



LA CONDUCCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN LA REGIÓN¹: ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE EL “OCCASSIONAL PAPER 257” DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

José Alfredo Blanco Valdés²

ablanco@secmca.org

En julio pasado el Fondo Monetario Internacional publicó su OCCASSIONAL PAPER 257: “América Central: Crecimiento económico e integración”. En el presente artículo hago algunas reflexiones sobre el último apartado del citado documento, referido a la “Caracterización de la política monetaria” en la región (por Luis Jácome y Erick Parrado) en dos sentidos: a) el cambio de la forma en que se conduce la política monetaria en la región, a la luz del fuerte impulso de globalización económica generado a inicios de los noventas; y, b) el trabajo que el Consejo Monetario Centroamericano viene realizando respecto de algunos puntos que se mencionan en el documento de mérito.

En primer término, me parece procedente mencionar que el documento en cuestión es un referente valioso para el análisis de la conducción de la política monetaria en la región, porque manifiesta, en forma sucinta y clara, los principales logros y retos de la citada política, sobre todo en lo que se refiere a la implementación y operatividad de la misma. Proporciona, aún más, elementos de discusión asociados a la mejora en la efectividad de la política monetaria regional.

1. De los esquemas monetarios

Respecto de las reflexiones, la primera está asociada a uno de los temas de discusión futura planteados al final del trabajo; en particular, lo relativo a que debe hacerse un estudio de “identificación del régimen cambiario más adecuado para los países centroamericanos; teniendo en cuenta su creciente apertura e integración con la economía estadounidense”. Sobre

¹ Centroamérica y República Dominicana.

² Secretario Ejecutivo de la SECMCA. Las ideas expuestas en estas notas reflejan la opinión personal del autor.



el particular, vale decir que, aunque el análisis respectivo todavía no termina, en los países de la región sí ha habido discusión sobre la definición del esquema monetario más adecuado para cada uno y, en su momento, las discusiones domésticas se han llevado al seno del CMCA para efectos de información y coordinación, teniendo en cuenta la necesidad de avanzar en la armonización regional de la operatividad de las políticas, de manera de eliminar distorsiones macroeconómicas innecesarias entre los países miembros³.

Para poner en contexto lo mencionado, cabe indicar que el evento dominante en la discusión sobre los esquemas monetarios de los países de la región ha sido, al igual que en muchos países, el difícil ambiente global que enfrentan los mismos. En efecto, desde inicios de los años noventas la globalización financiera ha impuesto una restricción fundamental en la conducción de la política monetaria regional. Esta restricción, que en la literatura se conoce como la *Trinidad Imposible de la Macroeconomía Abierta*, se ha generado debido al aumento de los flujos de capital hacia la región, experimentados desde inicios de la citada década, los cuales han venido complicando la efectividad de la política monetaria. Como referencia, cabe indicar que en el período 1990-1999 estos flujos de capital hacia la región ascendieron a US \$1,400 millones en promedio anual, cifra que en el período 2000-2006 subió a US \$4,800 millones; es decir, se triplicó. En dicho comportamiento ha sido importante la inversión extranjera directa, flujos de corto plazo y los otros flujos de capital oficial. De otra parte, en la cuenta corriente de la balanza de pagos las remesas familiares han llegado a representar entre el 10% y 20% del PIB. En este escenario, los Bancos Centrales han debido enfrentar, como se indicó, el bien conocido trilema de la macroeconomía abierta, según el cual, un país no puede mantener al mismo tiempo una Cuenta de Capital abierta, un tipo de cambio fijo y una política monetaria independiente, que se concentre en la consecución de la estabilidad en el nivel general de precios. La monetización externa ha crecido y los Bancos Centrales, al igual que muchos de los Bancos Centrales del mundo, han debido esterilizarla parcialmente y, en algunos, casos en forma total, con la realización de Operaciones de Mercado Abierto, su principal instrumento de control de liquidez primaria, incidiendo, de esta manera en el comportamiento del déficit cuasi fiscal, que es tema importante de discusión cuando se debate sobre la efectividad de la política monetaria.

³ El CMCA está trabajando en la consecución de un espacio financiero regional único, habiéndolo definido como uno de sus objetivos estratégicos del período 2007-2011. Para ello, ha avanzado, entre otros aspectos, en la regionalización de los sistemas de pago, en la armonización y estandarización de la deuda pública y en la armonización de estadísticas monetarias y financieras. Más información sobre estas actividades puede encontrarse en la página Web de la Secretaría (www.secmca.org).



En el contexto descrito, se observa que en correspondencia al aumento en la velocidad de ingreso de capitales a la región observada a inicios de la presente década, también los esquemas monetarios han evolucionado, en el sentido de ir adoptando aquéllos que buscan evitar la restricción que impone la *Trinidad Imposible*, tal y como ha sucedido a nivel mundial⁴. Algunos países lo han hecho en forma explícita. Por ejemplo, después de más de veinte años de tener un esquema de *Minidevaluaciones -Crawling Peg-*, el 17 de octubre de 2006 Costa Rica anunció el inicio de su transición hacia *Inflation Targeting*, comenzando con un esquema de bandas cambiarias; El Salvador, después de tener un Régimen de Metas Monetarias, se dolarizó el 1 de enero de 2001; y, Guatemala en 2005 adoptó el esquema de *Inflation Targeting*; en tanto que otros Bancos Centrales han iniciado procesos para mejorar la efectividad de sus políticas monetarias, considerando que sus esquemas monetarios todavía son los más apropiados de acuerdo a sus características. En este sentido, puede inferirse que los Bancos Centrales de la región están reordenando gradualmente su función de pérdida (loss function) hacia el privilegio de la consecución de la estabilidad en el nivel general de precios. La discusión continúa y es importante, dados los esfuerzos que deben hacerse para continuar con el proceso de desinflación, hacia niveles de los principales socios comerciales, minimizando el costo en términos del producto. En su última reunión, realizada el 29 de junio en San José, Costa Rica, el Consejo Monetario Centroamericano acordó la realización de estudios que sirvieran de base para profundizar la discusión sobre este tema en sus próximas sesiones.

Por último, sólo quisiera comentar sobre la posibilidad de que los Bancos Centrales tengan como objetivo el “nivel de precios” - *Price Level Targeting* - (Svensson 1997) en vez de la “tasa de inflación” - *Inflation Targeting* -, aspecto que es de reciente discusión en la literatura. Me parece que si bien un objetivo de nivel de precios es socialmente más deseable, no se asegura que su implementación sea efectiva porque implicaría, eventualmente, una sobre restricción de la política monetaria, con la posibilidad de incidir en forma adversa en la estabilidad macroeconómica. Otros esquemas monetarios, como el “*nominal income targeting*” y el “*average inflation targeting*” (Vestin 2000), todavía son de reciente inclusión en el debate macroeconómico, por lo que debe vérselos como ejercicios de discusión académica.

⁴ Mark R. Stone y Ashok J. Bhundia describen las tendencias de los regímenes monetarios a nivel mundial en el IMF Working Paper WP/04/191, *A New Taxonomy of Monetary Regimes*, de Octubre de 2004.



2. *De la operatividad de la Política Monetaria*

La segunda reflexión es sobre las medidas para aumentar la efectividad de la política monetaria en las economías no dolarizadas. Jácome y Parrado hacen una síntesis de los temas relevantes, de los cuales haré mención a tres.

- ***Sobre la transparencia y la rendición de cuentas de los Bancos Centrales***

En particular, me parece importante mencionar que si bien ha habido un avance sustantivo en la transparencia y rendición de cuentas de la política monetaria – como lo evidencia el Índice de Cukierman ampliado por Jácome --- que ha influido en la mejora del Índice de Independencia de los Bancos Centrales de la región, es preciso profundizarlos. Lo indicado es importante, porque al reducir las expectativas inflacionarias se reduce el esfuerzo que en términos del producto se debe hacer para disminuir las presiones inflacionarias; es decir, el costo de la desinflación en términos del “sacrificio” del producto se reduce. Esto permite aumentar el ritmo de desinflación, sin restringir la demanda agregada. De hecho, por tal razón el tema de la velocidad en que se piensa reducir la tasa de inflación también es relevante. En algunos países, a nivel técnico, este aspecto está contenido en el corrimiento de sus modelos semi-estructurales de pronósticos de inflación⁵.

La transparencia y rendición de cuentas es un tema de discusión periódica del Consejo Monetario Centroamericano; precisamente, en febrero de 2006 el Consejo requirió profundizar el análisis del mismo al Comité de Política Monetaria⁶, solicitando que el mismo se reforzara con la experiencia dinámica que desde los noventa se experimenta en cada país. En su sesión de junio de 2007 el Consejo conoció una Matriz con los principales puntos del tema de transparencia y en sus próximas sesiones continuará su discusión con el objeto de complementar los esfuerzos que hace cada país y poner en perspectiva la cooperación regional en esta materia. La construcción de modelos semi-estructurales de pronósticos de inflación,

⁵ El tema es importante y debe vérselo con detenimiento. En particular, podría pensarse que un ritmo veloz de desinflación como el experimentado por las “economías en transición” a finales de los noventa y principios de la presente década (en la República Checa, Polonia y Hungría) podría ser apresurado –en particular éstas economías tenían la restricción de cumplir los parámetros de convergencia del Tratado de Maastricht-- ; sin embargo, dado los niveles actuales de inflación en la región, tampoco puede pensarse en periodos muy largos.

⁶ Órgano asesor del Consejo, integrado por los Economistas Jefe de los bancos centrales de la región.



el avance hacia modelos dinámicos de equilibrio general y aspectos de divulgación de decisiones de política son, entre otros, motivo de análisis en la región.

Sólo quisiera agregar que, si bien algunos académicos indican que el análisis del tema conlleva al debate de Reglas versus Discreción (Walsh 2007), hay otros autores que estiman que la transparencia debe aplicarse con la misma intensidad en cualquier escenario, precisamente porque se maximiza el esfuerzo de reducir el costo de la desinflación. En el caso de la región, y coincidiendo con Jácome y Parrado, me parece que lo segundo es aplicable si se toma en cuenta que los niveles de inflación todavía están por encima de los de los países desarrollados.

- ***Sobre Curvas de Rendimiento que ayuden a las señales de Política***

Un campo en el que debe seguirse avanzando para mejorar la efectividad de la política monetaria es el del fortalecimiento de los mercados interbancarios, de deuda pública y de deuda privada. En efecto, el impulso de tales mercados, especialmente de un mercado de deuda pública interno, profundo y líquido, coadyuva a generar una curva de rendimiento que dé señales válidas para la implementación de la política monetaria, en la medida en que se cuente con la referencia de precios y rendimientos de mercado para los valores públicos. Consciente de la importancia de este tema, el Consejo Monetario Centroamericano, en conjunto con los Ministerios de Hacienda y los Entes Supervisores del mercado de valores de la región, inició en 2001 un programa para organizar los mercados domésticos de deuda pública, a efecto de propiciar su desarrollo y profundización, buscando a su vez, la construcción de un mercado regional. Este Programa se mantiene como una de las prioridades del CMCA, el cual, en su nueva fase 2007-2008, está recibiendo asistencia técnica del FMI.⁷

⁷ Este tema se abordó en la Notas Económicas de la Secretaría Ejecutiva del mes de agosto de 2007 y se puede encontrar profusa información en el sitio Web WWW. SECMCA.ORG, en “Proyectos/Deuda Pública”.



- ***Sobre la definición de una función de pérdida de los Bancos Centrales y sobre el Pass-Trough como mecanismo de transmisión de la política monetaria.***

Aunque Jácome y Parrado no lo apuntan en forma explícita, en su artículo elaboran sobre el conflicto de objetivos. El relativo a inflación y crecimiento nos remite al tema de la definición de una función de pérdida de un banco central (Svensson 2005). Algunos autores opinan que, aunque se carezca de un modelo dinámico de equilibrio general para pronosticar la inflación, con sólo indicar en qué porcentaje se prefiere reducir la inflación respecto a promover el crecimiento, se lograría una percepción de preferencia del banco central (Blinder 1995). Otros autores, como Mishkin, sugieren que es muy difícil tal medición y que la discusión no conlleva a buenos resultados; sin embargo, el tema es importante y esta en la agenda de la discusión en cada país y en el CMCA. En particular, algunos bancos publican las minutas de las sesiones de Junta Directiva en la que se tomó decisión respecto de la tasa de política monetaria y todos los bancos publican y divulgan sus decisiones. En ambos casos se puede encontrar la apreciación de los Bancos Centrales respecto a los objetivos indicados. Un tema más profundo que debe seguirse discutiendo es el relativo a inflación y tipo de cambio que, entre otros, depende de la fase de transición de los esquemas monetarios.



Bibliografía

1. Svensson, L.E.O., “*Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets*”. *European Economic Review*, 41(6), June 1997, 1111-1146.
2. Svensson, Lars E.O. “*Further Developments on Inflation Targeting*”. Princeton University, CEPR, and NBER. 2005.
3. Vestin David and Nessén Marianne. “*Average Inflation Targeting*”. July 2003. *Journal of Economic Literature*.
4. Walsh, Carl E. “*Monetary Theory and Policy*”. 2003 Massachusetts Institute of Technology.
5. Mishkin. *The Inflation Targeting Debate*. Edited by Ben S. Bernanke and Michael Woodford. The University of Chicago Press. NBER. 2005.