

La Formulación de la Política Monetaria en el Marco de una Banca Central Independiente

Guillermo Le Fort, Gerente de la División Internacional Banco Central de Chile San Salvador, 21 de octubre, 1999

Introducción:

Agradezco la invitación y la oportunidad que me brinda el Banco de la Reserva de El Salvador de participar en esta conferencia y poder entregarles mi visión sobre el desarrollo de la Banca Central Independiente, y en particular lo que ha sido la experiencia chilena a este respecto luego de una década de autonomía del Banco Central.

En la primera parte de mi presentación defenderé como ventajas de la Banca Central independiente que favorece una baja inflación y el crecimiento sostenido. La política monetaria independiente del ciclo político contribuye decisivamente a la estabilidad de precios y de la moneda y esta a la inversión y el crecimiento. En la segunda parte fundamentaré los beneficios que la inflación baja y estable y, en general, la estabilidad macroeconómica, tienen sobre el desarrollo económico y del sector real. En la tercera parte analizaré las opciones de política cambiaria para un país pequeño, dónde compiten la estabilidad y confianza que genera un buen sistema de cambio fijo, con la independencia de política monetaria y flexibilidad frente a los shocks que permite la flotación cambiaria. Los sistemas intermedios se ven afectados particularmente por limitaciones que impone a las políticas macroeconómicas el proceso de integración financiera con el exterior. Si bien ésta integración con los mercados financieros internacionales es deseable, es crucial tener claro que el éxito del proceso depende, en buena medida, de que se preserven los equilibrios macroeconómicos. En la cuarta y última sección presentaré las alternativas para mantener la disciplina monetaria, las que incluyen el uso de anclas nominales basadas en objetivos intermedios de la política monetaria, o directamente en el objetivo final. En este sentido, el planteamiento de metas explícitas de inflación ha demostrado ser un ancla nominal efectiva de reducción de la inflación, puesto que si cuenta con la credibilidad necesaria, se facilita la incorporación directa de estas metas en los contratos y en las expectativas de los agentes.

1.- Independencia de los bancos centrales

Bancos Centrales: Independencia y Objetivos

- La estabilidad de precios ha sido muchas veces descuidada por la búsqueda de objetivos transitorios.
- Otorgar autonomía a los bancos centrales favorece el logro del objetivo permanente de estabilidad de precios.
- Los bancos centrales independientes han logrado reducir el nivel y la variabilidad de la inflación, prácticamente sin crear volatilidad en actividad económica.
- Los bancos centrales pueden tener otros objetivos, como la solvencia externa, o evitar burbujas en el precio de activos.

Históricamente la política monetaria ha sido en distintas latitudes y momentos utilizada para la obtención transitoria de algunos objetivos reales, como expansión del producto y del empleo, o favorecer desarrollo exportador, o simplemente como fuente de financiamiento fiscal a través del señoreaje. El problema es que en la generalidad de esos casos se debió sacrificar el objetivo permanente de la estabilidad de precios por perseguir los objetivos transitorios. En los países dónde los gobiernos dependen más fuertemente del señoreaje como fuente de financiamiento, o tienen un alto nivel de deuda interna nominal y buscan por medio de la inflación reducir el costo real de financiamiento para el gobierno, se prefiere que el banco central sea dependiente del gobierno. Similar es el caso de los países cuyos gobiernos buscan fomentar el crecimiento de la economía usando a los bancos centrales como fuentes de crédito barato para actividades "seleccionadas", ellos también optan por tener bancos centrales dependientes.

Todos ellos deben aceptar inflaciones altas e inestables, cuando no crecientes y fuera de control, que paulatinamente dificultan el logro de esos objetivos.

En los países con sistemas financieros más desarrollados y un mayor grado de intermediación financiera es más probable que se garantice una mayor independencia a los bancos centrales, pues los costos que la inflación provoca en la intermediación financiera son proporcionales al tamaño del mercado. Los gobiernos de los países con salarios más flexibles, y por lo tanto con menor sensibilidad del empleo y producto a shocks nominales están más dispuestos a mantener bancos centrales más independientes. La independencia de los bancos centrales no es la única vía para lograr la estabilidad de precios; esta también puede ser alcanzada mediante la fijación de reglas rígidas para la operación de la autoridad monetaria, tal como la fijación del tipo de cambio o una tasa de crecimiento monetaria máxima. Pero ya sea con la independencia del Banco Central, o con esas reglas rígidas, ni la obtención del señoreaje, ni el financiamiento público o privado a tasas de interés bajas debería ser posible.

. Para evitar que la autoridad monetaria busque el logro de objetivos transitorios, se han implementado sistemas institucionales que fijan objetivos permanentes para la acción de la autoridad monetaria, otorgándole independencia de instrumentos para alcanzarlos, o reglas rígidas de operación presumiblemente ligadas a los objetivos finales y permanentes. Los primeros intentos de reformas se remontan a varias décadas atrás con la fijación de reglas rígidas de operación sobre la base de tipos de cambio fijo, como el sistema de patrón oro, el patrón dólar del sistema originado en Bretton Woods, y el Sistema Monetario Europeo. Las reformas más recientes en cambio buscan garantizar una mayor independencia a los bancos centrales en el manejo de la política monetaria, permitiéndoles preocuparse principalmente de la estabilidad de precios. Hasta la segunda mitad de la década del ochenta sólo el Bundesbank y el Banco Nacional de Suiza gozaban de independencia legal. Ha sido justamente la exitosa experiencia de independencia del Bundesbank, que logró mantener una baja tasa de inflación por décadas, la que ha hecho escuela, extendiéndose a toda Europa a través del Banco Central Europeo, y siendo seguida por varios países a partir de fines de la década pasada, entre los que desatacan Nueva Zelandia y Chile.

Muchos postulan que los bancos centrales tienen preferencias diferentes a los de las autoridades políticas. En consecuencia el grado de independencia del banco central es determinante de la política que se implemente. La primera diferencia que se ha postulado se refiere a la discrepancia entre la tasa de preferencia inter-temporal de las autoridades políticas y las de las autoridades monetarias, siendo estas últimas generalmente más conservadoras y con una visión de más largo plazo de la política económica. Esto mismo marca las preferencias de los bancos centrales a favor de los objetivos más permanentes como la estabilidad de precios mientras que las autoridades políticas tienden a favorecer objetivos transitorios, tales como el empleo, o el mismo señoreaje.

Además, por encima de las preferencias, la institucionalidad de la banca central independiente permite una menor inflación y estabilidad de precios a través del mandato legal, o por el establecimiento de contratos que incentive a las autoridades de los bancos centrales a cumplir con los objetivos finales de la institución. Este es el llamado enfoque agente – principal de Persson y Tabellini (1993); y Walsh (1995), bajo el cual, aún en la ausencia de una actitud más conservadora por parte de los bancos centrales, la estabilidad de precios podría lograrse con el establecimiento de un contrato que imponga costos a los gobernadores de los bancos centrales cuando la inflación se desvíe de su nivel óptimo. Un ejemplo de contrato es el suscrito por el Gobernador del Banco de la Reserva de Nueva Zelandia con el Ministro de Hacienda, en el cuál se compromete al logro de la meta de inflación.

Bajo el enfoque de que los bancos centrales son más conservadores se justifica que estas instituciones tengan independencia tanto en la determinación de los objetivos finales como de instrumentos para así favorecer el logro de los objetivos de más plazo. Sin embargo, en este caso se requiere de un mecanismo de evaluación social que permita calificar los objetivos que estos persigan de manera que no se desvíen de las preferencias de la sociedad. Bajo el enfoque agente - principal se concluye en cambio que los bancos centrales deberían tener independencia de los instrumentos pero no de los objetivos finales. Los bancos centrales deberían tener un objetivo final claramente definido por la sociedad y los poderes necesarios para alcanzarlo, siendo posible evaluar su desempeño en forma casi continua. La forma en que los países fiscalizan la labor de los bancos centrales difiere. En Nueva Zelandia este papel lo cumple el ministro de finanzas. En Estados Unidos y Chile, la evaluación la realiza el Congreso, y en Alemania la realiza el público. Sin embargo, sólo en Nueva Zelandia se fiscaliza el cumplimiento de objetivos específicos y se puede sancionar al gobernador del banco central con la pérdida de su cargo si no cumple con ellos.

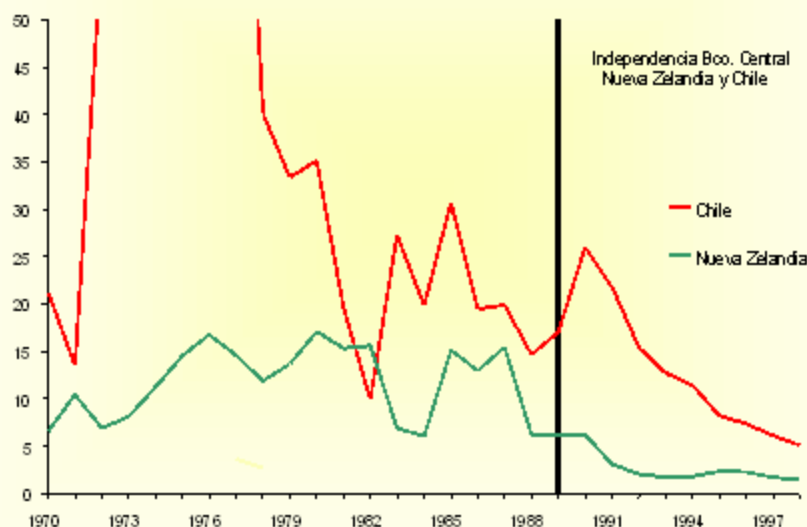
Objetivos y efectividad de la independencia.

Además de los favorables efectos sobre la inflación, otro argumento que comúnmente se plantea en favor de la mayor independencia de los bancos centrales es que este proceso generalmente se logra sin grandes costos en el nivel de actividad y empleo. Esto pues, los bancos centrales tienen un horizonte de planificación de largo plazo, que les permite evaluar y respetar los rezagos entre las acciones de política monetaria y sus resultados. Un banco central independiente tiene incentivos a desarrollar una reputación manteniendo moderada la inflación sin grandes costos en actividad y empleo. Mientras mayor sea la independencia del banco central mayor será el compromiso con la estabilidad de precios, y probablemente mayores serán los incentivos para el gobierno a mantener una política fiscal más disciplinada. El grado de independencia de los bancos centrales es determinado tanto por el marco legal que lo rige como por factores más informales, tales como las características de sus gobernadores y equipos de trabajo, la estabilidad y acuerdos políticos en materia económica, y las alianzas informales con el sector público.

Una menor independencia de los bancos centrales es causa de una mayor variabilidad e incertidumbre inflacionaria y de un mayor nivel promedio de inflación. Sin independencia se reduce la credibilidad del público en las acciones de la política monetaria. Sin embargo, para que finalmente la mayor independencia de los bancos centrales tenga los efectos esperados sobre el nivel y variabilidad de la inflación, deben invertir tiempo y esfuerzo para ganar credibilidad en el público.

Tasa de Inflación

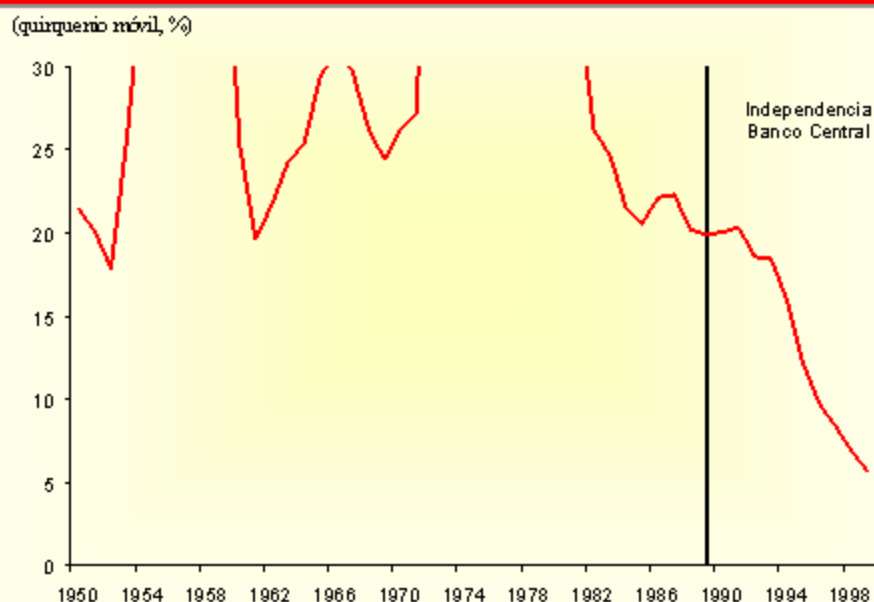
(promedio anual, %)



La dificultad obvia que existe para la evaluación empírica de estas hipótesis es la medición del grado de autonomía que presenta el banco central, especialmente en sus aspectos informales. Los primeros esfuerzos que se hicieron al respecto sólo medían el grado de independencia legal. Sin embargo, las leyes muchas veces no especifican claramente los límites entre el banco central y las autoridades políticas en cada circunstancia. Y, aún en el caso que las leyes sean específicas, las prácticas pueden desviarse de ellas. Dentro de los primeros trabajos que relacionaron el nivel de inflación con la independencia legal de los bancos centrales se encuentran Alesina (1988), que investigó la relación entre estas variables y el nivel de inflación para 16 países industrializados, encontrando una relación inversa entre el nivel de independencia de los bancos centrales y el nivel de inflación; y Grilli, Masciandaro y Tabellini (1991), quienes también encontraron una significativa relación negativa entre la independencia de los bancos centrales y el nivel de inflación para países europeos, Estados Unidos, Canadá, Japón, Australia y Nueva Zelanda.

Uno de los primeros esfuerzos por medir independencia de los bancos centrales más allá del carácter legal, se encuentra en Cukierman (1992), quién tomó como indicadores informales de ésta la duración de los gobernadores de los bancos centrales en su cargo en proporción a la duración legal, y las respuestas a un cuestionario destinado a identificar las posibles divergencias entre las prácticas del banco central y el marco legal que las rige. Con esta medición de independencia, el autor evaluó la hipótesis de que los países con bancos centrales más independientes presentaban tipos de cambios más estables o menores tasas de inflación. Los resultados indicaron que la independencia legal es significativa para explicar la evolución de la inflación sólo en los países desarrollados. Esto refleja que en los países en desarrollo la independencia legal no necesariamente significa independencia en la práctica y que es necesario medir ésta por variables de independencia informal. En segundo lugar, la razón entre la duración efectiva en su cargo de los gobernadores de los bancos centrales en relación con la duración que establece la ley, es relevante para explicar la evolución de la inflación en los países en desarrollo. Esta variable mide mejor el grado de independencia efectiva de estos bancos centrales.

Chile: Tasa de Inflación



De esta manera se puede concluir empíricamente que una mayor independencia de los bancos centrales reduce la tasa promedio de inflación del país y también la variabilidad de ésta, resultado que fue comprobado por Cukierman, Webb y Neyapti (1992). Cabe mencionar, que aún después de estos esfuerzos existen numerosas variables relacionadas con la independencia de los bancos centrales que no han sido medidas, por lo cual aún existe una fracción importante de la variación de la inflación que podría ser explicada a través del grado de independencia de los bancos centrales. Por último, se ha encontrado que el bajo grado de independencia de los bancos centrales y el alto nivel de inflación presentan una doble causalidad, lo cual indica que estas dos variables se refuerzan. Esto implica que cuando la inflación llega a niveles elevados, la garantía de independencia del banco central por sí sola no es suficiente para restablecer la estabilidad de precios; entonces se requiere además de medidas complementarias de parte del sector público.

Así como ha ganado relevancia la idea de dar una mayor independencia a los bancos centrales, también la ha ganado la idea de que estos deberían tener como principal tarea mantener la inflación en una trayectoria o un rango meta definido para uno o varios años. La razón para establecer objetivos de inflación es que esta genera costos que afectan directamente a todos los agentes económicos. Los objetivos de inflación permiten que la respuesta a la política monetaria a shocks de demanda sea correcta, pues ante un shock positivo de demanda el Banco Central debería restringir la política monetaria, estabilizando tanto el producto como la inflación. Es importante considerar que la meta de inflación persigue también evitar la deflación, la que es causa de contracción en el producto y el empleo y es también un signo de inestabilidad macroeconómica. Esto significa que los bancos centrales deben definir la estabilidad de precios como su principal objetivo, y que además deben buscar cumplir esta meta en un ambiente en que el producto evoluciona cerca del nivel de capacidad, y el desempleo es el natural, o el compatible con una tasa de inflación estable. Para evitar que la respuesta de la política monetaria llegara a ser excesiva ante un shock negativo de oferta, que hace subir los costos y precios y además podría hacer caer también el producto, países como Nueva Zelanda definen sus objetivos de inflación corregidos del efecto de shocks de oferta. Así impactos en la inflación dados por variaciones en los términos de intercambio o en los impuestos indirectos se anulan del cálculo para comprobar el cumplimiento de la meta.

Hoy en día parece ser de que el riesgo de que la inflación de los países desarrollados vuelva a niveles de dos dígitos es mínimo. Sin embargo, para estos países han aparecido nuevos riesgos a los cuales los bancos centrales deben hacer frente, en particular las burbujas especulativas de los precios de activos. Poco a poco ha ido aumentando en importancia la idea de que la sola mantención de la estabilidad de precios medido por el índice de precios al consumidor no garantiza necesariamente la estabilidad macroeconómica y financiera, y por ello la estabilidad de precios en forma permanente. El notorio incremento del precio de las acciones y las propiedades en algunos países desarrollados, por ejemplo, podría reflejar la existencia de una burbuja especulativa, la cual puede presionar al alza la demanda interna y terminar ampliando el déficit en cuenta corriente y las fluctuaciones cíclicas.

Para los países en desarrollo la preocupación por el equilibrio externo es muy relevante. En particular por su grado de apertura externa, su estructura exportadora orientada hacia los productos básicos, y su alta dependencia del financiamiento externo. Las cuentas externas reflejan en buena parte las condiciones de solvencia del país. El sistema financiero interno es uno de los sectores más sensible a las crisis externas, lo que justifica que los bancos centrales también velen por su estabilidad y normal funcionamiento. Un ejemplo claro de lo anterior es la estructura de objetivos que tiene el banco central de Chile, cuyo objetivo prioritario es la mantención de la estabilidad de la moneda, pero también tiene los objetivos de velar por el normal funcionamiento del sistema financiero interno, y la mantención de una posición externa sostenible.

- Experiencias de países

Bancos Centrales: Independencia y Objetivos

Independencia Bco. Central		Objetivos
Alemania	Desde 1957	Estabilidad de Precios
Nueva Zelandia	Desde 1989	Estabilidad de Precios con Objetivos específicos de Inflación
Chile	Desde 1989	Estabilidad de Precios y normal funcionamiento de pagos internos y externos

El Bundesbank recibió su independencia global en 1957, siendo su principal objetivo mantener la estabilidad de precios. La política monetaria y crediticia era determinada independiente por el Bundesbank, pudiendo este emplear y desarrollar los instrumentos de política monetaria a su discreción. No tenía la obligación de garantizar crédito al gobierno, ni tampoco de dar explicaciones ante el Parlamento o el Gobierno Federal. En la práctica hacían pública sus decisiones de política, las motivaciones para ella y la evolución de las principales cifras macroeconómicas a través de un informe mensual. Es por ello que se dice que esta institución rendía cuentas al público. Hoy en día, la política monetaria en los países europeos es manejada por el Banco Central Europeo, el cual tiene un marco legal similar al que tenía el Bundesbank.

En Nueva Zelandia el Banco Central comenzó a gozar de un alto grado de independencia a partir de 1989. A partir de ese año esta institución tiene un claro objetivo legal, la estabilidad de precios, y es obligado a alcanzar objetivos específicos, que son determinados conjuntamente entre el ministro de finanzas y el Banco. Para ello cuenta con la completa independencia de los instrumentos monetarios para alcanzarlos. Bajo esta normativa, el gobernador de esta institución arriesga su puesto si falla en alcanzar estos objetivos. El cumplimiento de los objetivos es fiscalizado por el ministro de finanzas. En este caso, se hacen ajustes al objetivo de inflación de acuerdo a las variaciones de los términos de intercambio y de los impuestos indirectos, de manera de evitar ajustes excesivos de la política monetaria ante estos shocks.

En Chile existe un banco central autónomo desde diciembre de 1989. Su objetivo es velar por la estabilidad de precios y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. La estabilidad de precios se ha ido alcanzando paulatinamente a través de una reducción gradual y sostenida de la tasa de inflación. Un aspecto sobresaliente de la ley orgánica constitucional del Banco Central de Chile se refiere a la prohibición de financiar, directa o indirectamente el gasto público. El Ministro de Hacienda está facultado para asistir a las reuniones del consejo del Banco Central con derecho a voz y puede proponer la adopción de ciertos acuerdos. Aunque no tienen derecho a voto, el Ministro puede vetar la aplicación de cualquier acuerdo del Consejo por un plazo no superior a quince días, salvo que el acuerdo sea tomado por la unanimidad de los consejeros en ejercicio. El Banco Central presenta ante el Congreso una vez al año una evaluación de los resultados económicos, explica las medidas de política monetaria adoptadas, las motivaciones, los resultados, y las proyecciones de las principales cifras macroeconómicas para el año entrante. La legislación chilena no establece sanciones en el caso que la institución no logre alcanzar los objetivos que ella misma impone a principios de año.

2.- Inflación y crecimiento económico.

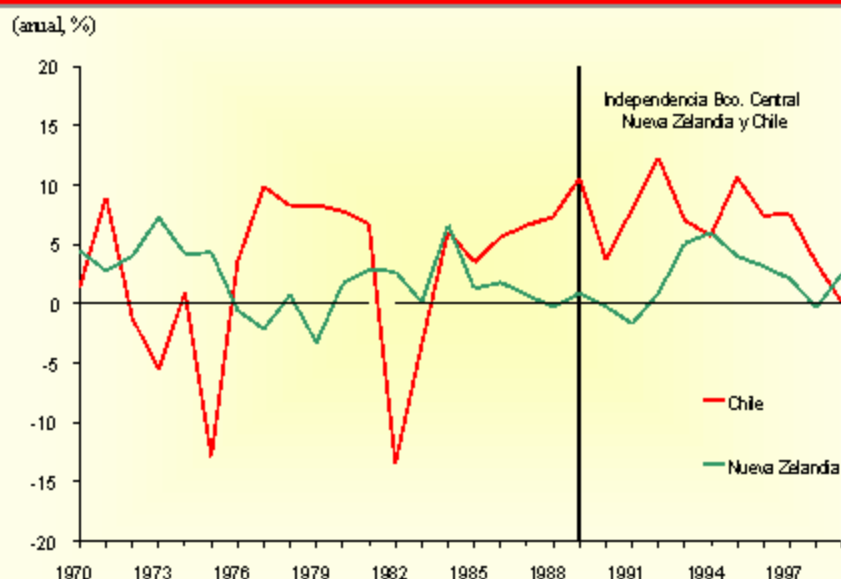
Inflación y crecimiento económico

- La inflación y su variabilidad entorpecen el funcionamiento del sistema de precios, afectando precios relativos claves.
- La inflación perjudica la eficiencia en la asignación de los recursos, el funcionamiento del mercado de capitales y del mercado laboral, y reduce el horizonte de planificación empresarial.
- La inflación es regresiva y genera conflictos sociales.
- La reducción de la inflación asociada a la independencia de los bancos centrales incrementa el crecimiento, la inversión, y prácticamente no afecta la volatilidad del producto.

EL principal problema asociado a la inflación es su volatilidad. Aún las inflaciones moderadas son fluctuantes y presentan cambios inesperados, problema que aumenta exponencialmente a tasas más elevadas. La variabilidad de la inflación entorpece el funcionamiento del sistema de precios, afectando precios relativos importantes tales como salarios reales, tipo de cambio real y tasas de interés. Entre otros costos, la volatilidad de precios relativos perjudica la eficiencia de la asignación de recursos, distrae recursos en usos sin rentabilidad social, como es la especulación para alcanzar ganancias mediante la inflación, introduce fricciones en el funcionamiento de los mercados de crédito y laboral, genera incertidumbre que retarda la inversión y disminuye el horizonte efectivo de planificación empresarial. Por último, la inflación es un impuesto no legislado, con carácter regresivo, es decir, afecta proporcionalmente más el ingreso de los más pobres, por lo que también da origen a inequidades y conflictos sociales.

La reducción de la inflación y de la incertidumbre asociada a ella, permite incrementar la eficiencia en la asignación de recursos y fomentar la inversión. De esta forma la reducción de la inflación asociada a la independencia del Banco Central aumentaría permanentemente la capacidad para crecer. Los resultados empíricos muestran que un mayor grado de independencia de los bancos centrales afecta positivamente al crecimiento cuando el nivel de independencia inicial es más bien bajo. Cuando los bancos centrales ya cuentan con una alta independencia, un aumento de ella no produce efectos significativos sobre el crecimiento. Grilli, Masciandaro y Tabellini (1991) y Alesina y Summers (1993) revisaron la relación entre el crecimiento promedio y la independencia legal de los bancos centrales en un panel de países, no encontrando una relación clara entre las dos variables. En trabajos posteriores se planteó que los resultados expuestos anteriormente presentaban sesgo de omisión, pues no controlaban el crecimiento por otros determinantes, tales como PIB inicial o niveles iniciales de educación primaria y secundaria. Controlando por estas variables y por otros determinantes del crecimiento y por los shocks de términos de intercambio, Cukierman, Kalaitzidakis, Summers y Webb (1993) encontraron una relación positiva entre crecimiento económico e independencia de los bancos centrales sólo para países en desarrollo.

Crecimiento del PIB Real



Otra forma de aproximarse a la relación que existe entre la independencia de los bancos centrales y el crecimiento es evaluando el efecto que la inflación tiene sobre el crecimiento. Los trabajos que han colocado la inflación en las ecuaciones de crecimiento han encontrado una fuerte relación negativa entre crecimiento e inflación, en esta línea destaca el trabajo de Fisher (1991). Sin embargo, este enfoque presenta algunos problemas: Primero, la inflación es una variable endógena, y los shocks negativos de oferta reducirían el crecimiento y acelerarían la inflación, por lo que el parámetro negativo entre crecimiento e inflación podría estar reflejando, esta relación. Corrigiendo el problema anterior, Cukierman, Kalaitzidakis, Summers y Webb (1993) reestimaron las ecuaciones de crecimiento utilizando variables instrumentales para la inflación, la vulnerabilidad política y la rotación de los gobernadores de los bancos centrales, encontrando una relación negativa entre crecimiento e inflación. Un tercer camino alternativo para medir los efectos de la autonomía de los bancos centrales sobre el crecimiento económico fue estimar la relación que existe entre la inversión privada, el crecimiento de la productividad y dicha autonomía. Los mismo autores estimaron ecuaciones de inversión y de productividad para una muestra de países en desarrollo entre 1970 y 1990, controlando por otros determinantes del crecimiento. En este trabajo encontró una significativa relación negativa entre la rotación de los gobernadores de los bancos centrales y la inversión privada como porcentaje del PIB. Sin embargo, sólo encontró una débil relación negativa entre la antes mencionada rotación y el crecimiento de la productividad. Por último, existe también la noción de que un banco central más independiente estaría menos preocupado por el ciclo económico, por lo que podría haber una relación directa entre independencia y variabilidad del producto. En el mismo trabajo, los autores encontraron que la variabilidad del producto está inversamente relacionada al nivel de desarrollo del país, pero es independiente del grado de independencia del banco central. A su vez, Cecchetti y Ehrmann (1999) encontraron que los bancos centrales independientes que había logrado reducir fuertemente la variabilidad de la inflación a través del establecimiento de metas de inflación, sólo habían incrementado la volatilidad del producto ligeramente.

3. - Políticas y Regulaciones Cambiarias

Política cambiaria: Opciones alternativas

- En general los bancos centrales independientes mantienen políticas cambiarias de flotación.
- La fijación del tipo de cambio permite alcanzar estabilidad, perdiendo control de variables monetarias domésticas. Su éxito requiere flexibilidad de salarios, integración económica, movilidad de factores, y política fiscal fuerte y flexible.
- La flotación exitosa requiere de bases institucionales sólidas, y mercados financieros relativamente desarrollados

En general la independencia monetaria se asocia con una política de flotación cambiaria, la fijación del tipo de cambio es una alternativa teóricamente adecuada para alcanzar un cuadro de estabilidad monetaria y de precios. Particularmente tratándose de una economía pequeña que está comercialmente integrada con un país o conglomerado de países de tamaño mayor esta alternativa parece práctica y conveniente, pero justo es decir que entonces el papel de la independencia monetaria es sólo marginal.

La fijación del tipo de cambio reduce drásticamente la capacidad del Banco Central para controlar las variables monetarias domésticas, ya sea agregados o las tasas de interés. Estas quedan prácticamente determinadas por la política que afecta a la moneda con la cual se realiza la fijación. Así la fijación cambiaria es una política de simple aplicación y que genera resultados más o menos rápidos en materia de estabilidad, pero también tiene sus complicaciones, ya que es posible que la política monetaria aplicada en el país con el que se realiza la fijación no sea la adecuada para moderar el ciclo de gasto y actividad doméstico. Muchas experiencias el uso del tipo de cambio fijo como ancla nominal ha demostrado ser un instrumento efectivo para lograr estabilidad, pero que acarrea el riesgo de incurrir en costos en cuanto a empleo y competitividad externa. Esto es particularmente serio cuando los shocks no son simétricos en ambas economías, con los consecuentes desequilibrios en variables claves.

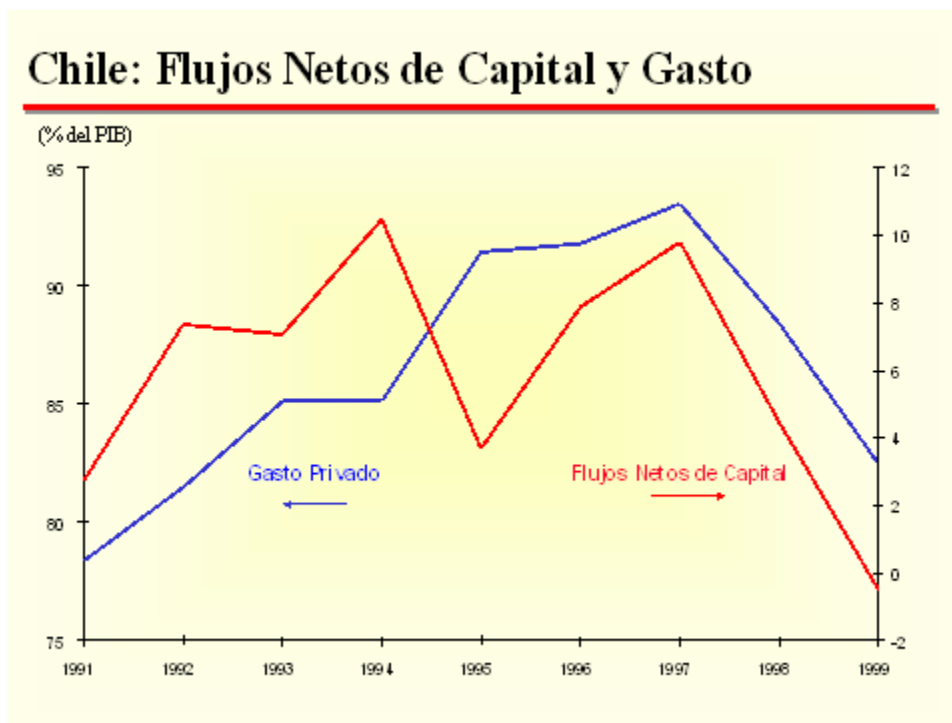
Para neutralizar estos riesgos la adopción de un tipo de cambio fijo requiere flexibilizar los precios y los salarios y profundice su integración con el país de fijación incluyendo en esta la movilidad de factores. Adicionalmente, el país debe desarrollar una política fiscal fuerte y flexible, pues bajo tipo de cambio fijo ésta será la única capaz de influir sobre la demanda agregada de forma de responder a los shocks y sostener el nivel actividad y la fortaleza de las cuentas externas. Cumpliendo estas condiciones una economía pequeña con tipo de cambio fijo puede hacer frente a los shocks reales a los que está expuesta sin sufrir grandes costos en términos de actividad, empleo o competitividad. Es importante notar que la adopción de un sistema de tipo de cambio fijo debe ser vista como permanente. La efectividad del sistema se diluye y sus costos se multiplican si existe la percepción de que el sistema de cambio fijo puede ser abandonado. Por otra parte la experiencia indica que los sistemas de cambio fijo sólo se abandonan pagando los costos de una crisis financiera.

En el otro extremo el sistema de tipo de cambio flexible tiene la gran ventaja de permitir una total independencia de la política monetaria y por eso parece más compatible con un banco central autónomo. Al mismo tiempo este sistema cambiario requiere de bases institucionales muy sólidas que den credibilidad a esta política independiente, y permitan el desarrollo e mercados financieros sofisticados. Sin credibilidad aparece su principal desventaja, la variabilidad a la que está sujeto el tipo de cambio, principalmente en períodos de turbulencia, que genera incertidumbre y elevados costos en términos de asignación de recursos e inversión. Un adecuado desarrollo institucional, la credibilidad en el ancla nominal, y un sistema financiero sólido y en condiciones de ofrecer una variedad de instrumentos de cobertura de riesgo cambiario permite adoptar una política de flotación y enfrentar el problema del riesgo cambiario y su impacto financiero y sobre el sector real.

La elección del régimen cambiario depende en gran medida con las características del país en cuestión. Un país muy integrado con el mundo y que por tanto esta sujeto a perturbaciones externas, podría considerar como deseable la adopción de un tipo de cambio flexible, de modo de poder aislarse en algún grado de las perturbaciones externas. Pudiendo cubrir las deficiencias de este sistema con el desarrollo de instrumentos de cobertura cambiaria. De otro lado, si un país está sujeto a muchas perturbaciones internas, y donde no hay credibilidad en la política monetaria, es probable que la elección de un tipo de cambio fijo sea deseable.

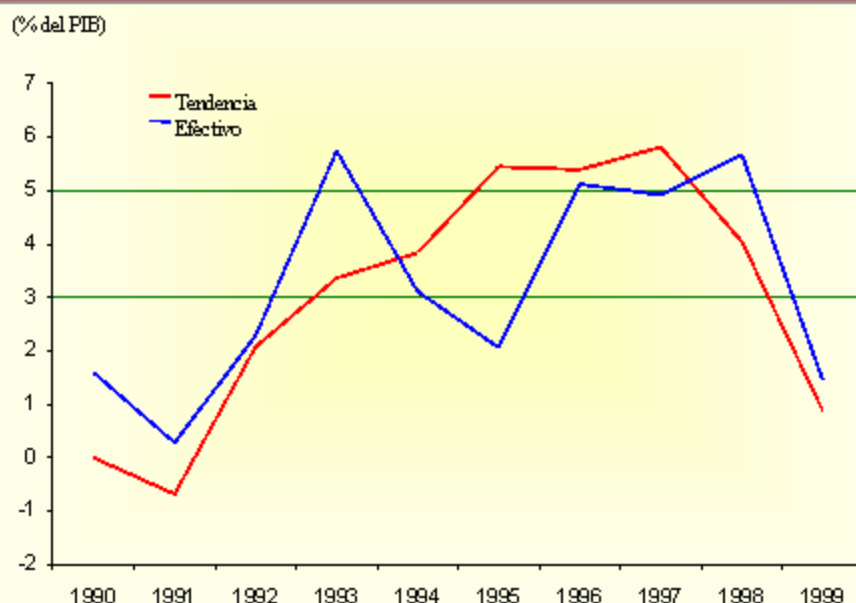
Muchas economías han experimentado con sistemas cambiarios intermedios. Así muchos países han pasado por un proceso gradual usando tipos de cambio reptantes y sistemas de bandas cambiarias. Estos sistemas intermedios permiten por un lado algún grado de control de la política monetaria, y, de otro, entregan condiciones cambiarias más estables para el desarrollo del sector externo y de la inversión, actividades del sector real de la economía que requieren de señales estables de mediano plazo, por lo que muchos los han considerado un buen término medio. Sin embargo, en la medida que la globalización de los mercados de capitales se ha ido profundizando se hace cada vez más complicada la ejecución de las políticas intermedias. Los capitales internacionales generan presiones cada vez mayores y se juegan contra las reglas cambiarias intermedias, logrando muchas veces derrotarlas o al menos forzar la implementación de una costosa defensas.

Globalización Financiera y Política Monetaria



La mayor integración financiera internacional genera una serie de beneficios asociados al desarrollo del sector financiero, la mayor disponibilidad de ahorro externo que permite acelerar la inversión y el crecimiento, y la diversificación del financiamiento y los activos que permite mejorar las condiciones para absorber choques transitorios de los términos de intercambio y diversificar las fuentes de ingreso. Sin embargo, la mayor apertura financiera también presenta una serie de problemas y desafíos, especialmente para una economía pequeña. En primer lugar, durante la transición hacia una cuenta de capitales abierta se puede dar origen a una entrada masiva de capitales que responde tanto a un posible diferencial de tasas como a un ajuste de stocks de activos domésticos en las carteras de los inversionistas extranjeros. Este impacto puede generar aumentos excesivos en el precio de los activos domésticos, en la demanda agregada, en el precio relativo de los no transables y en el déficit en cuenta corriente. Aunque transitoria, esta perturbación puede ser de duración e intensidad tal que altere los equilibrios macroeconómicos y provoque incluso una significativa reducción del ahorro interno. En un escenario de entrada masiva de capitales, la política monetaria pierde grados de libertad para el logro simultáneo de los objetivos de equilibrio interno y externo. En general, un aumento de la tasa de interés real, cuyo objetivo es controlar las presiones inflacionarias, resultaría también en una apreciación del tipo de cambio real y nominal. Tal apreciación si bien contribuiría a la solución del problema inflacionario, lo hará a costa de ampliar el déficit de cuenta corriente. De hecho, las autoridades monetarias en algunas circunstancias pueden verse obligadas a escoger entre el objetivo de equilibrio interno (la meta inflacionaria) y el objetivo de equilibrio externo (la cuenta corriente).

Chile: Déficit en Cuenta Corriente



La integración financiera deja a la economía expuesta a las turbulencias de los mercados de capitales internacionales, incorporando un factor de riesgo y volatilidad al mercado cambiario que podría afectar la preservación de los equilibrios macroeconómicos. Los mercados de capitales internacionales se mueven muy rápidamente desde una fase prestadora optimista, en que los fondos son abundantes y relativamente baratos, a una fase pesimista en que los fondos no están disponibles y se impone un fuerte ajuste. La plena e irrestricta integración financiera internacional permite a las instituciones financieras la posibilidad de ampliar su toma de riesgos. Es de particular importancia el papel que montos masivos de financiamiento externo han jugado en crear las condiciones para crisis bancarias tanto en Latinoamérica como en Asia.

Regulaciones e Integración Financiera

- La integración financiera favorece la inversión y el crecimiento y la diversificación de riesgo, pero genera riesgos para la estabilidad macroeconómica.
- La integración total para ser exitosa requiere de:
 - 1.- Convergencia de tasas de interés reales.
 - 2.- Rango fluctuación cambiaria extremo.
 - 3.- Sistema financiero con adecuada regulación y supervisión.
 - 4.- Política fiscal contracíclica, + ahorro en las expansiones.
 - 5.- Equilibrios macroeconómicos y fortaleza financiera

Los argumentos mencionados no descalifican la apertura de la cuenta de capitales. Por el contrario, si bien es deseable una creciente y decidida inserción del país en los mercados financieros internacionales, es crucial tener claro que el éxito del proceso depende, en buena medida, de que no se generen mayores trastornos para la economía nacional. La apertura financiera debe ser llevada a cabo en forma cuidadosa y gradual debido a los costos asociados al período de transición hacia la apertura de la cuenta

de capitales.

La evidencia más fuerte de que una liberalización total es deseable en el largo plazo se encuentra en el hecho que la mayoría de los países desarrollados tienen cuentas de capitales completamente libres. Con el desarrollo financiero los costos de transición desaparecen, el costo de contagio se reduce significativamente, y se puede lograr independencia monetaria por medio de la flotación cambiaria, ya que los efectos de la volatilidad del tipo de cambio sobre los sectores real y financiero se puede diluir a través de los mercados de coberturas cambiarias profundos. Tal vez, el riesgo que sigue más latente sea la inestabilidad financiera. Por ello, estos países aplican un conjunto de regulaciones prudenciales a las instituciones financieras, que buscan reducir la vulnerabilidad de éstas. Entre las condiciones necesarias para la integración pueden incluirse:

Las tasas de interés locales compatibles con el equilibrio interno no pueden ser mucho más altas que las internacionales, para niveles de riesgo similares, de modo de evitar entradas masivas de capitales o substanciales apreciaciones cambiarias.

Si se desea mantener la autonomía de la política monetaria, se debe ir ampliando el rango de fluctuación del tipo de cambio en la medida que se produce la integración financiera.

El sistema financiero debe contar con una adecuada regulación y supervisión, en especial para que los flujos de capitales sean adecuadamente canalizados a los distintos sectores de la economía, con las correspondientes provisiones individuales, por riesgo país y calces de monedas.

Una política fiscal flexible es deseable, tal que ahorre más en períodos de expansión de los flujos de capitales y desahorre en períodos de contracción. Esto requiere que el sector público mantenga el crecimiento de su gasto en línea con los equilibrios macroeconómicos. Esto implica no sólo mantener un equilibrio o superávit fiscal global, sino hacerlo de forma de evitar ampliar el ciclo económico o incluso compensando impulsos de origen privado.

Mantención de los equilibrios macroeconómicos básicos, inflación y cuenta corriente y fortaleza de los indicadores financieros de solvencia y liquidez, condiciones fundamentales para mantener la confianza del mercado de capitales internacional, y evitar así corridas cambiarias.

Así, el hecho que se cumplan las condiciones previas para la liberalización total de los flujos de capitales significa que la apertura debe ser gradual avanzando en la medida que se van cumpliendo las distintas condiciones.

4. - Disciplina Monetaria: Opciones Alternativas

Disciplina Monetaria: Reglas y Objetivos

- Es inconveniente establecer objetivos de agregados monetarios; la relación entre los agregados monetarios, el nivel de precios y el producto hoy es inestable.
- Los bancos centrales crecientemente están centrando su accionar directamente sobre los objetivos finales.
- Las metas explícitas de inflación han demostrado ser un ancla nominal efectiva
- La herramienta de la política monetaria es la tasa de interés. Sus ventajas son señales claras y flexibilidad para el logro de los objetivos finales.

Establecer un banco central autónomo es una expresión práctica de la idea de implementar reglas que inhiban el uso de política monetaria para objetivos transitorios. Lo más sencillo para la autoridad monetaria sería tener un objetivo sobre una variable que estuviese directamente bajo su control y que estuviese estrechamente correlacionada con un objetivo final de inflación o producto. Por algún tiempo, existió la esperanza de que estableciendo objetivos de agregados monetarios se lograría este propósito. Pero la

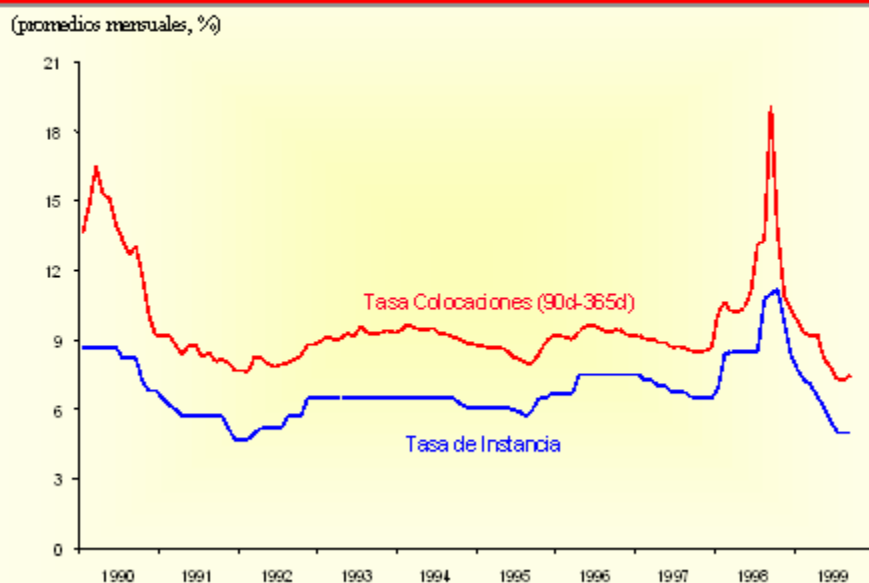
relación entre el crecimiento del dinero, la inflación y el crecimiento del producto se ha tornado crecientemente inestable, de forma que el logro del objetivo final de inflación a un costo razonable no puede garantizarse sólo a través de un objetivo intermedio para los agregados monetarios.

Las experiencias con metas cuantitativas de crecimiento del dinero implementadas en Estados Unidos y Reino Unido a partir de fines de los 70's mostraron una serie de dificultades, las que fueron adjudicadas a un comportamiento inestable de la demanda por dinero, lo que llevo a un gradual abandono de este tipo de estrategias. Los vínculos entre los objetivos intermedios tradicionales, metas cuantitativas del dinero o con el objetivo final de estabilidad de precios no son sólidos. En estas circunstancias, una política monetaria orientada a establecer metas rígidas de crecimiento de los agregados monetarios induciría a grandes fluctuaciones en las tasas de interés, afectando la inversión y el nivel de actividad, además del cumplimiento del objetivo final.

Producto de lo anterior, mucho de los países de desarrollo más avanzado están dejando de lado el uso de objetivos intermedios de política monetaria, centrando su accionar directamente sobre el objetivo final. En este sentido, el planteamiento de metas explícitas de inflación ha demostrado ser un ancla nominal efectiva de reducción de la inflación, puesto que si cuenta con la credibilidad necesaria, se facilita la incorporación directa de estas metas en los contratos y en las expectativas de los agentes. Nueva Zelandia y Chile son claros ejemplos de lo anterior, pues con el cumplimiento de las metas planteadas cada año son prueba del firme compromiso del Banco Central con el objetivo de inflación, lo que le ha permitido entregar credibilidad a las metas y romper en alguna medida la inercia en los salarios y otros precios indexados. Corbo (1999) encontró que en Chile el Banco Central, gracias a su alto grado de independencia, ha jugado un rol fundamental en la reducción de la inflación.

Instrumentos de política monetaria

Chile: Tasas de Interés Real



Dado el continuo abandono por parte de los países de objetivos intermedios de agregados monetarios, la tasa de interés ha pasado a ser la herramienta central de la política monetaria. Su eficiencia se deriva de sus propiedades comunicacionales propias del sistema de precios. Cualquier agente sabe interpretar lo que significa un movimiento en la tasa de interés; por el contrario no es fácil comprender las señales de la política monetaria entregadas por la tasa de expansión del dinero. Sin embargo, existen algunas limitaciones en el manejo de la tasa de interés, principalmente porque la demanda agregada depende de las tasas de interés reales de mediano y largo plazo, las que se determinan en el mercado ya que los bancos centrales sólo manejan la tasa de interés nominal de corto plazo.

En la medida que las expectativas de inflación de los agentes económicos son estables en períodos cortos de tiempo, los movimientos en la tasa de interés nominal de corto plazo se traducen principalmente en movimientos de la tasa de interés real de corto plazo. En la medida que las intenciones de política del banco central son conocidas los movimientos de la tasa de corto plazo afecta la de mediano y largo plazo. Para una transmisión adecuada a las tasas largas es necesario que el mercado de capitales sea profundo para que se expresen en las tasas de interés de plazos mayores, las señales y expectativas respecto de la evolución futura de las tasas de interés de corto plazo.

El objetivo para la tasa de interés diaria se selecciona de forma de guiar las tasas de mercado por una senda consistente con las metas macroeconómicas, y para ello es necesario que el banco central tenga la flexibilidad necesaria para alterar la tasa de interés de corto plazo. Se requerirá de una política monetaria contractiva, que incrementa las tasas de interés real de corto y largo plazo,

cuando es necesario afectar a la baja la trayectoria del gasto y apreciar la moneda, y por esa vía compensar el efecto de shocks positivos sobre la inflación. Lo contrario determinará la necesidad de una instancia expansiva de la política monetaria, caracterizada por tasas especialmente bajas que estimulan el gasto y deprecian la moneda. La política monetaria orientada al logro permanente de su objetivo anti inflacionario debe regular adecuadamente las tasas de interés reales, anticipando desarrollos futuros, para poder seleccionar el nivel de tasa de interés real necesario hoy para cumplir con la meta inflacionaria en 6, 12, 0 18 meses. También parece conveniente contar con instrumentos financieros reajustables de mediano y largo plazo que permitan extraer señales sobre las tasa de interés reales a los distintos plazos. Contando además con instrumentos nominales similares para los mismos plazos es posible además contar con estimaciones de las expectativas de inflación.

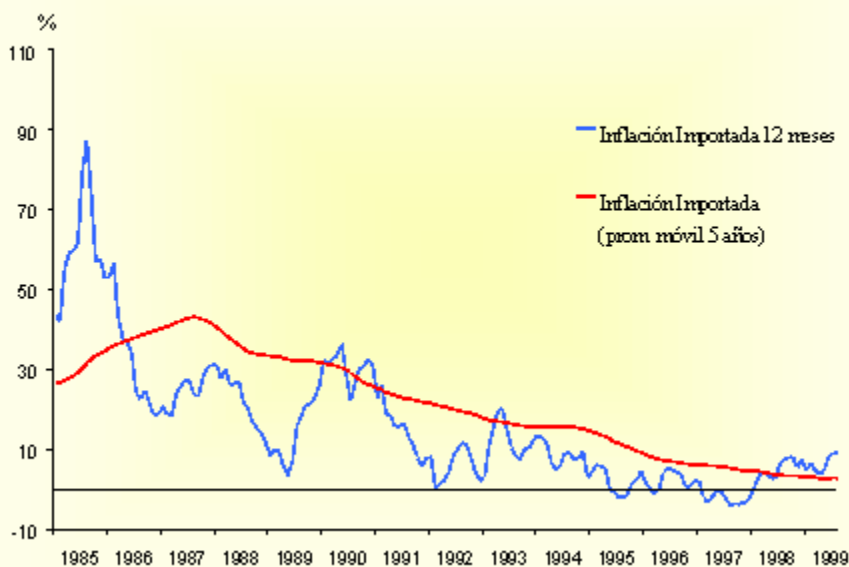
El establecimiento de metas finales hace necesaria la flexibilidad de los instrumentos de política monetaria pues, ante variaciones en variables exógenas, la tasa de interés de política debería modificarse para mantener los equilibrios macroeconómicos que permitan el logro de dicho objetivo final. Lo anterior no significa que la política monetaria deba aplicarse en forma discrecional, lo cual implicaría no sólo tener flexibilidad de instrumentos, sino también de los objetivos finales. Estos objetivos constituyen la regla de política monetaria.

La utilización de la tasa de interés a un día como principal instrumento monetario ha sido probada como una herramienta eficiente en los países con mercados financieros más desarrollados. Este sistema permite adaptarse de mejor forma a la creciente integración financiera internacional, adoptando una forma más flexible de hacer política monetaria. La interrelación entre las tasas de interés internas y externas permite que las respuestas a las acciones de política monetaria se realicen de manera compartida entre el tipo de cambio y las tasas de interés de mercado. Algunos países siguen el índice de condiciones monetarias, que se compone de la evolución de las tasas de interés y el tipo de cambio, como la medida del grado de restricción impuesto por la política monetaria.

Par alcanzar la tasa de interés de corto plazo buscada, los bancos centrales usan la colocación y rescate de instrumentos financieros, líneas de depósitos de liquidez a través de las cuáles captan fondos de los bancos comerciales, y línea de créditos de liquidez que permiten la inyección de fondos al sistema financiero. Por otra parte, la autoridad monetaria puede entregar o retirar liquidez al mercado por medio de la compra o venta de instrumentos financieros con pacto de retro- compra (repo o reverse repo). En este esquema, el Banco Central vela por la mantención del objetivo operacional para la tasa de interés de cortísimo plazo mediante el uso de todos estos instrumentos.

Indicadores

Chile: Inflación Importada en Pesos a Tasa Anual



En este contexto, en que el Banco Central utiliza tasas de interés cortas indexadas para mover la estructura de tasas del sistema financiero, los agregados monetarios se acomodan a las necesidades de liquidez del sistema. Sin embargo, y a pesar de la ya mencionada inestabilidad de la demanda de dinero y de la inflación que impiden el uso de políticas de agregados monetarios, en la medida que la inflación se estabiliza, es posible que los agregados cumplen un papel en el diseño de la política monetaria. En efecto, las señales entregadas por la expansión de los agregados monetarios y crediticios ganan validez en la medida que su relación con las principales variables macroeconómicas se hace más estable, lo que ocurre en parte con la reducción y estabilización de la tasa de inflación.

Si bien bajo este esquema no se establecen objetivos intermedios explícitos, es necesario mantener vigilancia respecto de la evolución de indicadores que anticipan posibles desequilibrios macroeconómicos o impactos sobre la inflación. La evolución del tipo de cambio y la de la inflación externa son indicadores del componente importado de la inflación, los que más tarde, producto de los efectos que provocan sobre los reajustes de los salarios, podrían propagarse al total de precios de la economía. En este sentido el Banco Central debería estar vigilante respecto de la evolución de estas variables, de manera de actuar cuando sea necesario para evitar este brote inflacionario. La brecha entre PIB efectivo y PIB potencial anticipa quiebres en el componente interno de la tendencia inflacionaria, aun cuando el rezago y la magnitud de la relación sean variables. Cabe señalar que es difícil precisar la magnitud exacta de esta brecha, pues las proyecciones del PIB potencial necesariamente están sujetas a errores. Aun así, las estimaciones disponibles del PIB potencial permiten indicar si la economía cuenta o no con espacio suficiente para crecer por encima de la tasa de tendencia o de largo plazo sin introducir presiones inflacionarias adicionales desde los mercados internos. En cualquier caso, sostener un crecimiento del PIB superior a la tasa de ampliación de la capacidad productiva conduce a presiones inflacionarias.

La brecha entre el crecimiento del gasto interno y el crecimiento del PIB es un indicador del desarrollo futuro de las cuentas externas en el mediano plazo. Un crecimiento más rápido del gasto es indicador de un deterioro del déficit en cuenta corriente. Hasta un cierto límite esto es aceptable, dependiendo del punto de partida inicial y el déficit considerado como objetivo, y de la evolución esperada de los términos de intercambio. Una brecha gasto producto muy amplia y sostenida podría hacer que el déficit en cuenta corriente evaluado bajo términos de intercambio normales excediera el objetivo planteado para el mediano plazo y por lo tanto sería necesario realizar un ajuste, o éste sería forzado por acción de los acreedores externos.

Conclusiones

La Formulación de la Política Monetaria en el Marco de una Banca Central Independiente

- **Independencia de los bancos centrales favorece estabilidad.**
- **Inflación perjudica el crecimiento económico.**
- **Políticas y regulaciones cambiarias, alternativas y condiciones.**
- **Disciplina monetaria: Reglas sobre la base de objetivos finales.**

En el último tiempo son cada vez más los países que han ido dando autonomía a sus bancos centrales. Esto les permite dar primera prioridad al objetivo de estabilidad de precios, reduciendo considerablemente el número de situaciones en las cuales este objetivo sería sacrificado en pos de la consecución de otros de corto plazo. Lo anterior se deriva de que en general los bancos centrales tienen una actitud más conservadora respecto a la estabilidad de precios, y aún en el caso que no la tuviera, es posible establecer contratos específicos a los gobernadores de los bancos centrales que los incentiven al cumplimiento de los objetivos finales de la institución.

En la práctica, se ha comprobado que los bancos centrales más independientes han sido exitosos en reducir el nivel y la variabilidad de la inflación, ajuste que se ha llevado a cabo sin grandes costos en actividad económica. De hecho, la evidencia empírica también ha mostrado que el nivel de crecimiento de mediano y largo plazo es mayor en los países con bancos centrales más independientes, debido al mejor funcionamiento que presenta el mercado financiero, y a través de este la inversión, en un ambiente de estabilidad de precios. Incluso, se ha demostrado que las políticas de estabilización de la inflación que han seguido los bancos centrales más independientes no han incrementado la variabilidad del producto, y en el peor de los casos, sólo la han hecho ligeramente.

En general los bancos centrales independientes mantienen políticas cambiarias de flotación que les permite maximizar la efectividad de su propio instrumental monetario. Aún así, la fijación del tipo de cambio es una alternativa posible para alcanzar un cuadro de estabilidad monetaria, pero que reduce drásticamente la capacidad del Banco Central para controlar las variables monetarias domésticas. El uso del tipo de cambio como ancla nominal ha demostrado ser un instrumento efectivo, pero que acarrea riesgos

que, para neutralizarlos se debe flexibilizar precios y los salarios e incrementar la movilidad de factores. Además se debe desarrollar una política fiscal fuerte y flexible, pues bajo tipo de cambio fijo ésta será la única capaz de influir sobre la demanda agregada. En el otro extremo el sistema de tipo de cambio flexible tiene la gran ventaja de permitir una total independencia de la política monetaria, pero al mismo tiempo este sistema cambiario requiere de bases institucionales muy sólidas que den credibilidad a esta política independiente, y de un adecuado desarrollo financiero.

Muchas economías han experimentado con sistemas cambiarios intermedios. Sin embargo, en la medida que la globalización de los mercados de capitales se ha ido profundizando se hace cada vez más complicada la ejecución de estas políticas. Si bien es deseable una creciente y decidida inserción del país en los mercados financieros internacionales, es crucial tener claro que el éxito del proceso depende, en buena medida, de que se cumplan ciertas condiciones para la apertura. Entre estas se incluye la convergencia de las tasas de interés reales; que el sistema financiero cuente con una adecuada regulación y supervisión; que la política fiscal sea flexible, tal que ahorre más en períodos de expansión; y que se preserven los equilibrios macroeconómicos básicos y la fortaleza financiera de la economía.

La experiencia de muchos países ha mostrado la inconveniencia de establecer objetivos intermedios de agregados monetarios pues la inestabilidad de la demanda de dinero, imposibilitan el logro del objetivo final de estabilidad de precios a través de la sola fijación de alguna regla para estas variables. Producto de lo anterior, mucho de los países de desarrollo más avanzado, en la práctica y de manera creciente, están dejando de lado el uso de objetivos intermedios de política monetaria, centrando su accionar directamente sobre el objetivo final. En este sentido, el planteamiento de metas explícitas de inflación ha demostrado ser un ancla nominal efectiva de reducción de la inflación, puesto que si cuenta con la credibilidad necesaria, se facilita la incorporación directa de estas metas en los contratos y en las expectativas de los agentes. En este contexto la herramienta principal de la política monetaria es la tasa de interés, que tiene importantes propiedades comunicacionales propias del sistema de precios. Esta herramienta da el grado de flexibilidad a la política monetaria necesario para garantizar el cumplimiento de los objetivos finales preestablecidos.