



Política monetaria en la práctica: evidencia reciente para Centroamérica y República Dominicana (CARD)

Jorge Madrigal*
jmadrigal@secmca.org

Rafael A. Fornet A.† ‡
rfornet@secmca.org

Resumen

La política monetaria ha ido evolucionando desde la creación de los distintos bancos centrales. En los últimos 30 años se ha ido popularizando el esquema de metas de inflación, luego de una migración progresiva desde otros esquemas como los de metas monetarias o de tipo de cambio. Aun así, en la implementación de la política monetaria se mantiene el uso de instrumentos tradicionales y comunes para los distintos esquemas; aunque con cambios en las metas operativas que tiene cada uno. Para el caso de la región de Centroamérica y República Dominicana (CARD), los bancos centrales tienen un objetivo común de estabilidad de precios, con diferentes esquemas para su consecución y, en general, han hecho un uso extensivo de los instrumentos tradicionales como las operaciones de mercado abierto (OMA) o facilidades permanentes de expansión y contracción. En años recientes, se verifica una recomposición en los balances de los bancos centrales de CARD, reflejando los cambios en las operaciones monetarias que realizan.

Introducción

La política monetaria se puede definir como el manejo de la oferta de dinero por parte de los bancos centrales (Ball, 2011). Este manejo se hace para alcanzar varios objetivos, siendo la estabilidad de precios el más importante. Para estos fines, las autoridades monetarias tienen a su disposición un conjunto de herramientas o instrumentos, los cuales usan de forma rutinaria (parte de su operatividad) para controlar variables consideradas como

*Economista Jefe de la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (SECMCA).

†Economista Visitante de la SECMCA. Banco Central de la República Dominicana.

‡Los autores agradecen las valiosas recomendaciones y comentarios recibidos de Odalis Marte, las cuales han enriquecido el documento. Las opiniones expresadas por los autores no necesariamente reflejan los puntos de vista de la SECMCA ni del CMCA.



Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 153, febrero 2024

clave para lograr cumplir los objetivos.

En ese sentido, en esta nota económica se hace un análisis de los diferentes esquemas¹, anclas nominales e instrumentos de la política monetaria dada la evolución que ha experimentado a lo largo de la historia. Asimismo, se estudia la experiencia de los bancos centrales de la región CARD con sus respectivos esquemas y los instrumentos que utilizan para incidir sobre las anclas nominales.

Desde el patrón oro hasta, más recientemente, las metas de inflación, se han implementado distintos esquemas para la conducción de la política monetaria, por lo tanto, se ha requerido la adopción de nuevas anclas nominales con cada uno de estos. Además, el marco de implementación, que envuelve el uso de instrumentos, ha evolucionado, con una creciente sofisticación en su diseño para incidir sobre las variables que sirven como anclas. La consecución de estas resulta primordial en el cumplimiento de los objetivos que tienen los bancos centrales según las legislaciones de cada país.

El resto del documento se divide de la siguiente forma: en la sección dos se abordan los objetivos que tiene la política monetaria y las anclas nominales que se han usado en la historia. En la tercera sección se analiza la importancia de una meta operacional y la elección de esta por parte de los bancos centrales. En tanto, en la sección cuatro se enumeran los instrumentos de la política monetaria más populares y la forma en que se usan. En la quinta sección, se realiza una evaluación de los instrumentos usados en CARD y se verifican los componentes de las hojas de balance de los bancos centrales. Finalmente, se hacen unas reflexiones finales sobre los retos que tienen los países de la región CARD en adoptar nuevos instrumentos y, en general, los desafíos que enfrentan todas las economías en la conducción de la política monetaria (avanzadas y en desarrollo) con una potencial moneda digital.

Los objetivos y las anclas de la política monetaria

Entre los objetivos que tienen los bancos centrales se encuentran la estabilidad de precios, desempeño económico, mercado laboral o una combinación de éstos². Para alcanzar dichos objetivos, las autoridades monetarias definen metas para las variables clave, tales como inflación, crecimiento económico o tasa de desempleo.

¹De acuerdo con Unsal et al. (2022) estos engloban todas las estructuras que facilitan y guían la conducción de la política monetaria.

²Como en el caso de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) que tiene como objetivos la estabilidad de precios y el pleno empleo.



Para el cumplimiento de su mandato, en especial, el de estabilidad de precios, los bancos centrales han adoptado diversos esquemas a lo largo de la historia. Las anclas nominales han ido evolucionando desde el patrón oro, en donde, esencialmente, el dinero en circulación variaba en función de las tenencias de oro, y si éstas se incrementaban al ritmo de la economía, se esperaba un nivel de precios estable.

Una vez abandonado dicho esquema se popularizaron la fijación del tipo de cambio y las metas de agregados monetarios, teniendo un uso extenso en gran parte de los últimos 50 años. En el primer caso, un país con elevada volatilidad de la inflación ata su moneda a la de otro país donde no se experimente dicha volatilidad, logrando que la inflación local converja a la del país al cual se ata la moneda. Mientras que, en las metas de agregados monetarios se imponen tasas de crecimiento para los agregados monetarios controlando la base monetaria, lo que resulta en un incremento del dinero en circulación que es, acorde a este esquema, compatible con la estabilidad del nivel de precios; sin embargo, con las innovaciones financieras el vínculo entre los agregados y la inflación se ha ido deteriorando.

A raíz de la paulatina pérdida del estrecho vínculo entre los agregados monetarios y la inflación, surgió el esquema de metas de inflación, adoptado en Nueva Zelanda en 1990, el cual se ha convertido en el preferido por una creciente cantidad de países (incluyendo todas las economías avanzadas). Un punto central de este esquema es el anclaje de las expectativas de inflación como meta intermedia, con el compromiso de lograr una determinada inflación anual o un promedio en un horizonte de tiempo establecido. Se puede destacar dentro de las metas de inflación el rol que juega la comunicación oportuna al público de las decisiones de política monetaria.

A medida que los bancos centrales han ido evolucionando, con la adopción de distintos esquemas, las variables operaciones y los instrumentos con que operan también han cambiado. Hoy día los bancos centrales usan comúnmente una tasa de interés de referencia, conocida como tasa de política monetaria (TPM), la cual se varía para, a través de los canales de transmisión, incentivar o desincentivar la demanda agregada y lograr el cumplimiento de las metas sobre las variables clave y de esa forma alcanzar sus objetivos, como es la estabilidad de precios.

Para la transmisión de los incrementos o reducciones de la TPM a la economía se requiere de un marco de implementación, en donde los bancos centrales realizan una serie de acciones para alinear las tasas del mercado a la TPM. Dentro de los principales propósitos de dicho marco de la política monetaria, King y Mancini-Griffoli (2018) citan el cumplimiento consistente de una meta operacional; por ejemplo, una tasa de interés de corto plazo del mercado. También, destacan el fortalecimiento de la credibilidad de la señal de política,



aseguramiento de las condiciones de liquidez del mercado y apoyo en el desarrollo de los mercados financieros.

Metas operacionales de los bancos centrales

El establecimiento de una meta operacional es fundamental para conseguir los objetivos de política monetaria que se buscan lograr. Su importancia radica en que es una variable sobre la cual la autoridad monetaria ejerce control con el uso de distintos instrumentos que tiene a su disposición.

La elección de la meta operacional depende, en gran medida, del grado de desarrollo de la economía y de la autonomía del banco central. Así, la meta se puede definir en función de tasas de interés (interbancarias), nivel de liquidez o de tipo de cambio.

El enfoque con el cual los bancos centrales manejan dicha meta, para comunicar la postura de política monetaria, se puede catalogar en cuatro dimensiones. Estas serían i) explícita o implícita, ii) cuantificable o no cuantificable, iii) única o múltiples metas y iv) de conocimiento público o no (Bindseil ,2004).

En el primer caso, se refiere a que la autoridad monetaria defina de manera abierta la meta sobre la variable operacional; por ejemplo, la Reserva Federal (Fed) opera sobre la tasa de fondos federales de manera explícita. Mientras que, cuando el Banco Central Europeo (BCE) interviene en el mercado, los agentes pueden deducir su meta operacional al ver a que tasa opera.

En cuanto a la cuantificación, se refiere a si el banco central ofrece un monto exacto sobre el valor que debe tener dicha variable operacional. No necesariamente se busca lograr una meta numérica sobre la variable en cuestión, sino que disminuya o aumente.

En tanto, en cuanto a múltiples metas operacionales, se encuentra, por ejemplo, el caso del Banco de Japón, que mantiene como metas operacionales una tasa de interés de corto plazo y el nivel de reservas bancarias, pero con un claro orden jerárquico (Bindseil, 2004).

Mientras, la comunicación al público de la meta deseada para la variable operacional se puede hacer a través de los comunicados de política que se realizan de forma periódica. No obstante, no es un requisito que se anuncien metas para variables operacionales.



La mayoría de los bancos centrales han ido migrando a una meta operacional de tasas de interés, la cual es, por lo general, una de corto plazo del mercado interbancario. Esto se debe, en parte, la facilidad que tienen para poder ejercer cierto control sobre dichas tasas al tener el monopolio de las reservas bancarias (King y Mancini-Griffoli, 2018).

Uso de los instrumentos de la política monetaria

Las autoridades monetarias controlan la variable operacional por medio del uso de instrumentos, que son las herramientas que se emplean día a día y constituyen, en su mayoría, el fundamento de las operaciones monetarias. Las facilidades permanentes de expansión y contracción se pueden mencionar entre las principales operaciones que realizan los bancos centrales, que son transacciones de préstamos y de depósitos de corto plazo (normalmente, un día hábil) con los bancos que componen el sistema financiero. Estas facilidades, con sus respectivas tasas de interés, proveen un corredor de tasas dentro del cual se espera que se sitúe la tasa interbancaria de corto plazo. Así, la tasa de los préstamos colateralizados o repos³ sirve de techo del corredor y la tasa de los depósitos de un día (overnight) actúan como el piso del corredor.

La determinación de las tasas de dichas facilidades se hace a partir de la tasa de política monetaria (TPM), en el entendido de que se persigue que esa sea la tasa de referencia para las operaciones interbancarias de corto plazo. De esta manera, la tasa de los préstamos colateralizados será igual a la TPM más una cantidad determinada de puntos básicos y la tasa de depósitos overnight será inferior a la TPM. Los puntos básicos de diferencia con la TPM pueden ser, en términos absolutos, iguales o distintos para los repos y el overnight. En el primer caso se habla de un corredor simétrico y en el segundo de uno asimétrico.

De igual forma, están las operaciones de mercado abierto (OMA). Entre estas operaciones están los préstamos y colocaciones de valores del banco central de mayor plazo, compra y venta de divisas, negociación de títulos de deuda del gobierno, entre otras. Este tipo de transacciones afectan tanto el lado de activos como de pasivos de la hoja de balance de un banco central. En la tabla 1, se muestra una hoja de balance simplificada, identificando las facilidades permanentes y las OMA.

³Operaciones de recompra en la que una entidad vende un activo con el compromiso de recomprarlo en una fecha posterior a un precio determinado.

Tabla 1. Hoja de balance simplificada de un banco central

Activos	Pasivos	
Reservas internacionales	Billetes en circulación	} Base Monetaria Restringida
Préstamos al sistema financiero	Encaje legal	
Préstamos al gobierno	Encaje excedentario	
Facilidades permanentes de expansión	Títulos de deuda del banco central	
	Patrimonio	

Fuente: elaboración propia.

Al hacer uso de las OMA, los bancos centrales contemplan la situación de liquidez del sistema financiero y el impacto sobre los canales de transmisión de la política monetaria. De esta forma, emiten deuda, venden títulos o divisas a fin de reducir (drenar) liquidez del sistema o compran títulos de deuda o divisas para aumentar (inyectar) la liquidez. Desde la crisis financiera del año 2007, la cantidad de OMA se ha ido expandiendo de forma significativa, apoyando lo que se conoce como la flexibilización cuantitativa (QE, por sus siglas en inglés), diseñada para aumentar, en principio, el precio de los títulos de deuda de empresas privadas y disminuir sus costes de financiamiento, previniendo la reducción del crédito a la economía real. Se debe resaltar que, la implementación del QE ha implicado el aumento exponencial en el excedente de liquidez del sistema financiero. En la tabla 2 se enumeran las OMA usadas en la actualidad.

Tabla 2. Operaciones de mercado abierto usadas comúnmente

Operaciones de mercado abierto
Compra/Venta de títulos del gobierno
Compra/Venta de bonos del sector privado
Emisión de títulos de deuda propios
Compra/Venta de divisas

Fuente: elaboración propia.



Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 153, febrero 2024

Existen otros instrumentos de índole regulatorio. El más popular siendo el encaje legal⁴ (requerimientos de reservas), el cual incide sobre la liquidez, pero no se considera dentro de las operaciones monetarias. Los bancos centrales pueden ajustar el coeficiente de encaje a fin de aumentar o disminuir la liquidez sistémica, sin incurrir en un costo directo para la autoridad monetaria, en el caso de que los requerimientos de reservas no sean remunerados (como en la mayoría de los países). Sin embargo, el uso del encaje legal como instrumento, modificando el coeficiente, ha sido abandonado por parte de los principales bancos centrales, dado que los cambios tienen un efecto menos preciso que las OMA sobre el sistema financiero.

A través de los instrumentos, los bancos centrales también repercuten en la creación de dinero en la economía. Las otras sociedades de depósitos (OSD) crean el dinero en la economía a partir de los préstamos otorgados⁵. Para las OSD crear los préstamos en la economía requieren liquidez, que puede ser provista a través de la captación de depósitos del público o a través de las OMA (como venta de títulos o de divisas al banco central) o la disminución del encaje. Así, una gran parte de lo que se considera dinero se encuentra en forma de depósitos bancarios, que de acuerdo con el grado de liquidez se clasifican dentro de los agregados monetarios M1, M2 y M3, los cuales son la oferta monetaria de un país. En la tabla 3 se aprecian los componentes de dichos agregados.

⁴Proporción de los depósitos que se deben mantener como reserva por parte de los bancos comerciales.

⁵Al momento de crear un préstamo, por lo general, el cliente lo usa para compra de bienes o servicios y el vendedor lo deposita en su banco preferido, a su vez, este banco solo está obligado a mantener en físico una fracción del monto (encaje legal), el resto se convierte en otro préstamo y se va repitiendo este ciclo hasta que la suma del encaje legal de todas las transacciones realizadas desde el primer desembolso equivale al monto desembolsado esa primera vez.



Tabla 3. Componentes de los agregados monetarios

Agregados monetarios	Componentes
M1	Billetes y monedas en circulación Depósitos a la vista en moneda nacional
M2	M1 Depósitos a plazo en moneda nacional Valores distintos de acciones en moneda nacional
M3	M2 Depósitos a plazo en moneda extranjera Valores distintos de acciones en moneda extranjera

Fuente: elaboración propia.

En el período actual, en donde existe una nueva normalidad de excedente de liquidez, contrario al período anterior en donde se operaba con un escenario de escasez, los bancos centrales influyen sobre el crecimiento de la oferta monetaria a través del pago de intereses sobre el excedente de liquidez del sistema financiero, ya sea con las facilidades permanentes de contracción o el uso de OMA. Al hacer uso de estos instrumentos, pueden encarecer (si aumentan la tasa que pagan sobre el exceso) o abaratar (si disminuyen la tasa que pagan sobre dicho excedente) los recursos disponibles para la economía real.

Experiencia en la región de Centroamérica y República Dominicana (CARD)

Los bancos centrales de CARD han empleado una variedad de instrumentos para alcanzar sus metas intermedias e incidir en el objetivo de su política monetaria. La región tiene la particularidad de tener distintos esquemas de metas ; no obstante, usan sus instrumentos de una manera similar. En la tabla 3 se presentan los objetivos y los esquemas de política monetaria que tiene cada país.



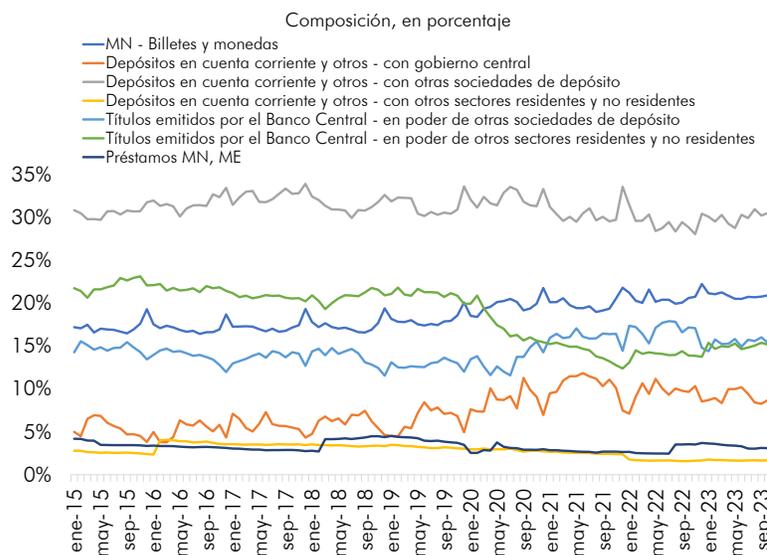
Tabla 4. Objetivos y esquemas de política monetaria en CARD

País	Objetivo	Esquema
Costa Rica	Estabilidad de precios	Metas de inflación
Guatemala	Estabilidad de precios	Metas de inflación
Honduras	Estabilidad de precios	Metas cambiarias
Nicaragua	Estabilidad de precios	Metas cambiarias
República Dominicana	Estabilidad de precios	Metas de inflación

Fuente: elaboración propia.

En los países de la región es habitual la emisión de títulos de deuda propios del banco central, con la finalidad de controlar la liquidez en el sistema financiero. Por lo general, estas emisiones son de corto plazo (un año o menos) aunque existen países en los cuales dichas emisiones son de mayor plazo. En la figura 1 observamos la composición de los pasivos del conjunto de países CARD. Los títulos propios representan un 30 % del total de pasivos, esto refleja el uso extendido que se hace en la región de los valores del banco central para manejar el excedente de liquidez y esterilizar la acumulación de reservas internacionales.

Figura 1. Composición de pasivos de los bancos centrales en CARD

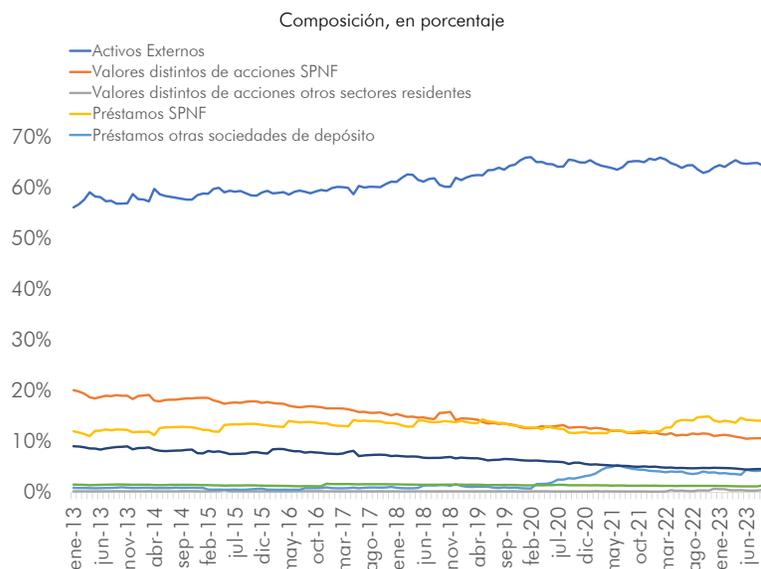


Fuente: Elaboración propia con información de SECMCA Datos.

Sin embargo, resulta interesante cómo en el período de pandemia ocurrió un marcado cambio en la composición de los pasivos de los bancos centrales. Por una parte, el porcentaje de los títulos propios dentro del total de pasivos ha perdido 8 puntos porcentuales (p.p.) desde su nivel máximo en la última década. Adicionalmente, ha tendido a equipararse la proporción de las tenencias de esos títulos por parte de las OSD en relación con los otros sectores residentes y no residentes.

Por otra parte, llama la atención el comportamiento de los billetes emitidos y los depósitos del gobierno desde el inicio de la pandemia. Ambos incrementaron en 4 p.p. su participación en los pasivos desde 2019, con lo cual compensan la disminución en los títulos propios. Como resultado, la proporción de depósitos de las OSD se ha mantenido relativamente estable en los últimos años. Esto plantea una pregunta: ¿cómo se explica este comportamiento de los billetes y los depósitos del gobierno? Por un lado, en el inicio de la pandemia, la demanda de dinero por parte del público aumentó en la mayoría de los países, convirtiéndose en un cambio de nivel. En cuanto a los depósitos del gobierno es necesario analizar el comportamiento de los activos de los bancos centrales, que se presenta en la Figura 2.

Figura 2. Composición de activos de los bancos centrales en CARD



Fuente: Elaboración propia con información de SECMCA Datos.

Los activos externos representan el grueso del total de activos en el balance de los bancos centrales, especialmente a partir del año 2018 donde se superó el 60 % de participación. Este fenómeno no es difícil de explicar dado, por un lado, la dinámica que se ha observado especialmente en el flujo de remesas familiares hacia la región, el cual se ha incrementado de manera significativa llegando a representar más del 25 % del PIB en algunos países⁶, con la consecuente monetización de esos flujos. Por otra parte, algunos gobiernos de la región han retomado las emisiones de deuda soberana aprovechando las condiciones financieras relativamente favorables que se han observado en los mercados financieros internacionales, ya sea como resultado del financiamiento de los gastos incurridos para la atención de la crisis sanitaria como consecuencia de la pandemia, o para modificar el perfil del endeudamiento externo. En su función como banco cajero del estado, es de esperar que los gobiernos mantengan depositados esos fondos en los bancos centrales mientras se determina la forma en que serán utilizados.

Así, esta composición no resulta distinta a la de otros países en desarrollo, donde se emiten títulos de valores del banco central junto a los del gobierno para hacer política monetaria. Sin embargo, la práctica de tener dos entes emisores podría ocasionar distorsiones en la formación de tasas referenciales para deuda corporativa o de otro tipo (Yi, 2014).

⁶Adicionalmente, se ha observado un mayor dinamismo de la actividad turística y la inversión extranjera directa en Costa Rica y la República Dominicana en particular.



De igual forma, existen países que hacen uso frecuente de operaciones de carácter regulatorio, como el encaje legal, para manejar la liquidez de en la economía e incidir en las tasas del mercado interbancario. A medida que los sistemas financieros de los países han ido madurando, el coeficiente de encaje se ha ido disminuyendo.

Reflexiones finales

Los instrumentos con que cuentan los bancos centrales han ido creciendo a través del tiempo, a medida que los sistemas financieros evolucionan. En este sentido, la ocurrencia de crisis que impactan al sistema financiero suelen conducir al surgimiento de nuevos instrumentos, en la búsqueda de las autoridades monetarias por formas de impactar con mayor rapidez algunas variables clave; por ejemplo, en el marco de la crisis financiera global del 2007, la flexibilización cuantitativa, implicó la compra directa por parte de los bancos centrales, de las economías avanzadas, de títulos de deuda de empresas y particulares con la finalidad de disminuir sus costos de financiamiento.

En la región de CARD también se han implementado nuevos instrumentos, en particular, durante la crisis económica provocada por la pandemia. Esto ha demostrado que los bancos centrales de la región han expandido su caja de herramientas para poder alcanzar sus metas intermedias y, finalmente, su objetivo de política.

No obstante, quedan retos para todos los bancos de cara a las nuevas innovaciones, como la adopción de las monedas digitales, que pueden alterar de forma significativa la operatividad de los bancos centrales, dependiendo el diseño de estas. De igual forma, las variables operativas que tienen los bancos centrales son elegidas por su impacto sobre el objetivo final, razón por la cual innovaciones disruptivas conllevarían a que dichas variables sean distintas a las que actualmente son empleadas en una mayoría de bancos centrales.

Referencias

- Ball, Laurence M. (2011). *Money, Banking, and Financial Markets, second edition*.
- Bindseil, Ulrich (2004). "The operational target of monetary policy and the rise and fall of reserve position doctrine". En.
- King, Darryl y Tommaso Mancini-Griffoli (2018). "Monetary Operations". En: *ADVANCING THE FRONTIERS OF MONETARY POLICY*.
- Unsal, D. Filiz, Chris Papageorgiou y Hendre Garbers (2022). *Monetary Policy Frameworks: An Index and New Evidence*. Report. IMF.



Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 153, febrero 2024

Yi, Junesuh (2014). "Treasury Bills and Central Bank Bills for Monetary Policy". En: *Procedia - Social and Behavioral Sciences*.