



# Capítulo 11

## El trilema y los dilemas de la política monetaria

### OBJETIVOS

- Estudiar los conceptos de “trilema” de la política monetaria, ancla nominal, independencia de la política monetaria, y la relación entre estos.
- Identificar la importancia de dichos conceptos para economías pequeñas y abiertas, como es el caso de los países con mercados financieros emergentes.
- Estudiar el diseño de los distintos regímenes monetarios y en cada uno de ellos, identificar la meta operativa, la meta intermedia y la meta final de la política monetaria.
- Dar un vistazo a los regímenes monetarios y cambiarios en varios países en desarrollo.
- Estudiar los factores externos que inciden sobre la actividad económica en las economías pequeñas y abiertas de los países en desarrollo y por ende en su política monetaria.
- Estudiar la relación entre los factores externos de la política monetaria, el ciclo financiero y el ciclo económico.
- Identificar los flujos internacionales de capital como un elemento que impone disciplina a la forma, como un régimen monetario es consecuente con el trilema de la política monetaria.
- Identificar la importancia de la transparencia en el régimen de política monetaria y de la independencia de los bancos centrales.
- Estudiar el efecto de los factores externos sobre el ciclo financiero.

## 11.1 TRILEMA, DILEMAS Y LA DISCIPLINA DE LOS FLUJOS DE CAPITAL

### 11.1.1. El trilema de la política monetaria

El **trilema de la política monetaria**<sup>1</sup> consiste en que la política monetaria puede perseguir tres objetivos, cada uno deseable en sí mismo, pero en donde sólo dos de ellos son alcanzables simultáneamente. El trilema se resuelve cuando se determinan los dos objetivos alcanzables. Los objetivos del trilema son: la estabilidad de la tasa de cambio, la autonomía monetaria y la movilidad internacional del capital.

El objetivo de la estabilidad de la tasa de cambio es considerado “deseable”, debido a que en ocasiones puede permitir alcanzar metas de corto plazo con respecto al comercio internacional y, por lo general es un objetivo buscado activamente por ciertos grupos de interés, como por ejemplo los exportadores. Por su parte, el objetivo de la autonomía monetaria es deseable para lograr metas denominadas internas, las cuales se derivan del efecto de las tasas de interés sobre el ciclo económico, y en consecuencia el potencial de la política monetaria para atenuar el ciclo de los negocios, y el efecto del ciclo económico sobre la inflación. El tercer objetivo, el de la movilidad de capitales, se busca para fomentar la eficiencia en la asignación del ahorro por parte de los inversionistas y la consecución de recursos financieros por parte de las empresas. Cada uno de estos objetivos es deseable en sí mismo, pero sólo dos pueden ser alcanzados de manera simultánea. El trilema se ilustra en el *Diagrama 11.1*.

Para entender el trilema conviene fijar uno de los tres elementos del mismo: la movilidad de capitales. La movilidad perfecta de capitales tiene como implicación la igualdad en el rendimiento esperado de las inversiones en los países local y extranjero, es decir, implica la paridad de intereses abierta ecuación (6.1).

Entonces, bajo movilidad de capitales perfecta, la paridad abierta de intereses tiene una importante implicación: si hay objetivos sobre la tasa de interés, la tasa de cambio deberá flotar; por el contrario, si hay objetivos de tasa de cambio, la tasa de interés deberá ser endógena a la tasa de interés del país de referencia. Así, si uno de los otros dos objetivos del trilema quiere lograrse, bajo movilidad internacional del capital perfecta, el trilema se convierte en un dilema entre dos objetivos que no pueden lograrse simultáneamente, sino que solamente uno de ellos puede alcanzarse: la tasa de interés (la autonomía monetaria) o la tasa de cambio (la estabilidad de la tasa de cambio).

---

Entre los objetivos de autonomía monetaria, estabilidad de la tasa de cambio y movilidad internacional del capital sólo se pueden lograr de manera simultánea dos de ellos: esto es lo que se denomina “trilema de la política monetaria”.

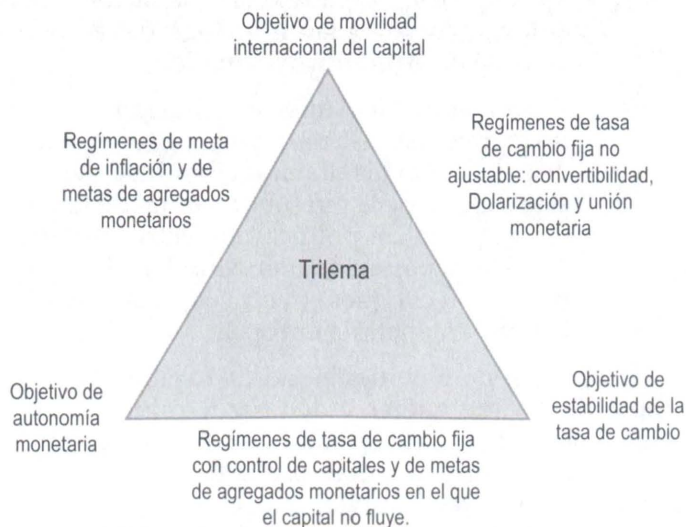
Si hay movilidad internacional del capital, es necesario renunciar a la estabilidad de la tasa de cambio o renunciar a la autonomía monetaria, lo cual es un dilema.

---

1 El trilema fue expuesto por primera vez por Robert Mundell. Véase Mundell (1963). Para un tratamiento reciente del tema, ver Aizenman, Chinn e Ito (2008).

**Diagrama 11.1 El trilema de la política monetaria**

En las aristas del triángulo se presentan tres objetivos de la política monetaria y en los lados se presentan tres tipos de regímenes de política monetaria. El trilema consiste en que la política monetaria solo puede conseguir dos de los tres objetivos. La solución al trilema es escoger el régimen de política monetaria y en el diagrama consiste en seleccionar uno de los lados del triángulo. Por ejemplo, si el régimen es de tasa de cambio fija no ajustable no se podrá obtener el objetivo de la autonomía monetaria (en la arista opuesta al lado correspondiente al régimen) y se podrán conseguir los objetivos de estabilidad de la tasa de cambio y movilidad del capital (en las aristas entre el lado correspondiente al régimen y los lados adyacentes).



Ahora bien, si suponemos que no hay movilidad de capitales, se pueden lograr objetivos simultáneos de tasa de interés y de tasa de cambio. Si no hay libre movilidad de capitales, la paridad abierta de las tasas de interés no rige y en consecuencia una no determina la otra. Pero con movilidad de capitales los inversionistas nacionales y extranjeros se encargarán de imponer la **visión bipolar** (ver Fisher, 2003), es decir, la elección entre una tasa de cambio flotante o fija, lo que corresponde a elegir entre la tasa de interés o la tasa de cambio nominal como instrumento de la política monetaria.

El trilema de la política monetaria plantea, pues, un conjunto de posibilidades e impone un conjunto de restricciones al diseño de los regímenes de política monetaria. De una parte, si hay movilidad internacional de capital, la política monetaria tendrá que tomar una de dos soluciones de esquina: la primera consiste en adoptar como ancla nominal<sup>2</sup> la meta de inflación o la cantidad de dinero, utilizar como instrumento la tasa de interés y dirigir la política monetaria hacia objetivos internos. La segunda consiste en utilizar la tasa de cambio nominal como ancla, subordinar las tasas de interés a un

2 Ancla nominal es la variable que permite fijar el crecimiento de todas las variables nominales en la economía. El concepto se estudió en la Sección 4.1.

---

El dilema da origen a la visión bipolar: en un polo la tasa de cambio flota, y aquí se sitúan los regímenes de meta de inflación; en el otro polo la tasa de cambio es fija, y aquí están los regímenes de tasa de cambio fija no ajustable.

Si la movilidad de capital no se permite, no hay dilema.

Si la movilidad del capital se permite pero el capital no fluye, no hay trilema.

---

mecanismo automático que sigue la postura de la política monetaria de otro país, y permitir que sea la estabilidad de la tasa de cambio la que dicte la dinámica de las variables nominales de la economía.

En América Latina, la primera alternativa es la que adoptaron los países que tuvieron una historia de mejor manejo monetario, y en donde las autoridades monetarias ganaron o recobraron la credibilidad: entre ellos se destacan Brasil, Chile y México. La segunda alternativa es la que eligieron los países con una historia de hiperinflación, y donde las autoridades monetarias no lograron recobrar la credibilidad: ejemplos de ello son Argentina y Ecuador<sup>3</sup>.

La historia de América Latina muestra que la necesidad de recurrir a un régimen de tasa de cambio fija, en ocasiones, responde a la necesidad de compensar la falta de credibilidad de las autoridades monetarias. En este caso, la decisión fundamental de la política monetaria (la elección del régimen de política monetaria) se aleja de la teoría de las áreas monetarias óptimas (ver Mundell, 1961), que es más apropiada para países con choques simétricos, como por ejemplo los que conformaron la unión monetaria europea<sup>4</sup>.

Por otra parte, si no hay movilidad de capitales, se hace posible lograr objetivos simultáneos de tasa de interés y de tasa de cambio; vale decir, se pueden lograr la autonomía monetaria y la estabilidad de la tasa de cambio. Este caso es el de algunos países de África, en donde, a pesar de que las autoridades permiten la libre movilidad del capital, éste no fluye. También es el caso de países en donde el capital fluiría en mayor medida si fuera permitido, pero existen controles. Los casos más notorios en la actualidad son China e India, los dos países emergentes más grandes en población, aunque India anunció que eventualmente desmontaría el control a la movilidad internacional del capital.

### 11.1.2 Las anclas y el instrumento de la política monetaria

En cada régimen, los instrumentos y objetivos de la política monetaria se pueden clasificar en tres categorías: la meta operativa, la meta intermedia y la meta final.

La **meta final** es el objetivo último de la política monetaria, el cual generalmente es definido de forma amplia como la estabilidad de precios, y entendido como una tasa de inflación baja y positiva. Otro objetivo, que con frecuencia es incluido en los mandatos constitucionales o legales que deben seguir los bancos centrales, es el de la estabilidad del producto<sup>5</sup>.

---

3 El sistema de tasa de cambio fija puede ser una opción viable para países con choques simétricos a los del país de referencia. Sobre este tema se puede consultar la teoría de las áreas monetarias óptimas en Mundell (1961) y ver Capítulo 13.

4 También se diferencia de un caso como el de Hong Kong, en donde la caja de convertibilidad se explica por una razón histórica: fue el régimen implementado por Inglaterra en sus colonias.

5 Como se puede apreciar en los resultados del modelo de economía cerrada del Capítulo 12, el objetivo de estabilidad del producto no es incompatible con el de estabilidad de la inflación si los choques principales a la economía son de demanda.

La **meta operativa** de la política monetaria es el instrumento que más directamente está bajo el control de la autoridad monetaria.

La **meta intermedia** es una variable que tiene una relación estable, o al menos predecible, con el objetivo final. La meta intermedia, además, debe ser controlable por la autoridad monetaria mediante el manejo de la meta operativa.

En el régimen de metas de agregados monetarios la meta operativa generalmente es la tasa de interés, y la meta intermedia un agregado monetario. El agregado monetario que se escoge dentro de esta estrategia debe ser controlable por medio de las tasas de interés y debe tener una relación estable con la inflación. La mecánica del sistema de metas de agregados monetarios consiste en que si el agregado monetario se sitúa por encima de un nivel objetivo, las tasas de interés aumentan, y si se ubica por debajo de dicho objetivo, las tasas de interés disminuyen<sup>6</sup>.

En el régimen de tasa de cambio fija no ajustable se puede escoger la meta operativa entre la tasa de cambio misma y la tasa de interés. Si la meta operativa es la tasa de cambio, el banco central se compromete a comprar y vender la cantidad de divisas que sean necesarias para mantener el nivel de la tasa de cambio preestablecido. Si la meta operativa es la tasa de interés, el banco central mueve la tasa de interés para hacer que la tasa de cambio, determinada en el mercado, permanezca rígida. En este último caso la tasa de cambio es la meta intermedia.

En el régimen de meta de inflación, la meta operativa es la tasa de interés y la meta intermedia es el pronóstico de inflación. La inflación se dirige a la meta por medio de un mecanismo operativo orientado hacia el futuro y con base en los mecanismos de transmisión de la política monetaria<sup>7</sup>. Si el pronóstico está por encima de la meta, la tasa de interés aumenta, y viceversa.

### 11.1.3 Las anclas y el trilema

Cada régimen de política monetaria (y su ancla nominal correspondiente) plantea dilemas entre los otros dos objetivos del trilema.

En el régimen de meta de agregados monetarios, el ancla nominal es la cantidad de dinero. El trilema de la política monetaria y el ancla de agregados monetarios implican un dilema entre la movilidad del capital y la estabilidad de la tasa de cambio. Si hay control de capitales habrá estabilidad de la tasa de cambio. Si el capital fluye libremente, la tasa de cambio deberá flotar.

---

El ancla nominal es la variable que fija el crecimiento de las variables nominales de la economía. En cada régimen de política monetaria hay un ancla nominal y un instrumento de política.

En el régimen de metas de agregados monetarios el instrumento puede ser la tasa de interés o un agregado monetario. En el régimen de tasa de cambio fija el instrumento puede ser la tasa de cambio o la tasa de interés. En el régimen de meta de inflación el instrumento es la tasa de interés.

---

6 El funcionamiento de este régimen de política requiere que la manipulación del crecimiento de la cantidad de dinero no modifique la relación entre el dinero y la inflación, lo cual es contradictorio por lo que se ha llamado la ley de Goodhart.

7 Una visión estándar a los mecanismos de transmisión de la política monetaria es presentada en el modelo de economía abierta del Capítulo 12.

**Las noticias: “El FMI advierte a Vietnam”.** Amy Kazmin muestra cómo el aumento del crédito, ligado a las entradas de capital, está recalentando la economía y aumentando la inflación. El artículo pone en el centro de atención la capacidad del régimen monetario y cambiario de responder adecuadamente al aumento en las entradas de capital, en el crédito doméstico, en la demanda y en la inflación. El FMI considera que una mayor flexibilidad de la tasa de cambio y una política monetaria basada en un instrumento de tasas de interés podría ayudar a enfrentar mejor la fase alta del ciclo en comparación con el régimen existente de tasa de cambio rígida y metas cuantitativas sobre la cantidad de dinero. Ver Kazmin (2008).

Cada régimen (y ancla) plantea dilemas entre los otros dos objetivos del trilema.

Si el ancla es la cantidad de dinero, el dilema es entre la movilidad del capital y la tasa de cambio; si el ancla es la tasa de cambio, el dilema es entre la movilidad del capital y la tasa de interés; si el ancla es la meta de inflación, el dilema es entre la movilidad del capital y la tasa de cambio.

En el régimen de tasa de cambio fija y no ajustable, el ancla nominal es la tasa de cambio. El trilema y el ancla de tasa de cambio implican un dilema entre la movilidad del capital y la autonomía monetaria. En el caso del régimen de meta de inflación el dilema es entre la movilidad del capital y la tasa de cambio, y en caso del régimen de metas de agregados monetarios, lo es entre la movilidad del capital y la tasa de cambio.

En el régimen de meta de inflación, el ancla nominal es la meta de inflación y el instrumento es la tasa de interés. El banco central mueve la tasa de interés de forma autónoma para lograr el objetivo de inflación; así, el trilema y el ancla de meta de inflación implican un dilema entre la movilidad de capitales y la estabilidad de la tasa de cambio.

Los países que han implementado el régimen de meta de inflación por lo general permiten la movilidad del capital y, con razón o sin ella, usualmente intervienen en el mercado cambiario<sup>8</sup>.

#### 11.1.4 La movilidad internacional del capital como disciplina

La experiencia de las economías emergentes durante los episodios de entrada y salida de capitales, enseña que los flujos de capital dan disciplina a la política monetaria; es decir, los flujos de capital –y los movimientos en los términos de intercambio que los acompañan– presionan a la autoridad monetaria para que ésta dé una solución clara al trilema. En particular, si hay movilidad internacional del capital, un régimen de política creíble y además transparente requiere que la tasa de cambio flote o sea completamente fija. En un caso, los flujos de capital requerirán flexibilidad de la tasa de cambio nominal. En el otro caso, el de la tasa de cambio fija no ajustable, las entradas y salidas de capital disminuirán y aumentarán las tasas de interés internas en línea con las del país de referencia; y si los choques no son simétricos, las tasas de interés locales inducirán fluctuaciones en el nivel de actividad económica.

Una vez los mercados financieros han “emergido”, es decir, se han profundizado y diversificado, los movimientos de capital no deberían representar un reto para la política macroeconómica. La razón de ello es que las restricciones financieras que hacen que los flujos de capital actúen de forma exógena habrán cesado.

<sup>8</sup> La intervención generalizada en el mercado cambiario también es estudiada ampliamente por Ho y McCauley (2004).

Mientras los mercados financieros de los países en desarrollo “emergen”, los bancos centrales típicamente toman medidas que consisten en hacer un poco de cada cosa: 1) intervienen en el mercado cambiario, aun sabiendo el costo de hacerlo y sin que su efectividad esté demostrada en los estudios empíricos; 2) establecen controles al movimiento de capital, aunque los estudios indiquen que son poco efectivos e incluso al costo de atrasar el desarrollo de los mercados financieros, y 3) ceden en los objetivos de inflación, tasa de interés y crecimiento del dinero; en otras palabras, ceden en el objetivo de la autonomía monetaria. En resumidas cuentas, dan una solución opaca o no transparente al trilema de la política monetaria, y esto puede eventualmente poner en riesgo la estabilidad de precios, pues es posible que la discrecionalidad abra la puerta a los intereses de la economía política.

---

La movilidad internacional del capital fuerza a que los bancos centrales den una solución transparente al trilema, esto elimina un riesgo sobre la estabilidad nominal.

---

## 11.2 EL RÉGIMEN MONETARIO ÓPTIMO

### 11.2.1 Los factores externos de la política monetaria

Las economías pequeñas y abiertas, como es el caso de los países en vías de desarrollo considerados como emergentes, enfrentan importantes choques a variables externas como los flujos de capital y los términos de intercambio. En las economías emergentes exportadoras de productos básicos la actividad económica aumenta (disminuye) con la entrada (salida) de capitales y con el alza (la baja) en el precio de estos productos. Existe una literatura creciente sobre el papel de los factores externos sobre la actividad económica en economías pequeñas y abiertas y sobre las implicaciones de estos factores externos sobre la política económica<sup>9</sup>.

---

Los factores externos de la política monetaria son principalmente el precio de los productos básicos, los flujos de capital y la actividad económica global.

---

“Estos choques son grandes correlacionados”.

---

Estos choques se caracterizan por su tamaño y por la correlación entre ellos. Por lo general, los períodos de auge en la actividad económica global están asociados con menor aversión al riesgo de inversionistas extranjeros y también locales, mayores flujos de capital hacia las economías emergentes y aumento en el precio de los productos básicos que mejora el precio de las exportaciones en los países exportadores de productos básicos. Además, el auge en la actividad económica global es en sí mismo un tercer factor externo que representa una mayor demanda de exportaciones. En el *Recuadro 11.1*, “Las economías emergentes: los factores externos que afectan la política monetaria” se profundiza en el tema para el caso de América Latina.

Importantes economistas han señalado que el papel de la política económica en las economías emergentes y en desarrollo es, irónicamente, el de amplificar el efecto de los factores externos (ver Kaminsky, Reinhart y Vegh, 2004). En efecto, cuando

9 Dentro de los artículos académicos que tratan este tema se encuentran: Österholm y Zettelmeyer (2007); Izquierdo, Romero y Talvi (2008); Mahadeva y Gómez (2009).

---

Con frecuencia las políticas monetaria y fiscal amplifican el efecto de los factores externos sobre la actividad económica, y el sector financiero amplifica el efecto de estos factores externos.

---

sale el capital reduciendo la actividad económica, la política económica frecuentemente consiste en aumentos en las tasas de interés y restricción fiscal. Y cuando entra el capital externo, la política económica a menudo consiste en reducción de las tasas de interés para evitar la apreciación de la tasa de cambio y aumento del gasto público, pues el recaudo tributario aumenta. Con frecuencia estos períodos de aumento del gasto coinciden con precios altos de los productos básicos, algunos de los cuales forman parte de exportaciones de empresas del Estado.

Además de la respuesta de la política monetaria a estos factores externos, otro asunto de importancia es el papel que juega el sector financiero. Frecuentemente el sector financiero propaga y aumenta el efecto de los choques en vez de amortiguarlo. Por ejemplo, un banco frágil puede quebrar durante un período de debilidad macroeconómica. Este evento puede propagar las quiebras a lo largo del sector financiero y también al sector no financiero. Ello amplifica las consecuencias de los factores externos sobre la actividad económica.

**RECUADRO 11.1** Las economías emergentes: los factores externos de la política monetaria

Por ser economías pequeñas y abiertas, las economías emergentes están expuestas a choques externos. Los factores externos que afectan la actividad económica son fundamentales en el estudio de las tendencias de la inflación y en la toma de decisiones de política monetaria, porque afectan variables clave de la transmisión monetaria, como la actividad económica y la tasa de cambio.

Los principales factores externos de la política monetaria son los flujos de capital, el precio de las exportaciones y la actividad económica externa. En este recuadro estudiamos estos factores para el caso de cinco de los países más grandes de América Latina: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú y para el conjunto de ellos. Los países mencionados tienen regímenes de meta de inflación, son exportadores de productos básicos (materias primas) y su PIB asciende a unas 3/4 partes del PIB de América Latina.

**La definición y la medición de los factores externos**

Para evaluar la importancia relativa de cada uno de estos factores, es conveniente definirlos todos en términos del impacto que sus movimientos representan sobre el PIB. Con este criterio, los flujos de capital son simplemente el saldo de la cuenta financiera de la balanza de pagos como porcentaje del PIB.

Por su parte, los cambios en el precio de las exportaciones pueden ser evaluados en términos de su impacto sobre el PIB, ponderándolos por la participación de las exportaciones en el PIB<sup>a</sup>. A su vez, los cambios en el precio de las exportaciones son medidos en términos constantes, más específicamente, en dólares constantes.

Finalmente la actividad económica externa es el PIB de los principales socios en el comercio de exportaciones. La actividad externa está calculada como la suma ponderada de la brecha del producto de los socios comerciales,<sup>b, c</sup>. Para que este factor externo quede expresado en términos del impacto que su movimiento representa sobre el PIB, es ponderado por la participación de las exportaciones en el PIB.

**Los factores externos y el nivel de actividad económica**

El *Gráfico 11.1* presenta los dos principales factores externos, los flujos de capital y el precio de las exportaciones, en relación con la brecha del producto en cada país y en el conjunto de los cinco países bajo estudio. Varios aspectos saltan a la vista. Primero, los movimientos de la cuenta de capital y del precio de las exportaciones son de un tamaño importante. El tamaño de los movimientos puede estudiarse mediante la amplitud del ciclo. La amplitud es la magnitud del movimiento de pico y valle y de valle y pico.

- 
- a El índice del precio de las exportaciones se define en diferencias y la diferencia del precio real (en dólares constantes) de las exportaciones es ponderada por la participación de las exportaciones en el PIB. Esta serie se acumula para hallar la evolución del precio de las exportaciones en unidades de PIB. Las series de datos que se presentan en los gráficos son desviaciones porcentuales de esta serie acumulada con respecto a su tendencia de largo plazo.
- b Los principales socios en el comercio de exportaciones de los países en estudio son los Estados Unidos y los países de la Zona del Euro. Los socios comerciales restantes son diversos, aunque sobresalen Japón y China. En los cálculos para el *Gráfico 11.2* se tuvieron en cuenta los principales cinco socios comerciales, según datos de la Organización Mundial del Comercio (OMC).
- c De forma más estricta el producto externo debería evaluarse en una moneda común, por ejemplo el dólar. En consecuencia, no sólo el nivel de actividad económica, sino también las tasas de cambio reales de cada país contra el dólar deberían tenerse en cuenta en el cálculo del producto mundial. Sin embargo, aquí asumimos que el producto mundial está evaluado a la tasa de cambio de paridad que es estable y, por lo tanto, sus movimientos pueden ignorarse.

**Recuadro 11.1 Las economías emergentes: los factores externos de la política monetaria (Continuación)**

Durante el período 1970-2008 la amplitud del ciclo de la cuenta de capital en América Latina (el promedio simple de los cinco países) es en promedio de 7,0 puntos porcentuales del PIB y la del precio de las exportaciones de 6,2 puntos porcentuales. Segundo, no sólo el tamaño de los choques es importante, sino que además los choques están correlacionados. La correlación de estos dos factores externos durante el período 1970-2008 es de 0,234 y estadísticamente significativa. Tercero, la correlación entre los factores externos y la brecha del producto es positiva y significativa (0,511 y 0,563 para la cuenta de capital y el precio de las exportaciones durante el mismo período respectiva y estadísticamente significativa). Cuarto, existe una mayor sincronía en el ciclo del producto de estos países durante el período de globalización que comenzó hacia 1990. Quinto, el precio de las exportaciones, medido en unidades de PIB, tiene una mayor amplitud en Chile. Esto se debe al grado de apertura de este país que es mayor al de los demás países y no a la evolución del precio de las exportaciones en sí mismo. Sexto, la correlación de los flujos de capital y el precio de las exportaciones con el PIB, en el caso de México es menor a partir de 1994, cuando este país ingresó al Tratado de Libre Comercio de Norte América (NAFTA, por sus siglas en inglés).

En conclusión, el *Gráfico 11.1* muestra que los choques a dos de los factores externos, los movimientos de capital y el precio de las exportaciones, son grandes y correlacionados. Además, la correlación de los flujos de capital a los distintos países de América Latina sugiere que hay factores comunes que afectan a todos ellos y, en consecuencia, en estos países los flujos de capital pueden considerarse como exógenos.

El *Gráfico 11.2* presenta el tercero de los factores externos en estudio, la actividad económica externa. El gráfico compara el PIB externo con la brecha del producto de cada país. Durante el período 1970-2008, la correlación entre el PIB externo y la brecha del producto en América Latina es de 0,245 y no es estadísticamente significativa. La relación entre el PIB externo y la actividad doméstica es más estrecha en el caso de México, después de NAFTA, 0,755 y estadísticamente significativa.

Adicionalmente, el *Gráfico 11.2* compara la brecha del PIB externo de cada país con la brecha del PIB del G7, conformado por las principales economías avanzadas: Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Inglaterra, Italia, Japón. El gráfico muestra que en todos los casos y de forma más importante en el caso de México, el nivel de actividad económica de las principales economías avanzadas puede aproximar la evolución de la actividad económica externa de América Latina.

Los *Gráficos 11.3* y *11.4* exploran algunos de los posibles factores explicativos de los flujos de capital y el precio de las exportaciones. El *Gráfico 11.3* muestra una relación negativa entre el precio del riesgo crediticio y los flujos de capital a América Latina. En efecto, durante el período de “exuberancia irracional” de la década de los noventa hubo entrada de capital a América Latina y un mayor apetito por el riesgo, conforme lo indica el bajo nivel de prima de los bonos corporativos Baa sobre el rendimiento de los bonos Aaa<sup>d</sup>. La mayor percepción de riesgo crediticio de 2002 coincide con una tendencia decreciente en las entradas de capital a Brasil, Chile y México

d Esta medida de precio del riesgo crediticio tiene la ventaja de estar disponible durante todo el período de estudio. Puede demostrarse que está correlacionada con otras como por ejemplo el US *high yield*.

después de 2002. La cuenta financiera de América Latina también se relaciona inversamente con la de los Estados Unidos, de forma que los períodos de menor entrada neta de capital a los Estados Unidos coinciden con mayores entradas de capital a América Latina. Esta relación probablemente tiene que ver con la analogía de los Estados Unidos como un fondo de cobertura que importa capital del Asia y de los países exportadores de petróleo en forma de títulos del gobierno, y lo canaliza hacia la construcción (por lo menos hasta la Gran Recesión) y hacia la inversión en el exterior.

El *Gráfico 11.4* explora los determinantes del precio de las exportaciones de América Latina. Relaciona el precio de las exportaciones con la brecha del producto mundial. Se observan un alto nivel de correlación entre el precio de las exportaciones y el nivel de actividad económica mundial, para el caso de cada país.

El *Gráfico 11.5* incorpora al estudio una variable más popular para la medición de los precios del

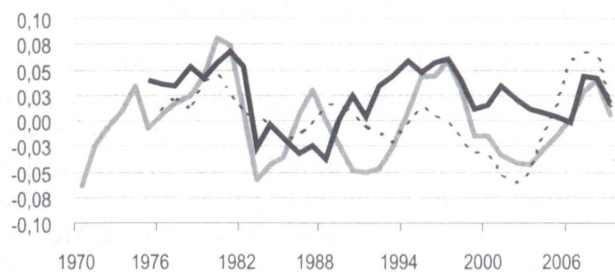
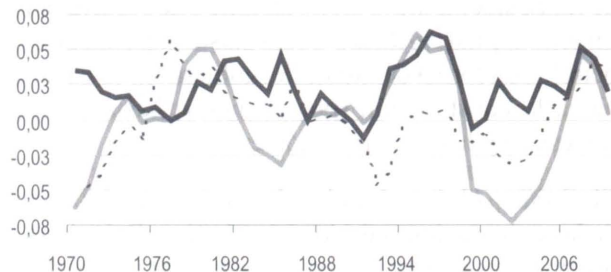
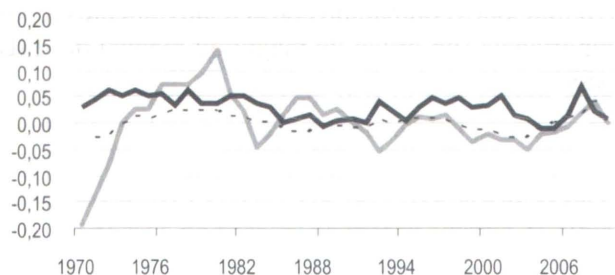
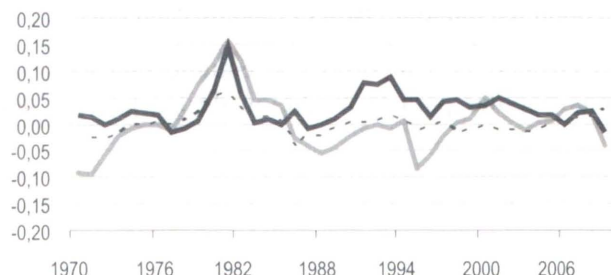
comercio, los términos de intercambio. El gráfico relaciona los términos de intercambio tanto con la brecha del producto mundial como con la brecha del producto en cada país. En contraste con el precio de las exportaciones, los términos de intercambio no muestran mayor correlación con la brecha del producto ni la brecha del PIB mundial.

Finalmente, el *Gráfico 11.6* resume los factores externos, enfatizando en el período de globalización que comenzó en 1990. Se observa la sincronización del movimiento de capital y del precio de las exportaciones de los distintos países, así como en su brecha del producto. También se observa que México sigue un ciclo diferente y más cercano al del PIB externo. Por último, se observa el mayor tamaño de los choques a los flujos de capital y al precio de las exportaciones comparado con la relativamente menor importancia (un orden de magnitud menor) del PIB externo.

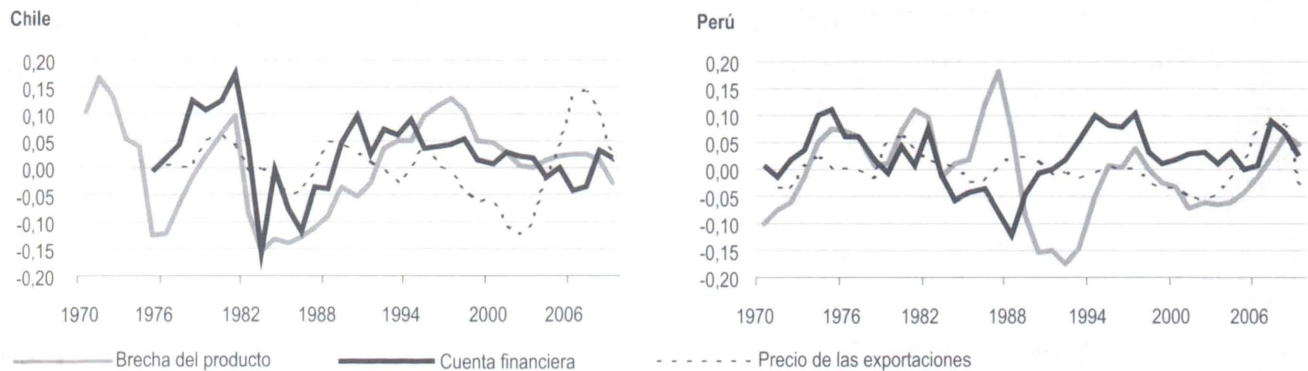
**Recuadro 11.1** Las economías emergentes: los factores externos de la política monetaria (Continuación)

**Gráfico 11.1** Los factores externos de la política monetaria (I)

El gráfico presenta dos de los factores externos de la política monetaria para el caso de América Latina: los flujos de capital y el precio de las exportaciones. Los choques a la cuenta de capital y al precio de las exportaciones son grandes y correlacionados al tiempo que muestran una correlación positiva con la brecha del producto. La correlación de los movimientos de capital en los distintos países sugiere que están determinados por factores comunes y, por lo tanto, son exógenos, a estos países.

**América Latina**

**Colombia**

**Brasil**

**México**


*Fuentes:* Los datos de la cuenta financiera fueron tomados de las Estadísticas de Balanza de Pagos del FMI y de los bancos centrales. Los datos del precio de las exportaciones corresponden al deflactor de las cuentas nacionales, según cálculos del autor con base en datos de la Comisión Económica para América Latina (CEPAL) y de los institutos de estadística de los países. Los precios del comercio para el caso de Brasil corresponden a los deflactores de las cuentas nacionales para el período 1970-1990, a índices de valor unitario para el período 1991-1995 y a deflactores de las cuentas nacionales trimestrales para el período 1995-2009. Los datos de brecha del producto corresponden a datos de la CEPAL, de los institutos de estadística de cada país y de la base de datos del informe sobre *Perspectivas de la Economía Mundial* del FMI de abril de 2009.

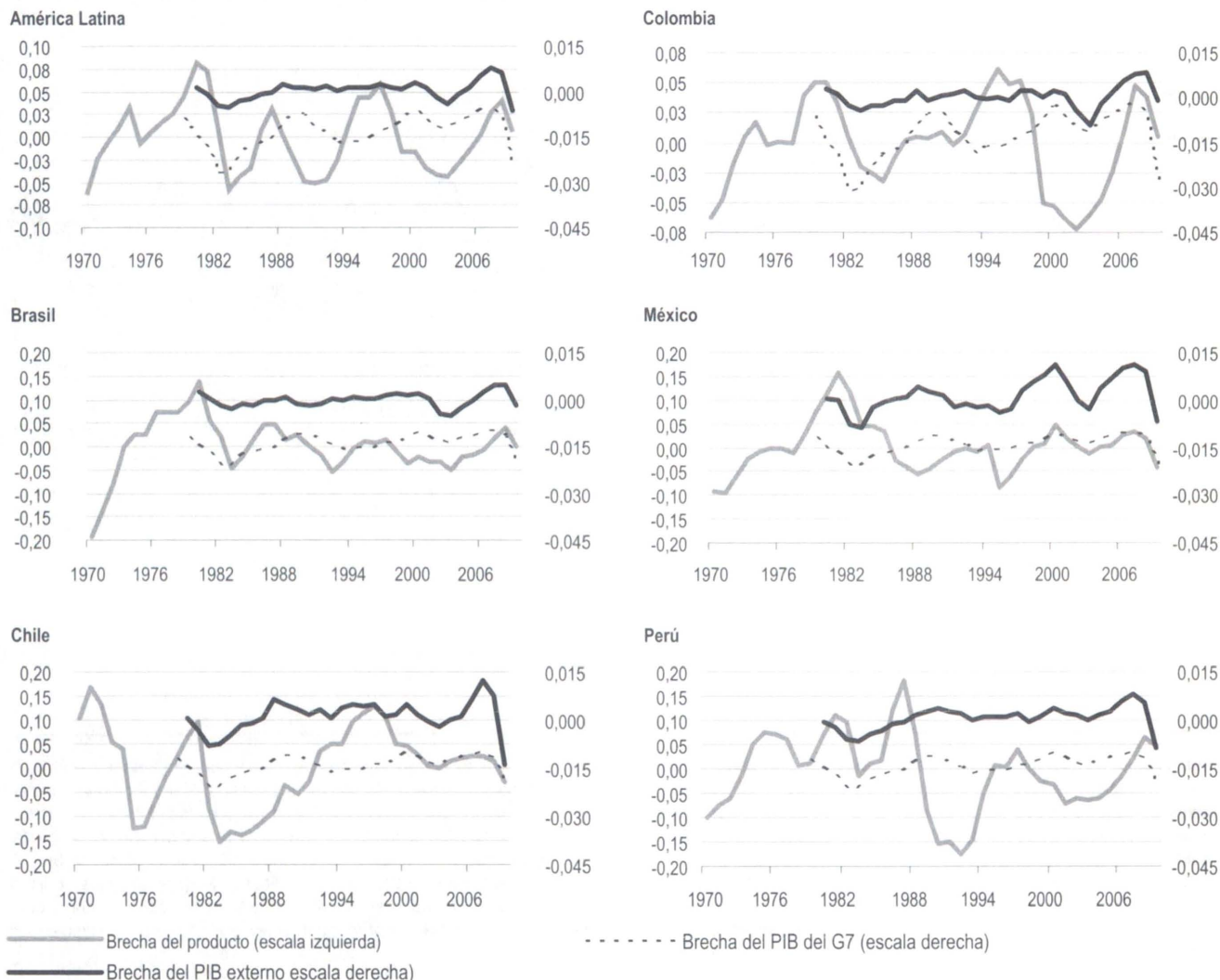


*Metodología:* La cuenta financiera se presenta como porcentaje del PIB. Para aislar el efecto los movimientos de capital sobre la tasa de cambio, la cuenta financiera se llevó de dólares a moneda doméstica, utilizando una tasa de cambio nominal de largo plazo. El precio de las exportaciones se definió en dólares constantes y en diferencias y se ponderó por la participación de las exportaciones en el PIB. Esto hace que los cambios en el precio de las exportaciones puedan ser interpretados en unidades de PIB que son las mismas unidades de la cuenta financiera y de la brecha del producto. Finalmente, el precio de las exportaciones se expresó como desviación porcentual logarítmica, con respecto a su tendencia de largo plazo. La brecha del producto corresponde a la desviación con respecto al filtro Hodrick-Prescott. Para disminuir el sesgo del filtro al final de la muestra antes de filtrar se incorporaron los pronósticos de la base de datos del informe sobre *Perspectivas de la Economía Mundial* del FMI de abril de 2009. Los datos para 2009 son proyecciones que consisten, para el caso de los deflatores del PIB de la información para el primer trimestre de 2009, y para el caso de los flujos de capital, de la información del primer trimestre a tasa anual.

**Recuadro 11.1 Las economías emergentes: los factores externos de la política monetaria (Continuación)**

**Gráfico 11.2 Los factores externos de la política monetaria (II)**

El gráfico presenta el tercer factor externo de la política monetaria, el nivel de actividad económica externo. Existe un alto grado de correlación en la brecha del PIB externo de los distintos países de América Latina. A su vez, la brecha del PIB externo de cada país está estrechamente correlacionada con la brecha del PIB de las principales economías avanzadas, el G7. La correlación es mayor en el caso de México después del inicio del NAFTA.

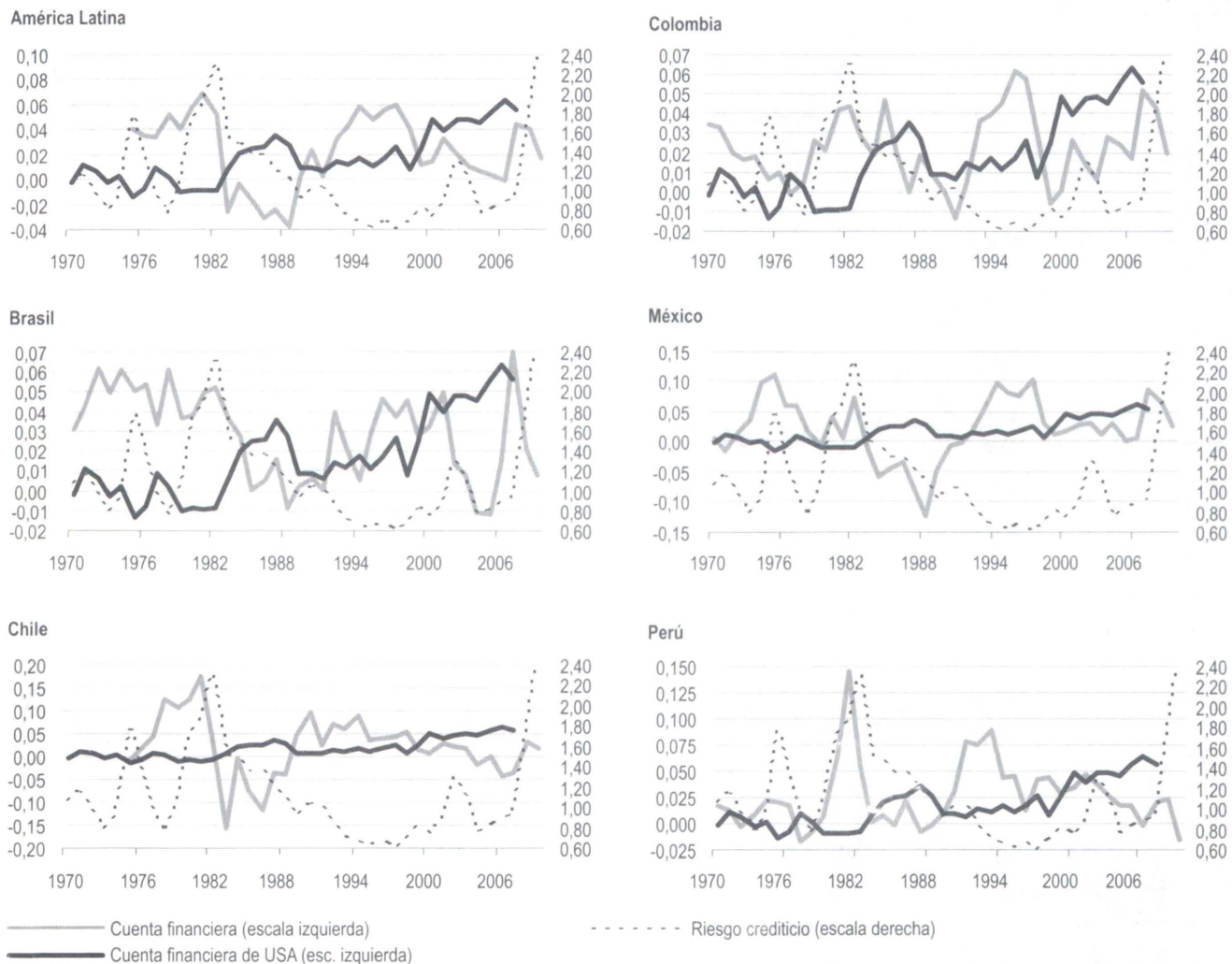


**Metodología:** La brecha del producto se estimó como se explicó en el Gráfico 11.1.

**Fuentes:** Los datos de PIB son tomados de la CEPAL, de las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI y de la base de datos del informe sobre Perspectivas de la Economía Mundial del FMI de abril de 2009. Las ponderaciones en el comercio de exportaciones son tomadas de la Organización Mundial del Comercio (OMC).

### Gráfico 11.3 Sobre los determinantes de los flujos de capital a América Latina

El apetito por el riesgo, medido por la prima sobre el riesgo crediticio, ayuda a explicar los ciclos de auge y receso de los flujos de capital a América Latina. El período de "exuberancia irracional" de la década de los noventa se caracterizó por una baja prima por el riesgo crediticio y por abundantes flujos de capital a América Latina. El período de la Gran Recesión de 2009 está caracterizado por una mayor prima por el riesgo crediticio y menores flujos de capital a América Latina. También la cuenta financiera de los Estados Unidos muestra una relación inversa con la de América Latina. Durante el período de exuberancia la cuenta financiera de los Estados Unidos muestra una menor entrada de capitales a ese país.



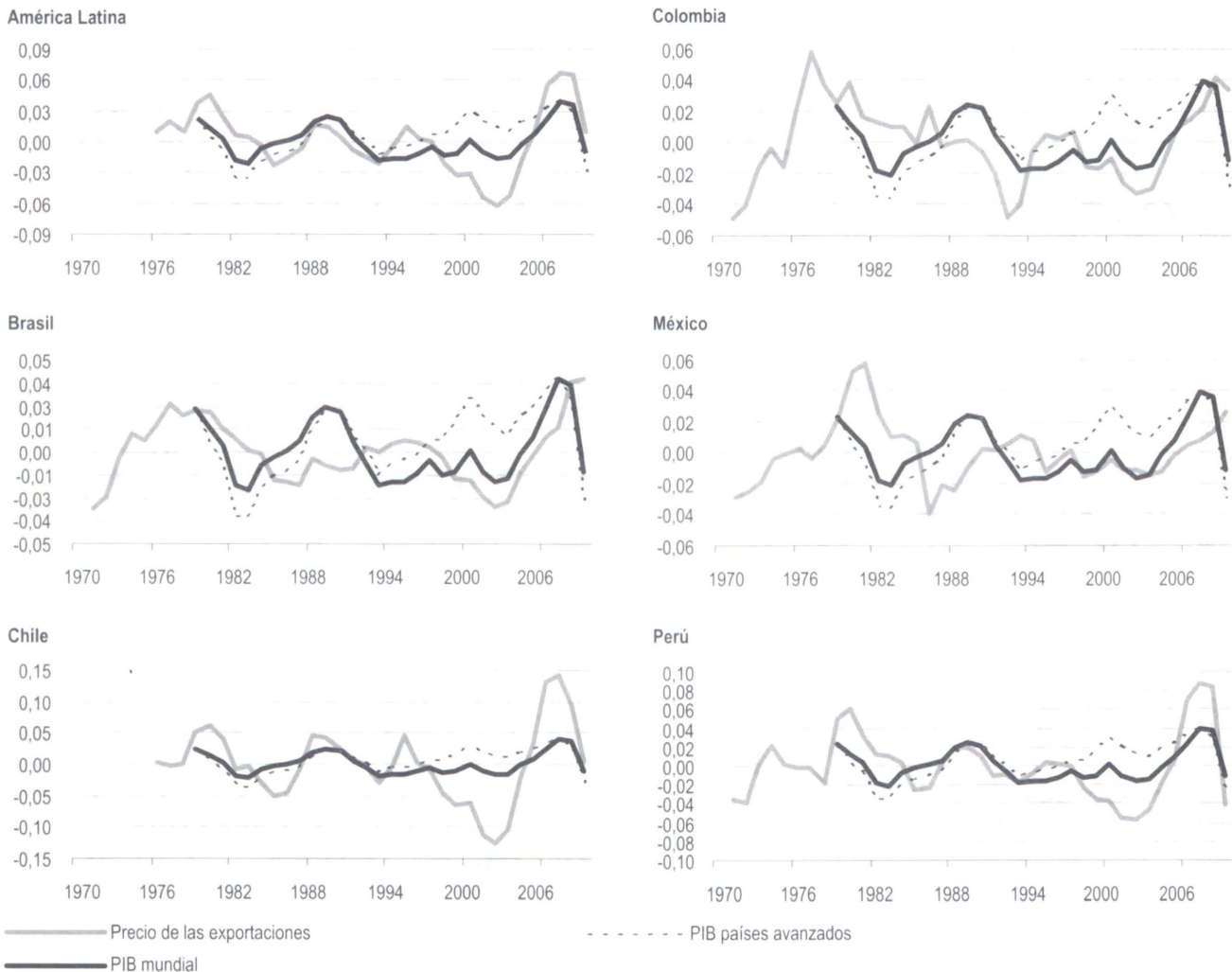
**Metodología:** Sobre la fuente para la cuenta financiera ver Gráfico 11.1. Los datos de prima por el riesgo crediticio corresponden a la prima de los bonos Aaa sobre el rendimiento de los bonos Baa.

**Fuente:** Economic Report of the President y Bloomberg Financial Services.

Recuadro 11.1 Las economías emergentes: los factores externos de la política monetaria (Continuación)

**Gráfico 11.4** Sobre los determinantes del precio de las exportaciones de América Latina

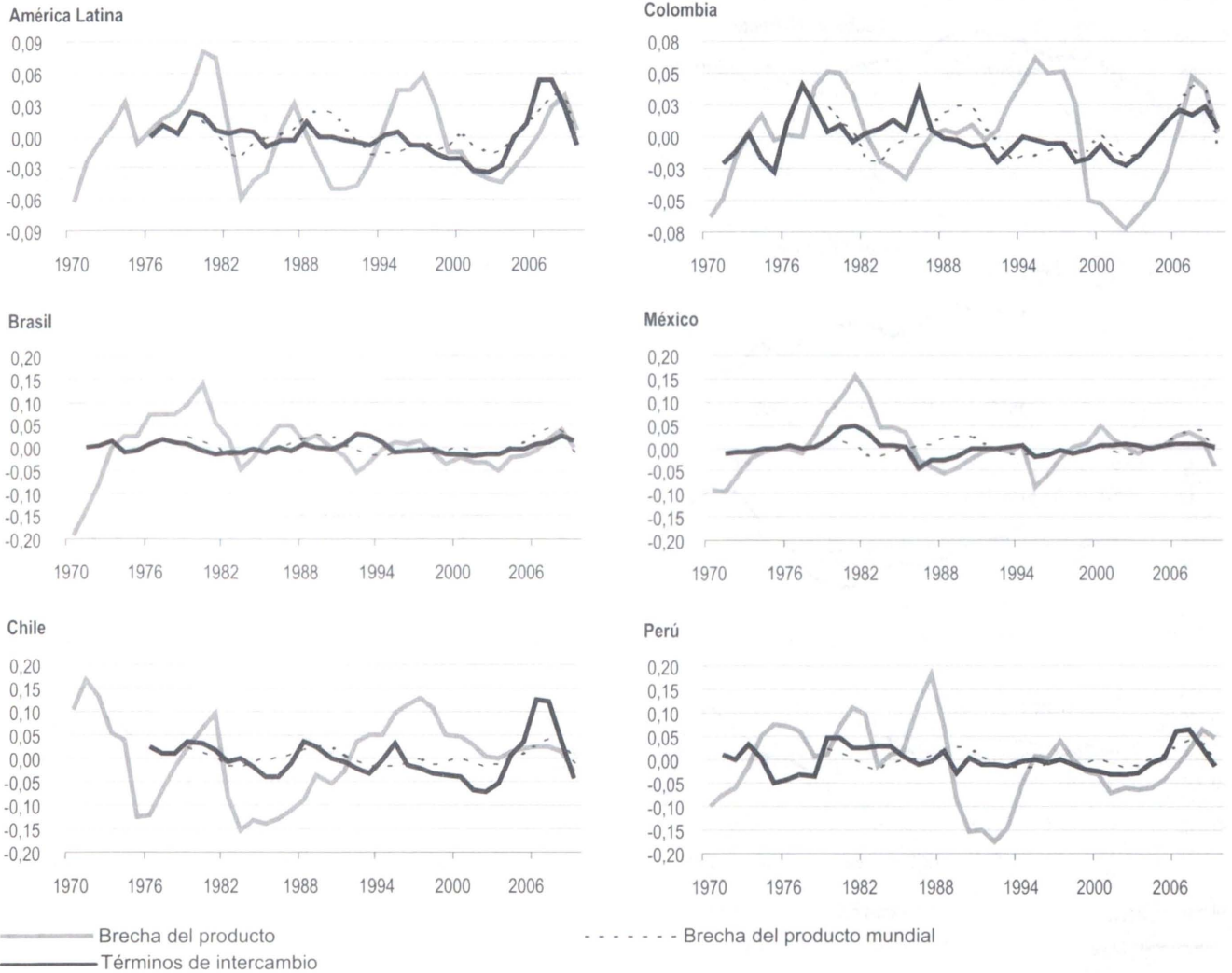
Los países de América Latina en estudio son exportadores de productos básicos. El precio de las exportaciones de estos países fluctúa con el nivel de actividad económica global.



Fuentes y metodología: Gráfico 11.1.

**Gráfico 11.5 Los términos de intercambio y el nivel de actividad económica global**

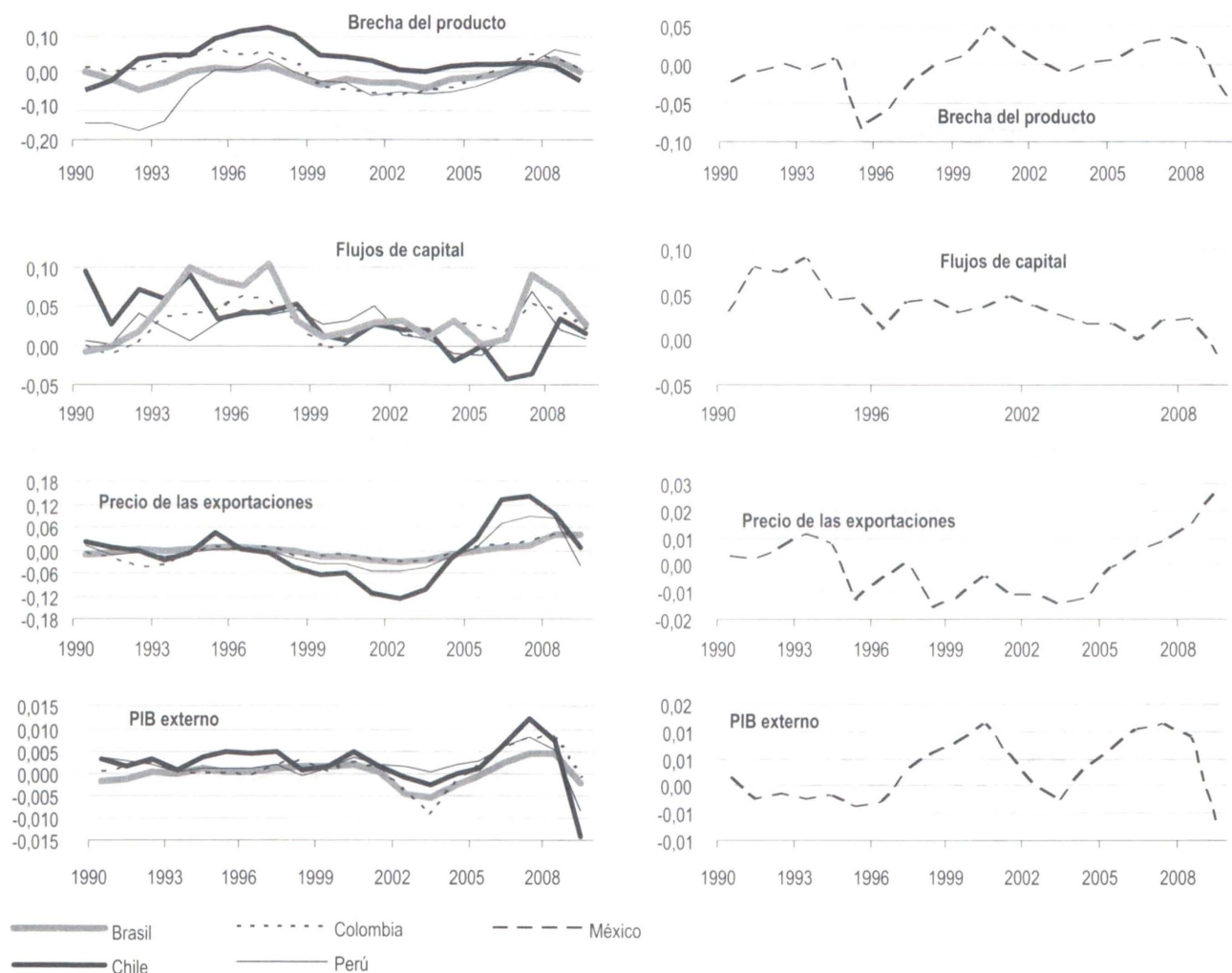
Una variable más popular que el precio de las exportaciones para medir los precios del comercio es la de los términos de intercambio. En contraste con el precio de las exportaciones, los términos de intercambio no muestran el mismo grado de correlación con la brecha del producto ni con el nivel de actividad económica mundial (Gráfico 11.4).



Fuentes y metodología: Gráfico 11.1. Los términos de intercambio están expresados en unidades de PIB. Para esto los cambios en el precio real (en dólares) de las exportaciones e importaciones se ponderaron por la participación de las exportaciones e importaciones en el PIB.

**Recuadro 11.1 Las economías emergentes: los factores externos de la política monetaria (Continuación)**
**Gráfico 11.6 Los factores externos de la política monetaria durante el periodo de globalización**

Hay una alta sincronización del ciclo de los flujos de capital, el precio de las exportaciones y la brecha del producto en Brasil, Chile, Colombia y Perú desde 1990. Por su parte, el ciclo de México sigue una dinámica estrechamente relacionada con la de su PIB externo, este último a su vez explicado por el PIB de Estados Unidos.



Fuente y metodología: Gráfico 11.1.

### 11.2.2 Factores externos, dilemas y crisis

Los cambios en factores externos como los flujos de capital y los términos de intercambio invariablemente plantean dilemas a la política monetaria, y llevan a presiones de los grupos que pueden pretender cambiar el régimen de política monetaria, en función de su interés. Por ejemplo, en varios países emergentes la entrada de capitales anterior a la crisis global de 2008 llevó a la apreciación de la tasa de cambio y a presiones a los bancos centrales para bajar las tasas de interés, aun cuando la actividad económica y el precio de los productos básicos de exportación estaban en auge y en consecuencia amenazaban un alza en la inflación. En esta situación los grupos de interés encontrarán la forma de sugerir un cambio en el régimen de política monetaria para implementar políticas favorables a sus intereses. Se trata de cambios hacia regímenes híbridos que reducen la **transparencia**, entendida como la racionalidad de las decisiones y la claridad en el entendimiento de esa racionalidad por parte del público.

---

Los flujos de capital y los términos de intercambio crean dilemas y pueden llevar a cuestionar un régimen transparente; también pueden llevar a la crisis de un régimen híbrido y no transparente.

---

En otros casos, los factores externos pueden llevar a dilemas de política que desencadenen un cambio de un régimen de política que incrementa el nivel de transparencia, a favor del interés general en el largo plazo. Por ejemplo, durante la crisis de fin del siglo XX varios países defendieron sus bandas para la tasa de cambio, e inicialmente su solución al trilema de la política monetaria consistió en defender las bandas cambiarias e implementar una política monetaria procíclica. No obstante, la magnitud de la caída en la entrada de capitales en varios países emergentes llevó a la crisis del régimen de bandas cambiarias, a la flotación de la tasa de cambio y a la implementación del régimen de metas de inflación.

### 11.2.3 La decisión fundamental de la política monetaria

Un **régimen de política monetaria** es el marco sobre el cual se define la política monetaria para lograr ciertos objetivos. La **decisión fundamental de la política monetaria** es la selección del régimen de política monetaria, es decir, si el régimen es de meta de inflación, de tasa de cambio fija, de metas de agregados monetarios o un régimen híbrido<sup>10,11</sup>. Cada régimen de política monetaria implica una selección del instrumento, el objetivo y la meta intermedia de la política, y estos elementos son parte de la decisión fundamental de la política monetaria.

---

La decisión fundamental de la política monetaria es la selección del régimen de política. En cada régimen hay un ancla nominal y un instrumento y, por tanto, cada régimen redundante en dilemas de política.

---

Como hemos visto, cada régimen define un ancla nominal a la cual se refiere el crecimiento de largo plazo de las variables nominales en la economía. La selección del ancla implica definir uno de los tres objetivos del trilema y, por lo tanto, conduce a ciertos dilemas de política monetaria. Si la decisión fundamental de la política monetaria no es transparente, debido a que no deja en claro cuál es el

10 Sobre el alcance de la decisión fundamental de la política monetaria es importante tener en cuenta los asuntos que se consideran en HM Treasury (2003a), HM Treasury (2003b), y Kenen (2003).

11 Para un análisis de los regímenes de política monetaria en América Latina, véase Mishkin y Savastano (2002), y Berg, Borensztein y Mauro (2002).

ancla nominal de la economía, el objetivo de la política monetaria que es la estabilidad de precios puede quedar en entredicho.

Los regímenes de política monetaria, por definición, están relacionados con los regímenes de política cambiaria. Existe una gama de regímenes cambiarios que van desde la flotación pura hasta la tasa de cambio fija y no ajustable. En el extremo de más flexibilidad está la flotación independiente, y continuando hacia la mayor rigidez hay una serie de regímenes: el régimen de flotación intervenida, el régimen de bandas cambiarias, la tasa de cambio fija pero ajustable, los casos de tasa de cambio fija no ajustable, la caja de convertibilidad, la dolarización y, finalmente, la unión monetaria.

---

Los regímenes de política monetaria están relacionados con los regímenes cambiarios, aunque frecuentemente los regímenes cambiarios no son lo que se anuncia oficialmente.

---

Los regímenes monetario y cambiario y la movilidad internacional del capital son características que definen la arquitectura del sistema monetario internacional.

---

En la clasificación de los regímenes cambiarios es necesario tener en cuenta la distinción entre regímenes *de jure* y *de facto*. Según algunos economistas (Calvo y Reinhart, 2002; Levy-Yeyati y Sturzenegger, 2005), aunque las autoridades monetarias de los países declaren un tipo de régimen cambiario, en realidad es común que sigan políticas que corresponden a otro régimen. Con mayor frecuencia, las autoridades monetarias expresan que la tasa de cambio es flexible, pero intervienen masivamente en el mercado cambiario. Incluso en los casos donde la movilidad del capital es baja, la tasa de cambio puede llegar a ser bastante rígida. Los regímenes cambiarios oficialmente de tasa de cambio flotante son, en realidad, de tasas de cambio rígidas.

A lo largo de la historia, como una decisión explícita o tácita, los países han tomado la decisión fundamental de la política monetaria, dando lugar a diferentes arreglos de la economía internacional. Por ejemplo, el sistema Bretton Woods de 1944-1973 estableció tasas de cambio fijas de cada país con respecto al dólar, y una paridad del dólar con respecto al oro. El sistema posterior que comenzó en 1973 permitió la flotación de las tasas de cambio de los distintos países y comenzó a definir el crecimiento de las variables nominales por medio de un ancla monetaria. Ya en los años 1990, cuando la relación entre el dinero y la inflación se hizo menos predecible, un número de países implementó el régimen de meta de inflación.

El *Recuadro 11.2*, "Las economías emergentes: regímenes monetarios y cambiarios", presenta la decisión más importante de la política monetaria, el régimen de política, en las economías emergentes.

#### 11.2.4 La teoría de las áreas monetarias óptimas

La teoría de la escogencia óptima del régimen cambiario es la teoría de las Áreas Monetarias Óptimas (OCA, por sus siglas en inglés). Esta teoría se basa en un balance entre el beneficio de una política monetaria autónoma en comparación con el beneficio, en términos de menores costos de transacción en el comercio internacional, de una tasa de cambio fija. A su vez, el beneficio de una política monetaria autónoma se basa en un análisis del grado de correlación o "simetría" de los choques al país en cuestión, con los choques al país de referencia.

Un país emergente puede tener choques simétricos con el país de referencia, por ejemplo, Estados Unidos o la Zona Euro, si los movimientos de su cuenta de capital y de sus términos de intercambio o precio de las exportaciones producen ciclos en el PIB que están correlacionados con el PIB del país de referencia. Si los choques externos no tienen el suficiente grado de correlación con el ciclo del país de referencia, se consideran asimétricos.

Si los choques son simétricos, el régimen óptimo es la tasa de cambio fija; si los choques son asimétricos, el régimen óptimo permite la flotación de la tasa de cambio.

Si para un país el régimen óptimo es el de una tasa de cambio fija, la tasa de interés seguirá la del país de referencia, y si la política monetaria del país de referencia es contracíclica, la política monetaria del país en cuestión también lo será en virtud de la correlación o la simetría de los choques.

---

La eficiencia de un régimen de tasa de cambio fija o flotante depende de la simetría o asimetría de los choques al país en cuestión y al de referencia.

---

### 11.2.5 Política monetaria contracíclica y procíclica

Una **política monetaria procíclica** consiste en aumentar las tasas de interés cuando sale el capital (y el precio de los productos básicos cae) y disminuirlas cuando entra. Es consistente con la defensa de la estabilidad de la tasa de cambio. Una **política monetaria contracíclica** consiste en reducir las tasas de interés cuando los flujos internacionales de capital caen y en subirlas cuando aumentan. Esta política refuerza el efecto de los flujos de capital (y del precio de los productos básicos) sobre la tasa de cambio, pero está dirigida a la estabilidad de los objetivos internos de actividad económica e inflación.

Durante la crisis de fin del siglo XX, varios países emergentes defendieron sus bandas para la tasa de cambio y subieron las tasas de interés; ésa fue su solución al trilema. Pero esta solución requirió tasas de interés elevadas que reforzaron el efecto recesivo de los factores externos. El producto se desplomó, el desempleo se disparó, la pobreza aumentó. El costo no fue el suficiente para mantener la estabilidad del régimen monetario. La magnitud del choque externo se manifestó y llevó a las autoridades a la transparencia en la solución del trilema: las tasas de cambio flotaron y se establecieron en una serie de países emergentes las condiciones para la implementación del régimen de meta de inflación (ver fecha de adopción de este régimen en el *Cuadro 12.1*).

En 2008, como no hay bandas deslizantes que defender, los bancos centrales han optado por contrarrestar la recesión, bajando las tasas de interés. Esto es fruto de una decisión fundamental de la política monetaria, es decir, de una solución al trilema, que permite la flotación de la tasa de cambio y que las tasas de interés sean dirigidas a objetivos domésticos. Mientras que durante la crisis de fin del siglo XX las economías emergentes aumentaron sus tasas de interés, en respuesta a la reducción de las entradas de capital externo, durante la crisis global de 2008 se observa una respuesta diametralmente diferente de las economías emergentes ante la reducción del financiamiento externo: las autoridades monetarias parecen estar más preocupadas por el efecto de la crisis sobre la actividad económica, que por el efecto de la reducción de tasas sobre la tasa de cambio o sobre la disponibilidad de financiamiento externo.

---

Una política es contracíclica si se dirige a objetivos internos; una política es procíclica cuando, además, persigue objetivos de tasa de cambio.

Durante la crisis de fin del siglo XX varios países inicialmente defendieron sus bandas deslizantes y subieron las tasas de interés; esa fue su decisión ante el trilema: en contraste, durante la crisis global de 2008 varios países bajaron las tasas de interés para contrarrestar la recesión.

---

**RECUADRO 11.2** Las economías emergentes: regímenes monetarios y cambiarios

**Cuadro 11.1** Regímenes de política monetaria y cambiaria y controles de capital en las economías emergentes

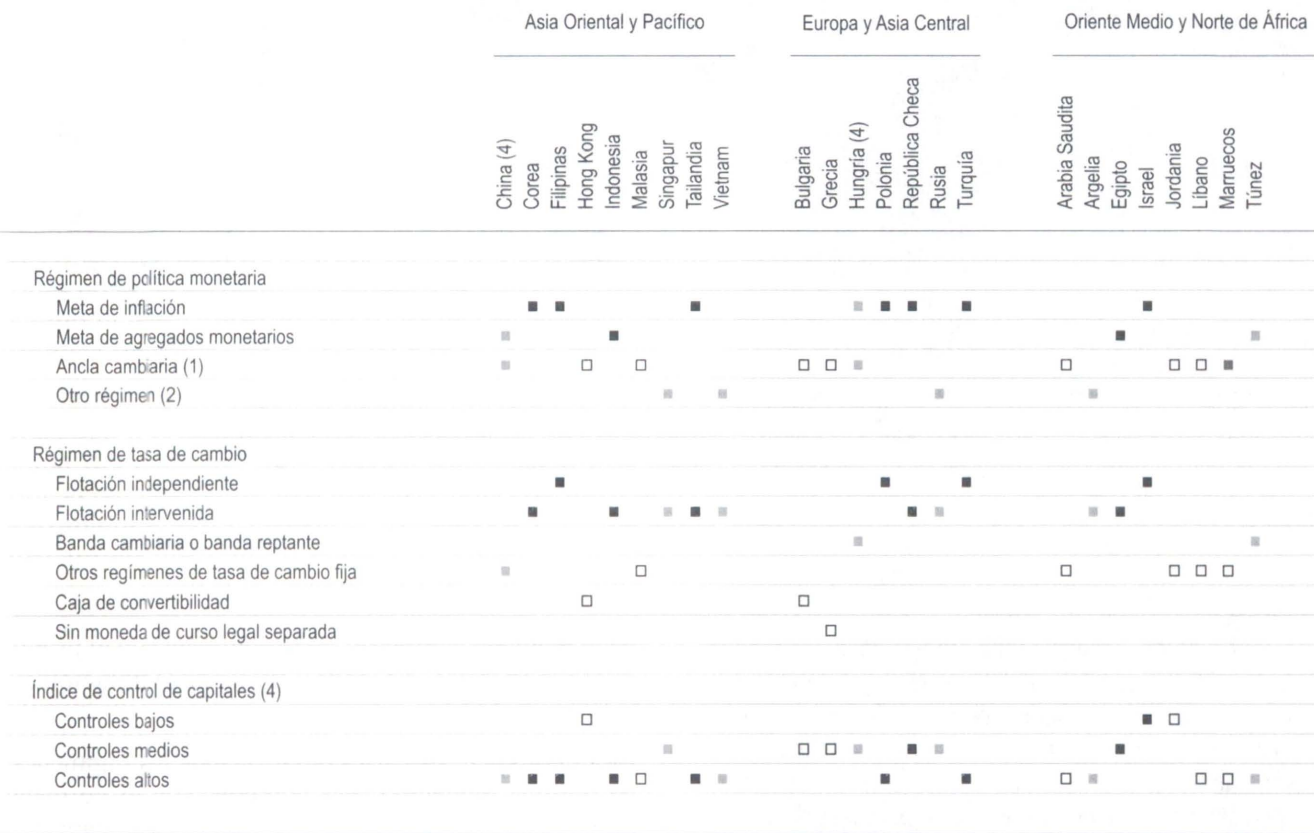
En negro aparecen los países con una política monetaria independiente, sea de ancla de meta de inflación o de agregados monetarios., en gris medio los países con ancla cambiaria y en gris claro los países con más de un ancla o sin un ancla nominal definida. El régimen de meta de inflación aún está poco implementado en el grupo de los "otros" países, es decir, exceptuando las economías y avanzadas. La intervención en el mercado cambiario es popular en las economías emergentes pero no en las avanzadas. Los países desarrollados con ancla nominal de tasa de cambio son los que pertenecen a la zona del euro.

	Totales				África			América Latina y el Caribe													Asia Medional	
	Total países Emergentes Avanzados Otros				Costa de Marfil Nigeria Sudáfrica	Argentina Belice Brasil Chile Colombia Costa Rica Ecuador El Salvador Guatemala Jamaica México Panamá Perú Rep. Dominicana Uruguay Venezuela	India Países Bajos Sri Lanka															
<b>Régimen de política monetaria</b>																						
Meta de inflación	26	15	8	3		■		■	■	■		■	■	■						■		
Meta de agregados monetarios	29	7	0	22										■						■		
Ancla cambiaria (1)	97	17	13	78	□			□			□	□	□		□					□		
Otro régimen (2)	41	9	2	19	■	■														■	■	
<b>Régimen de tasa de cambio</b>																						
Flotación independiente	24	10	9	5		■			■											■		
Flotación intervenida	53	18	1	34	■	■		■	■			■	■	■	■					■	■	
Banda cambiaria o banda reptante	11	3	1	8				□														
Otros regímenes de tasa de cambio fija	50	8	1	41																□		
Caja de convertibilidad	7	2	0	5																		
Sin moneda de curso legal separada	40	5	11	24	□							□	□		□							
<b>Índice de control de capitales (3)</b>																						
Controles bajos	47	11	6	30								■	□	□	□	■				■		
Controles medios	46	12	12	22	■			■							■					■	□	
Controles altos	93	23	1	69	□	■	■	□			■				■					■	■	

(1) Cuando no hay moneda de curso legal separada o hay unión monetaria, se considera que el ancla es cambiaria.

(2) El país no tiene un ancla nominal explícita, tiene apoyo del FMI o no hay información.

(3) El índice de controles de capital es una aproximación bastante imprecisa, pues algunos controles al flujo de capital pueden ser solamente el requisito de una autorización o registro y otros la prohibición. El índice se calculó como el número de restricciones en: "Summary Features of Exchange Arrangements and Regulatory Frameworks for Current and Capital Transactions in Member Countries", en: *International Monetary Fund, Annual Report on Exchange Arrangements and Restrictions 2006*, Washington D.C., 2006. Los datos de la publicación de 2006 corresponden al año 2004, la última información disponible al momento de escribir este libro. Se consideró que un país tiene un nivel bajo de controles al flujo de capital si tiene de 0 a 4 tipos de controles en la publicación del FMI, se consideró que el país tiene un nivel medio de controles si el país tiene de 5 a 9 restricciones, y se consideró que un país



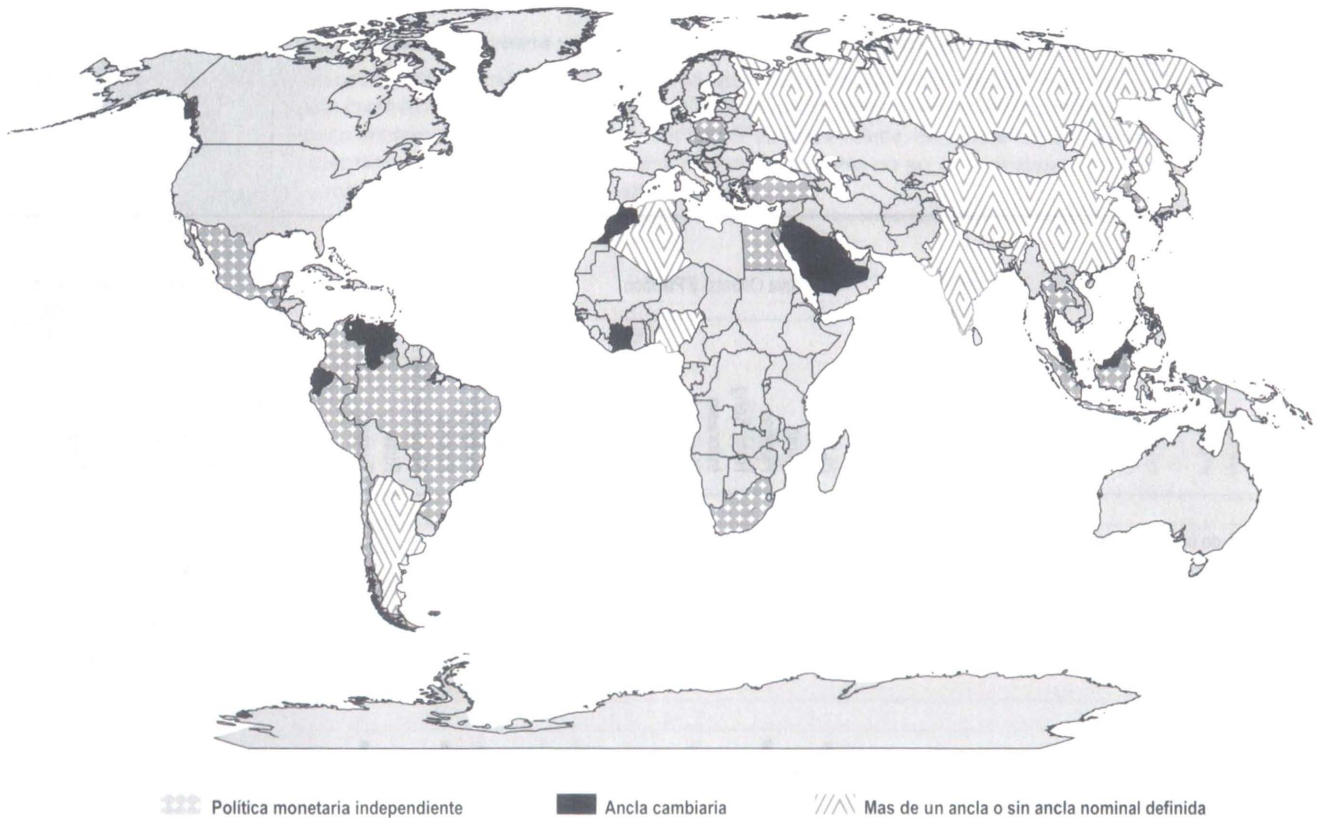
tiene un nivel alto de control a los flujos de capital si tiene de 10 a 13 tipos de controles. Para el caso del tipo de control para el cual no hay información, la información disponible para el país se escaló a 13, el mayor número posible de tipos de controles.

(4) El país tiene más de un ancla nominal.

Fuentes: "De Facto Exchange Rate Arrangements and Anchors of Monetary Policy", en: *International Monetary Fund*, ob. cit.

Bank for International Settlements. "Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Techniques and Implications." Bank for International Settlements (BIS) papers núm. 24, Basilea, 2005. *Gráficos 7.5 y 7.6.*

## Recuadro 11.2 Las economías emergentes: regímenes monetarios y cambiarios

**Mapa 11.1** Los regímenes de política monetaria en las economías emergentes

El Cuadro 11.1 y el mapa adjunto presentan los regímenes monetarios y cambiarios de las economías emergentes. Por comparación, el cuadro incluye información sobre los regímenes monetarios y cambiarios de los países desarrollados y del grupo de los otros países; este último grupo está conformado por una serie de países de ingreso bajo y por países pequeños.

Una de las características de los regímenes monetarios y cambiarios de las economías emergentes es la diversidad: en el grupo de las economías emergentes existen varios países en cada uno de los regímenes. Por otro lado, las economías emergentes con ancla de meta de inflación o monetaria, por lo general, intervienen

en el mercado cambiario. Esto contrasta con el grupo de las economías avanzadas, en donde la flotación es más generalizada.

En el grupo de los países desarrollados los regímenes de política monetaria más comunes son el de meta de inflación y el de moneda común (específicamente el euro). En el grupo de los otros países, el ancla más popular es la cambiaria, lo cual es bastante corriente en una cantidad de países pequeños. Además, a diferencia de las economías emergentes y de las economías avanzadas, en el grupo de los otros países (los países en desarrollo que no son considerados como economías emergentes), el régimen de meta de inflación es bastante raro.

La enseñanza parece ser que no es necesario implementar una política contractiva cuando el financiamiento externo es escaso, pero que, cuando existen objetivos de tasa de cambio, esta política puede ser vista por algunos como necesaria. La defensa de la tasa de cambio es costosa, pues refuerza el efecto recesivo de la reducción del financiamiento externo que frecuentemente viene acompañado de menores precios de las exportaciones y de un menor nivel de actividad económica global.

Otro nombre de la política monetaria procíclica es el **miedo a flotar**. El ciclo de las variables externas está caracterizado por fuertes tendencias hacia la apreciación y la depreciación de la tasa de cambio, y una tendencia relativamente generalizada de la política monetaria en las economías emergentes es la de tratar de evitar tanto apreciaciones como grandes depreciaciones de la tasa de cambio. La práctica del miedo a flotar requiere que los bancos centrales aumenten (disminuyan) las tasas de interés y vendan (compre) reservas internacionales cuando salen (entran) capitales.

El miedo a flotar también puede llevar a las autoridades a imponer controles al movimiento internacional de capital, los cuales pueden consistir en la prohibición total, el requisito de autorización o registro, o en un depósito no remunerado al endeudamiento externo. Los estudios sobre el tema concluyen que si los controles de capital funcionan, es decir, si evitan el movimiento de capital, sólo influyen en el corto plazo, pues en el largo plazo los agentes aprenden a evadir dichos controles. Como la efectividad de los controles es incierta, esta clase de política implica una solución no transparente al trilema.

Dentro de las razones que se citan para el miedo a flotar están el traspaso o *pass-through* y la dolarización de pasivos. El traspaso será tema del capítulo siguiente. La **dolarización de pasivos** consiste en que el balance de los agentes tiene más pasivos que activos en moneda extranjera y, por lo tanto, es vulnerable a una depreciación de la tasa de cambio.

Una de las razones de la dolarización de pasivos es precisamente la rigidez de la tasa de cambio, pues si los agentes no perciben riesgo cambiario pueden asumir pasivos no cubiertos en moneda extranjera. El riesgo de devaluación es entonces endógeno a la rigidez de la tasa de cambio. Los regímenes de tasa de cambio rígida no crean en los agentes un incentivo para cubrirse de los riesgos cambiarios. En contraste, los regímenes de tasa de cambio flotante incentivan que los agentes se cubran del riesgo cambiario (ver Chang y Velasco, 2004).

Otra de las razones del miedo a flotar es la **dolarización parcial**, en la Sección 13.5 se explica en qué consiste la dolarización parcial y se consideran sus implicaciones de política. La dolarización parcial crea fuertes presiones ante el banco central para que no permita movimientos de la tasa de cambio.

---

Para dar rigidez a la tasa de cambio, los bancos centrales suben las tasas de interés y reducen las reservas internacionales cuando sale capital, y hacen lo contrario cuando entra capital, lo cual se conoce como el miedo a flotar.

El miedo a flotar está motivado en el traspaso y en la dolarización de pasivos, y no sólo se debe a la dolarización de pasivos, sino que la fomenta. Otra razón para el miedo a flotar es la dolarización parcial.

---

### 11.2.6 Estabilidad del régimen, independencia de los bancos centrales y estabilidad macroeconómica

La **independencia del banco central** es el grado de autonomía de sus decisiones con respecto al ejecutivo. La independencia es importante para que las decisiones de política monetaria respondan siempre al interés general. La independencia permite además que haya estabilidad del régimen de política monetaria en el tiempo, lo cual es fundamental para la estabilidad macroeconómica y la estabilidad de las reglas del juego.

---

La estabilidad del régimen de política monetaria depende entre otros factores de la independencia del banco central.

La decisión fundamental de la política monetaria debe consultar el interés general en el largo plazo y comúnmente se toma como respuesta a una crisis.

Los cambios frecuentes de régimen son signo de inestabilidad institucional y frecuentemente terminan en inestabilidad macroeconómica y, en ocasiones, en hiperinflación.

---

Por lo general, los cambios de régimen de política monetaria son producto de la respuesta a una crisis. Las crisis se presentan cuando los factores externos están en su punto bajo y la política monetaria y el régimen mismo están sometidos a dilemas y presiones. Según Milton Friedman de la Universidad de Chicago, es importante que los economistas mantengan las (buenas) opciones abiertas para los momentos de crisis.

Cambios en la dirección o magnitud de los factores externos pueden no estar alineados con los intereses de algunos grupos. Con la frecuencia con que cambian los factores externos, algunos grupos u otros solicitarán un cambio u otro en el régimen de la política monetaria. Cuando el régimen de la política monetaria cambia cada vez que cambian los factores externos y los intereses de los grupos de presión, se crea inestabilidad macroeconómica y a menudo hiperinflación. Los casos de Argentina y Ecuador son algunos que pueden citarse.

Para poner un ejemplo, tanto las entradas de capital como el incremento en el precio de las exportaciones tienden a apreciar la tasa de cambio, pues los ingresos extras tienden a ser canalizados por el sector financiero hacia el gasto en bienes no transables, verbigracia, la finca raíz. La apreciación de la tasa de cambio puede ser opuesta por grupos, por ejemplo, los exportadores. Los factores externos, entonces, plantean un dilema entre la "competitividad" o, más exactamente, entre el interés de los exportadores y la movilidad internacional del capital.

La movilidad internacional del capital beneficia la profundización y diversificación de los mercados financieros y por ello tiene beneficios en el largo plazo. Estos beneficios estarán dispersos en la población y serán de largo plazo. Lo más seguro es que el interés general no tenga representación ante el gobierno en la forma de un grupo de presión. En contraste, los exportadores más seguramente podrán expresar su interés ante el gobierno. La decisión fundamental de la política debe considerar el interés general, y la permanencia del régimen dependerá de aspectos institucionales como la independencia del banco central y factores de economía política, como la inclinación del gobierno de turno y la capacidad de los economistas para conocer y comunicar las alternativas que responden mejor al interés general.

Las salidas de capital también pueden plantear dilemas y generar presiones de los grupos de interés que pueden asimismo intentar cuestionar la validez del régimen de política monetaria. Si la tasa de cambio es rígida o existen metas como por ejemplo bandas reptantes, la defensa de los objetivos de tasa de cambio durante una salida

de capital requerirá un aumento de las tasas de interés que profundizaría el efecto recesivo de la salida de capital. La depreciación de la tasa de cambio podría no convenir a grupos como los bancos si tienen pasivos netos en moneda extranjera. El alza de las tasas de interés podría no convenir al interés general si profundiza la recesión, pero la depreciación de la tasa de cambio no conviene a ciertos grupos que sí pueden capturar la atención de las autoridades.

### 11.3 ¿LA POLÍTICA MONETARIA DEBE RESPONDER AL PRECIO DE LOS ACTIVOS O TRATAR DE ESTABILIZARLOS?

#### 11.3.1 El ciclo del crédito y del precio de los activos

Por la magnitud de sus movimientos y su correlación, los factores externos logran imprimir un comportamiento cíclico sobre variables financieras, tales como la cantidad de crédito en la economía, el precio de los activos y la riqueza de los agentes. Llamamos **ciclo financiero** al ciclo del crédito y del precio de los activos<sup>12</sup>.

Durante la fase expansiva del ciclo, los altos precios de los productos básicos y los bajos niveles de prima por el riesgo crediticio, *EMBI spread*, inducen entradas de capital que tienden a estimular la actividad económica y a apreciar la tasa de cambio. El auge de la actividad económica aumenta la demanda y el precio de activos como las acciones, la propiedad comercial y la vivienda.

El mayor precio de los activos aumenta la riqueza de las empresas, los hogares y el gobierno. En el caso del gobierno, la apreciación de la tasa de cambio reduce la deuda externa y, por este medio, puede aumentar la riqueza neta del gobierno. La mayor riqueza financiera de hogares, empresas y del gobierno mejora sus posibilidades de endeudamiento, y el mayor endeudamiento posibilita una expansión de la demanda. Todos estos elementos constituyen la fase expansiva del ciclo financiero, caracterizada por entradas de capital, endeudamiento, aumento del precio de los activos, apreciación de la tasa de cambio y aumento de la demanda.

A medida que aumenta el apalancamiento, aumenta el nivel de riesgo de las inversiones y las condiciones para el comienzo de la fase recesiva del ciclo comienzan a consolidarse. El apetito por el riesgo de los inversionistas internacionales puede cambiar súbitamente, en especial si está motivado por noticias políticas o financieras. El *EMBI spread* aumenta causando depreciación de la tasa de cambio, es decir, caída en el precio de uno de los activos en la economía, el precio de la moneda nacional. Para intentar evitar la depreciación de la tasa de cambio, y por el efecto que esto

---

Con frecuencia los factores externos generan un ciclo en el crédito y en el precio de los activos.

Durante la fase expansiva del ciclo hay auge en el precio de las exportaciones, entradas de capital, aumento del crédito y del precio de los activos e incremento de la demanda; durante la fase recesiva del ciclo todos estos factores colapsan.

---

12 El término ciclo financiero ha sido de poco uso en la literatura. Ha sido utilizado entre otras ocasiones en una conferencia en el Fondo Monetario Internacional y en otra conferencia por el Banco de Inglaterra: véase International Monetary Fund (2008) y Gieve (2008). Por esta razón, en tanto que sea posible nos referimos al fenómeno como el ciclo del crédito y del precio de los activos.

puede ocasionar sobre los agentes endeudados en dólares, incluido el gobierno, el banco central puede vender reservas internacionales y aumentar las tasas de interés. Esto sucedió de manera generalizada durante la crisis de fin del siglo XX pero, como veremos más adelante, no parece ser el caso durante la Gran Recesión de 2009 (ver también el *Recuadro 12.3*, “Las economías emergentes: la regla de Taylor y la postura de la política monetaria”, en el Capítulo 12).

El aumento en las tasas de interés disminuye el precio de los activos. El mecanismo es el siguiente: como vimos en el Capítulo 9, el precio de un activo, como por ejemplo una acción, es el valor descontado de sus dividendos futuros; de la misma forma, el precio de cualquier activo o proyecto de inversión es el valor descontado de los flujos futuros. Por ejemplo, una de las formas de valorar la finca raíz es por medio del valor presente del arrendamiento o renta mensual. El aumento de las tasas de interés, por tanto, disminuye el precio de activos, tales como las acciones y la finca raíz. La caída en el precio de los activos deteriora la riqueza de los agentes y, a su vez, el menor nivel de riqueza, junto con las mayores tasas de interés, conduce a una reducción de la demanda agregada. Así se configura la parte recesiva del ciclo financiero, que consiste en salidas de capital, reducción en el endeudamiento de los agentes, caída en el precio de los activos, depreciación de la tasa de cambio y caída en la demanda agregada<sup>13</sup>.

El *Recuadro 11.3*, “Las economías emergentes: el ciclo del crédito y del precio de los activos” muestra cómo los períodos de entrada y salida de capital tienen importantes repercusiones sobre el crédito, la tasa de cambio y el precio de los activos en América Latina.

### 11.3.2 ¿Debe la política monetaria responder al ciclo financiero?

Los períodos de abundancia de capital internacional y de auge en el precio de las exportaciones, del crédito y del precio de los activos frecuentemente terminan en crisis caracterizadas por el colapso de todos ellos. Existe un debate acerca de si la política monetaria, de manera concreta el manejo de las tasas de interés, debería responder al ciclo financiero o debería limitarse a perseguir la estabilidad de precios. El debate está lejos de ser concluido.

Los que están a favor de que la política de tasas de interés tenga en cuenta el ciclo financiero argumentan que finalmente estas variables tendrán efecto sobre la inflación, a través del ciclo económico, y que las burbujas y su posterior rompimiento pueden llevar a períodos de recesión y deflación o eventualmente a períodos de mayor inflación, debido al costo monetario de los rescates bancarios. Por su parte, los que argumentan que la política de tasas de interés no debería tener en cuenta el ciclo financiero, dicen que hay un problema de número de instrumentos y objetivos, que las tasas de interés deben perseguir el

---

Algunos argumentan que las tasas de interés deberían subir durante el auge, no sólo para contrarrestar el aumento de la inflación y la demanda, sino también para evitar la formación de burbujas en el crédito y en el precio de los activos. Otros argumentan que la acumulación de riesgos en los bancos es problema de los bancos y de las políticas de regulación financiera.

---

13 Dicho sea de paso, el tránsito de la fase baja a la fase alta del ciclo de los factores externos hace aumentar la actividad económica y aprecia la tasa de cambio. Por esta razón la tasa de cambio frecuentemente muestra el signo no esperado en las estimaciones de las curvas de demanda agregada, que se explican en el Capítulo 12.

objetivo de inflación y que la solidez (*resilience*) del sector financiero es responsabilidad de los mismos bancos y de la política de regulación financiera, mas no de la política monetaria.

A raíz de la Gran Recesión de 2009 y del papel que desempeñó la falta de regulación en la acumulación de riesgos en el sector financiero de los países desarrollados, se espera un viraje hacia una mayor regulación de la banca. La regulación prudencial, que consiste en requisitos de solvencia, liquidez, apalancamiento y análisis de riesgo, puede ayudar a aumentar la estabilidad de los sistemas financieros y a atenuar las consecuencias del ciclo financiero sobre la actividad económica y la inflación<sup>14</sup>.

---

14 Para una visión autorizada sobre este tema ver White (2008).

**RECUADRO 11.3** Las economías emergentes: el ciclo del crédito y del precio de los activos

En este recuadro estudiamos la influencia de los factores externos sobre el ciclo del crédito y del precio de los activos. Como el ciclo del crédito y del precio de los activos está estrechamente relacionado con el ciclo de los factores externos, en este recuadro hacemos referencias continuas al *Gráfico 11.6* del *Recuadro 11.1*, "Las economías emergentes: los factores externos de la política monetaria". El ciclo del crédito y del precio de los activos está estrechamente relacionado con el ciclo de los factores externos y el ciclo del PIB. En la fase ascendente los factores externos están en auge, al mismo tiempo que el crédito y el precio de los activos aumentan. En la fase descendente los factores externos se deterioran, el crédito crece a una tasa menor, posiblemente negativa, y el precio de los activos disminuye.

El *Gráfico 11.7* muestra algunas de las variables del ciclo del crédito y del precio de los activos. La primera es la relación crédito sobre PIB que es una medida general del nivel de apalancamiento en una economía. También presentamos dos variables del ciclo del precio de los activos. La primera es la tasa de cambio real multilateral que estudiamos en el Capítulo 5. En el gráfico la tasa de cambio se presenta en desviación porcentual con respecto a su promedio. La segunda es la prima por el EMBI. Cuando la prima sube el precio de los bonos baja, por lo tanto, la prima mantiene una relación inversa con el precio de un activo en particular, los bonos. El panel superior izquierdo del *Gráfico 11.7* muestra que hasta más o menos 1997 el crecimiento del apalancamiento en Chile, Colombia y Perú es alto y las tasas de cambio reales en estos países se aprecian. Según el *Gráfico 11.6*, hasta más o menos 1997 hay abundante entrada de capital a América Latina y la brecha del producto es positiva y creciente. Continuando con el *Gráfico 11.7*, a partir de 1998 y hasta 2002 el crecimiento del apalancamiento disminuye, la prima del EMBI aumenta y las tasas de cambio se deprecian. Este período coincide, según el *Gráfico 11.6*, con menores flujos de capital a América Latina, caída en el precio de las exportaciones y en el PIB externo y caída en la brecha del producto. Volviendo al *Gráfico 11.7*,

a partir de 2003, aproximadamente, el crecimiento del apalancamiento vuelve a aumentar, la prima del EMBI se reduce, las tasas de cambio se aprecian. Según el *Gráfico 11.6*, este período coincide con mayores entradas de capital, mayores precios de las exportaciones, mayor nivel de actividad económica externa y brecha del producto positiva y creciente.

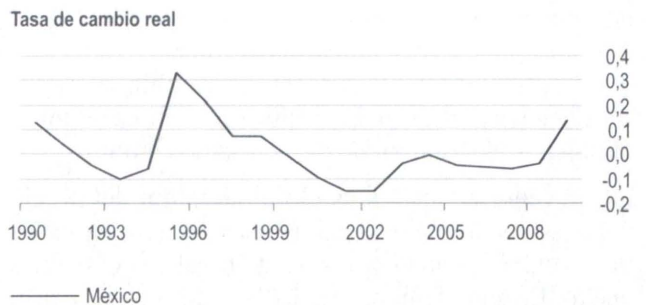
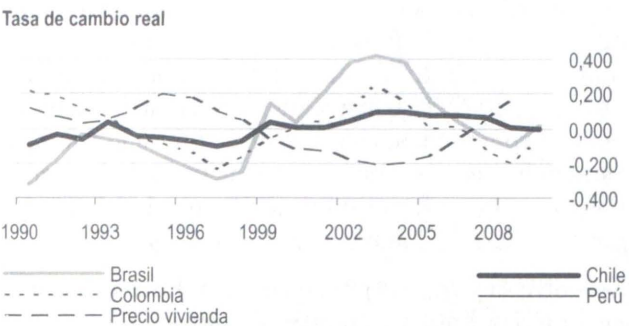
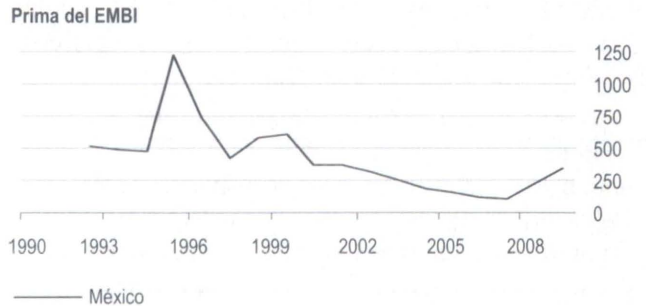
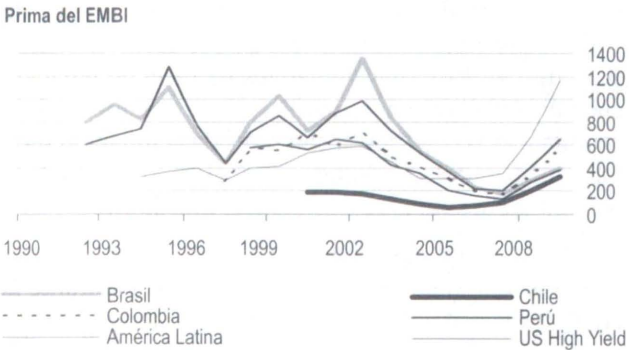
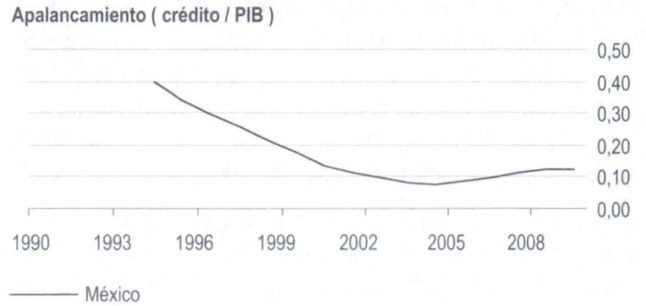
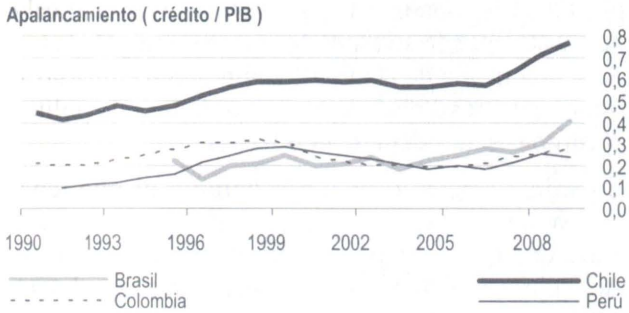
Adicionalmente el *Gráfico 11.7* muestra la correlación entre el US High Yield y la prima del EMBI en Chile, Colombia y Perú, tema que también se estudió en el *Recuadro 8.2*, "Las economías emergentes: el EMBI spread en la aldea global". El nivel de actividad económica de los países avanzados está inversamente correlacionado con el US high yield y a su vez el US high yield está positivamente correlacionado con (la suma de) los factores externos de la política monetaria en América Latina y con el PIB de América Latina.

El precio de la finca raíz es otro precio de un activo que fluctúa con el mismo ciclo. El gráfico sobre la tasa de cambio muestra el precio real de la vivienda para el caso del país con el que contamos con datos, Colombia. El precio de la vivienda está expresado en términos reales y como desviación porcentual con respecto a su promedio. El gráfico muestra que cuando la tasa de cambio se aprecia (deprecia), es decir, cuando el valor de la moneda doméstica aumenta (disminuye), el precio de la finca raíz también aumenta (disminuye).

El caso de México es diferente. El caso de este país se muestra en los paneles del lado derecho del *Gráfico 11.7*. En 1995, durante la llamada crisis del Tequila, la prima del EMBI aumentó y la tasa de cambio se depreció. Según el *Gráfico 11.6* en este año los flujos de capital y el precio de las exportaciones estuvieron en un punto relativamente bajo y la economía cayó en una profunda recesión. A partir de la crisis del Tequila, la evolución del crédito y del precio de los activos, así como el ciclo económico no parece seguir los factores financieros y externos del resto de los países de América Latina en cuestión.

**Gráfico 11.7 El ciclo del crédito y del precio de los activos**

El ciclo del crédito y del precio de los activos está estrechamente relacionado con el ciclo de los factores externos que se presentan en el Gráfico 11.6. En la fase ascendente los factores externos están en auge al mismo tiempo que el crecimiento del crédito y el precio de los activos aumentan. En la fase descendente los factores externos se deterioran, el crédito crece a una tasa menor o decrece y precio de los activos disminuye.



*Fuentes y metodología:* Los datos de crédito son de crédito al sector privado en moneda nacional y extranjera con fuente bancos centrales. Los datos de PIB a precios corrientes tienen como fuente World Economic Outlook Database, Abril 2009. Los datos de prima del EMBI tienen como fuente a Bloomberg Financial Services. Los datos de tasas de cambio real multilateral son cálculos del autor (ver Capítulo 5) con base en datos de la Estadísticas Financieras Internacionales del FMI y Bloomberg Financial Services.

**RECUADRO 11.4****Las economías emergentes: el ciclo financiero y la política monetaria**

La respuesta de la política monetaria al ciclo de los factores externos, del crédito, del precio de los activos y de la actividad económica puede ser procíclica o contracíclica. Durante la crisis del Tequila y la crisis de fin del siglo XX la política monetaria fue procíclica, y durante la Gran Recesión de 2009 fue contracíclica. El *Gráfico 11.8* presenta la respuesta de la política monetaria en algunos de los países más grandes de América Latina. Estos países tienen régimen de meta de inflación, son exportadores de productos básicos y conforman alrededor de las 3/4 partes del PIB de América Latina.

En el *Gráfico 11.8* el choque a los factores externos está aproximado por la prima del EMBI. Cuando la prima es alta (baja), las entradas de capital son bajas (altas) y el precio de las exportaciones también está en un nivel bajo (alto). Los aumentos en la prima del EMBI señalan la crisis de fin de siglo, el aumento del precio del riesgo en 2002 y la Gran Recesión de 2009.

Durante la crisis de fin de siglo la política monetaria respondió de forma procíclica. Las tasas de interés nominales y reales aumentaron en respuesta al colapso de los factores externos. Durante la Gran Recesión de 2009 la política monetaria respondió de forma contracíclica, es decir, las tasas de interés nominales y reales disminuyeron en respuesta al nuevo entorno internacional.

No obstante, el aumento de las tasas de interés nominales y reales durante la crisis del fin del siglo XX, en algunos casos con tasas de interés reales entre 20% y 40% y 69%, las tasas de cambio de todas formas se depreciaron. La política procíclica no logró el objetivo de estabilidad de la tasa de cambio.

Otro evento de interés es el del aumento del precio del riesgo en los mercados financieros internacionales durante 2002, con la crisis de las prácticas contables en los Estados Unidos. El EMBI *spread* de Brasil aumentó mucho más que en los demás países causando una fuerte depreciación de la tasa de cambio que se reflejó en un aumento de la inflación (*Gráfico 11.8*).

La opción que tomó la autoridad monetaria fue la de un fuerte aumento de la tasa de interés de política, la tasa SELIC, que mantuvo la tasa real levemente decreciente. El salto de la tasa de cambio causó un aumento predeciblemente transitorio en la inflación. El efecto del traspaso o *passthrough* bajaría al cabo de un año cuando se esperaba que disminuyera la tasa de depreciación de la tasa de cambio. Sin embargo, el Banco do Brasil decidió aumentar la tasa de política al ritmo del aumento de la inflación.

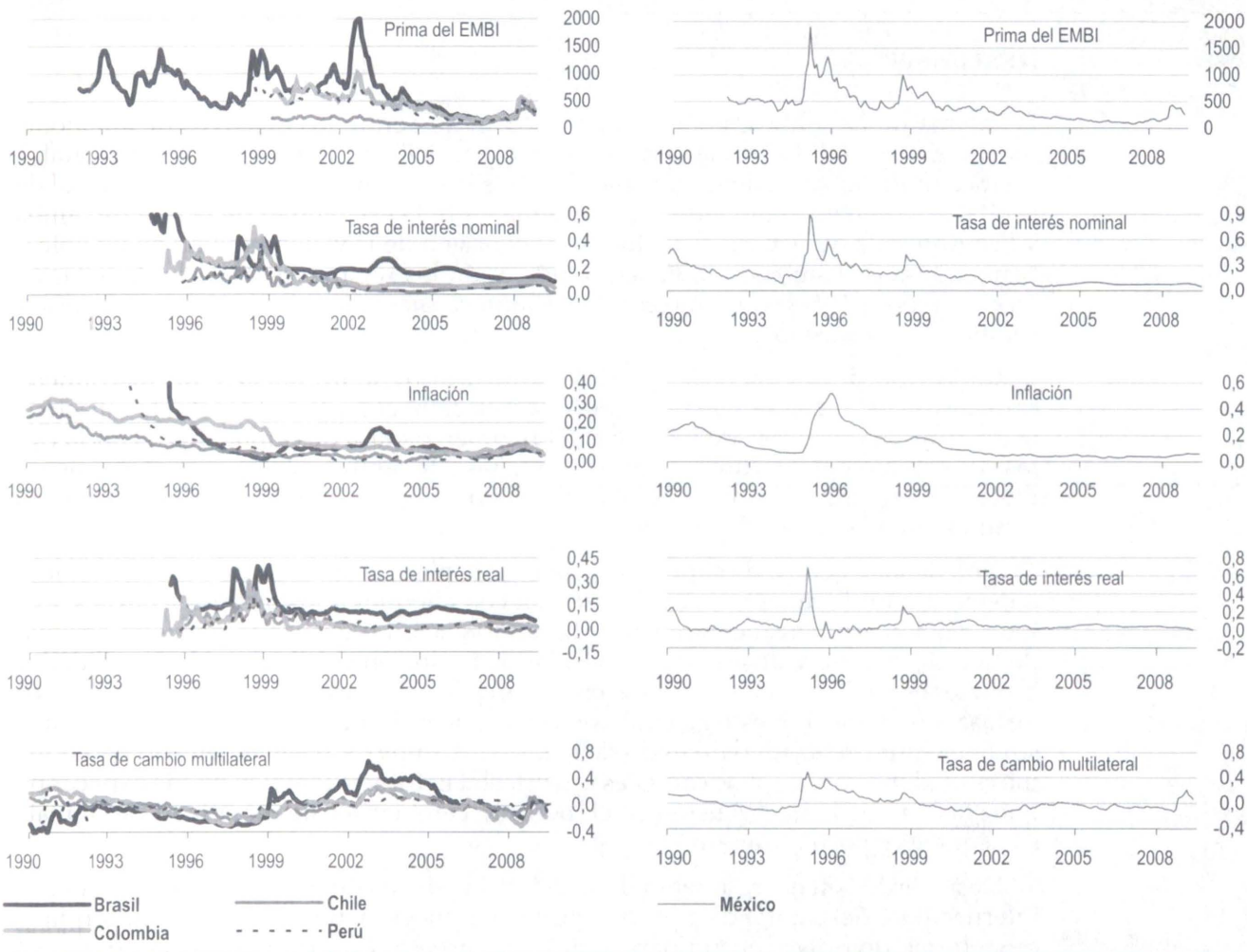
Lo mismo ocurrió en Perú durante el comienzo del choque, aunque en menor magnitud y de forma transitoria que fue rápidamente abortada. En los casos de Chile, Colombia y Perú, puede verse que durante 2002 las tasas de interés reales disminuyeron como consecuencia de una política de tasas de interés de política que miró más allá de choque; es decir, los bancos centrales con sistemas operativos de meta de inflación que miran hacia adelante, predijeron que el aumento de la depreciación de la tasa de cambio y de la inflación sería transitorio, y decidieron no mover el instrumento de la política monetaria ante este choque transitorio.

Finalmente, el caso de México, el EMBI *spread* aumentó durante la crisis de fin de siglo y durante la crisis de las prácticas contables en Estados Unidos en 2002. Pero estos aumentos fueron mínimos comparados con los de otros países de América Latina durante el mismo episodio y con los del mismo país durante la crisis del Tequila, en 1995. Como se aprecia en el *Gráfico 11.8*, en marzo de 1995 la tasa de interés de política en términos reales alcanzó el 69%. Por fortuna estas políticas procíclicas ya no fue parte de la agenda durante la Gran Recesión de 2009 cuando México ya tenía una tasa de cambio flotante (*Gráfico 11.8*).

Más análisis sobre la postura de la política monetaria en América Latina se presenta en el *Recuadro 12.3*, “Las economías emergentes: la regla de Taylor y la postura de la política monetaria”.

**Gráfico 11.8 El ciclo financiero y la respuesta de la política monetaria**

Durante la crisis del Tequila y durante la crisis del fin del siglo XX, la política monetaria en América Latina fue procíclica y durante la Gran Recesión de 2009 la política fue contracíclica.



*Fuentes y metodología:* La tasa de interés de política es para Brasil, la tasa SELIC (Tasa promedio de los préstamos entre bancos comerciales). Hasta junio de 1999 la fuente es Estadísticas Financieras Internacionales del FMI, posteriormente el Banco Central de Brasil. Para Chile la tasa de política es la tasa de interés interbancaria a 1 día (promedio del sistema financiero), fuente: Banco Central de Chile. Para Colombia la tasa de política es la tasa interbancaria (tasa promedio ponderada de los préstamos entre entidades financieras) hasta el año 2001 la fuente es la base de datos de las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI y posteriormente el Banco de la República. Para México utilizamos la tasa promedio ponderada de los préstamos entre entidades financieras (TIIE). Hasta abril de 1996 la fuente es Estadísticas Financieras Internacionales del FMI, posteriormente el Banco de México. Para Perú la tasa de política es la tasa interbancaria o tasa promedio ponderada de los préstamos entre los bancos comerciales en moneda nacional. Hasta el año 2000 la fuente es Estadísticas Financieras Internacionales del FMI y posteriormente el Banco Central de Reserva del Perú. Los datos de prima del EMBI tienen como fuente a JP Morgan (Bloomberg Financial Services) y los datos de inflación y tasas de cambio tienen como fuente las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI y Bloomberg Financial Services.

**Las noticias:** “La política económica: lo urgente y lo importante”, El artículo hace un análisis del efecto del ciclo del crédito y del precio de los activos en las economías avanzadas y en España en particular, y también expone el tipo de respuesta de la política económica. La crisis financiera global de 2008/2009 hizo que las economías avanzadas mostraran ciclos cuyos síntomas son los que comúnmente se presentan en las economías emergentes. Ver Óscar Fanjul (2009).

## RESUMEN

El trilema de la política monetaria consiste en que entre los objetivos de autonomía monetaria, estabilidad de la tasa de cambio y movilidad internacional del capital, la política monetaria puede lograr sólo dos de ellos. Si hay movilidad internacional del capital, el trilema se convierte en un dilema entre la estabilidad de la tasa de cambio y la autonomía monetaria. Este dilema es el origen de la visión bipolar: en un polo se tiene la tasa de cambio flotante, en donde están los regímenes de meta de inflación; en el otro polo, la tasa de cambio es fija, y aquí se encuentran los regímenes de tasa de cambio fija no ajustable.

Cada tipo de régimen de política monetaria tiene un ancla y un instrumento característicos. En el régimen de metas de inflación, el ancla es la meta de inflación y el instrumento es la tasa de interés; en el régimen de tasa de cambio fija, el ancla es la tasa de cambio y el instrumento puede ser la tasa de cambio misma, y en el régimen de metas de agregados monetarios, el ancla es un agregado monetario y el instrumento comúnmente es la tasa de interés.

Uno de los intentos de superar el dilema que plantea un ancla de meta de inflación o de cantidad de dinero, en una economía con choques a los factores externos, es la intervención en mercado cambiario. La intervención esterilizada persigue objetivos de tasa de cambio y de tasa de interés. De acuerdo con el trilema, si la movilidad de capitales es perfecta, la intervención en el mercado cambiario no puede lograr objetivos de tasa de cambio. Por esto generalmente los bancos centrales que intervienen lo hacen sin perseguir un objetivo definido de la tasa de cambio, y posiblemente lo hacen bajo movilidad internacional de capitales imperfecta. El trilema también puede explicar por qué el efecto de la intervención en el mercado cambiario bajo movilidad de capitales es pequeño y poco duradero.

De acuerdo con el argumento de la disciplina de los flujos de capital, la movilidad internacional del capital disciplina la política monetaria, pues exige a las autoridades monetarias una decisión fundamental transparente. Con transparencia en el ancla nominal, la movilidad internacional del capital evita que la estabilidad de precios quede en riesgo. En contraste, sin movilidad de capital, o si ésta no se permite, los bancos centrales pueden tener autonomía monetaria y estabilidad de la tasa de cambio. Bajo estas circunstancias no es necesario que el banco central dé una respuesta transparente al trilema, y a menudo los regímenes terminan siendo híbridos, opacos y sin ancla única. Estos regímenes son vulnerables a los intereses de los grupos de presión y pueden poner en riesgo la estabilidad macroeconómica y la estabilidad de precios.

En las economías emergentes y en desarrollo los regímenes de política monetaria de forma constante son puestos a prueba por choques enormes a factores externos. Los factores externos de la política monetaria son principalmente los flujos de capital y el precio de los productos básicos. Los choques a los factores externos son grandes y correlacionados.

Los cambios en los factores externos plantean dilemas a la política monetaria y, por lo general, llevan a presiones para el cambio del régimen. Estos cambios pueden llevar a regímenes no transparentes que pueden poner en riesgo la estabilidad macroeconómica y la estabilidad nominal, o pueden llevar a la crisis un régimen no transparente.

La decisión fundamental de la política monetaria es la selección del régimen. Esta decisión debe consultar el interés general en el largo plazo. La estabilidad del régimen debe preservarse mediante el adecuado diseño de las instituciones y se preserva mejor si el banco central es independiente. Los cambios frecuentes de régimen pueden llevar a la inestabilidad macroeconómica, a la falta de credibilidad de la política monetaria y en ocasiones a la hiperinflación. Por esto la independencia del banco central y la estabilidad de los regímenes de política monetaria son importantes para preservar la estabilidad macroeconómica y de precios.

La teoría de la escogencia óptima del régimen cambiario es la de las áreas monetarias óptimas. Esta teoría se basa en un análisis del grado de correlación de los choques de un país en comparación con los choques al país de referencia. Si los choques son correlacionados, el régimen óptimo es el de tasa de cambio fija; si los choques son no correlacionados, el régimen óptimo es el de una política monetaria autónoma.

Si para un país el régimen óptimo es de flotación, la tasa de interés sería administrada de forma autónoma y potencialmente contracíclica. No obstante, en el grado en el que los choques son asimétricos y los grupos de presión interesados en la estabilidad de la tasa de cambio capturen la atención de las autoridades, la política monetaria tenderá a ser procíclica.

Por su efecto sobre el comercio internacional y el valor neto de los portafolios denominados en varias monedas, la tasa de cambio tiene una importancia central y es posible que genere importantes intereses y dilemas que pueden presionar a los encargados de la política monetaria. En las economías con choques asimétricos y objetivos cambiarios las autoridades monetarias pueden intentar dar rigidez a la tasa de cambio por medio de una política de tasas de interés procíclica, control al movimiento internacional de capital e intervención masiva en el mercado cambiario; esto se conoce como el miedo a flotar. La búsqueda simultánea de objetivos internos y de tasa de cambio con frecuencia lleva a regímenes híbridos y no transparentes que pueden poner en riesgo la estabilidad macroeconómica y la estabilidad de precios. Por esto es importante que la decisión fundamental de la política monetaria, la transparencia del régimen de política y su estabilidad estén garantizadas institucionalmente.

La independencia del banco central es el grado de autonomía de sus decisiones frente al ejecutivo. Es fundamental para preservar la estabilidad del régimen de política monetaria y la estabilidad macroeconómica. Los regímenes de política monetaria no pueden cambiar junto con los intereses de corto plazo de los distintos grupos de presión, pues los cambios frecuentes de régimen lesionan la credibilidad del banco central y la

estabilidad macroeconómica. Además, los intereses de uno u otro grupo, que cambian con el estado de la economía y de los factores externos, no necesariamente consultan el interés general en el largo plazo.

No obstante, durante las crisis, es posible que los factores externos de la política monetaria planteen dilemas que pueden llevar a cambios en el régimen de política. Un cambio tal puede ser legítimo si consulta el interés general en el largo plazo. La academia y los organismos internacionales están en posición de hacer una labor de asesoría para mantener disponibles las opciones legítimas en los momentos de crisis.

Con frecuencia los factores externos generan un ciclo en el crédito y en el precio de los activos. Durante la fase expansiva del ciclo hay auge en el precio de las exportaciones, entradas de capital, aumento del crédito y del precio de los activos y aumento en el nivel de actividad económica. Durante la fase recesiva todos estos factores colapsan, y la reducción del crédito y del precio de los activos frecuentemente está acompañada de crisis bancarias que propagan y amplifican el efecto de los choques externos y el del ciclo financiero sobre el nivel de actividad económica.

Algunos economistas plantean que la política de tasas de interés debería tener en cuenta el ciclo financiero para evitar la formación de burbujas que después del aterrizaje abrupto tendrían consecuencias sobre la actividad económica y la inflación. Otros argumentan que la acumulación de riesgos en el sector financiero es problema de los bancos y de la regulación financiera. Sobre el tema aún no hay consenso.

## TÉRMINOS CLAVE

- ancla nominal
- caja de convertibilidad
- choques asimétricos
- choques simétricos
- ciclo financiero
- decisión fundamental de la política monetaria
- dolarización
- dolarización de pasivos
- dolarización parcial
- flotación intervenida
- independencia de los bancos centrales
- meta final de la política monetaria
- meta intermedia de la política monetaria
- meta operativa de la política monetaria
- miedo a flotar
- movilidad de capitales
- política monetaria contracíclica
- política monetaria procíclica
- régimen de bandas cambiarias,
- régimen de meta de inflación
- régimen de metas de agregados monetarios

- régimen de tasa de cambio fija
- regímenes cambiarios
- regímenes de jure y de facto
- regímenes de política monetaria
- tasa de cambio fija no ajustable
- tasa de cambio fija pero ajustable
- teoría de las áreas monetarias óptimas
- transparencia
- trilema de la política monetaria
- unión monetaria
- visión bipolar

## AUTOEVALUACIONES

1. Explique en qué consiste el trilema de la política monetaria y cuáles son los tres objetivos que no se pueden lograr simultáneamente.
2. Con información de este capítulo y del Capítulo 4, explique en qué consisten las políticas de meta de inflación, de tasa de cambio fija no ajustable y de agregados monetarios. ¿Cuáles son sus respectivas anclas nominales y cuáles sus metas operativas?
3. Desde el régimen de meta de agregados monetarios, ¿qué imposibilita la rigidez de la tasa de cambio si se tiene libre movilidad de capitales?
4. Desde el régimen de tasa de cambio fija no ajustable, ¿qué impide la adopción de una política de meta de inflación si se tiene libre movilidad de capitales?
5. Explique en qué consiste el ciclo financiero. Si hay una entrada de capitales y se quiere evitar la apreciación de la tasa de cambio, ¿qué sucederá con las reservas internacionales y con las tasas de interés?

## AYUDAS INTERACTIVAS EN LA WEB



Simulador modelo de economía cerrada, mapa conceptual y autoevaluaciones.