinero. En la actualidad la tasa de interés de la cesión temporal de valores tiene un papel dominante para la formación de los tipos de interés en el mercado a corto plazo, se hacen una vez por semana y se ofrecen a las entidades de crédito por la vía de licitación.

Desde 1979, y en la actualidad con mayor frecuencia, el Banco Central de Alemania también utiliza para influir en el mercado de dinero, las operaciones de compra y venta de divisas al contado a un plazo determinado (swap) y la cesión temporal de éstas. En la práctica los swap de divisas se han utilizado únicamente para incrementar la liquidez, mientras que para absorber liquidez a corto plazo se prefiere la cesión temporal de divisas. Desde el punto de vista monetario, sus efectos en el mercado de dinero son equivalentes a los de las operaciones de cesión temporal de valores.

Se considera que las operaciones de mercado abierto juegan un papel dominante en la política monetaria y que han logrado, con relativa rapidez, las condiciones deseadas en el mercado de dinero y además, mantener dentro de límites estrechos las fluctuaciones erráticas de los tipos de interés, tanto en momentos en que se necesita una línea más restrictiva en el mercado monetario como cuando es posible medidas más suaves.

f:\...\DIE\PI\PI1997\PI0397.DOC