

UNIVERSIDAD NACIONAL DE INGENIERÍA
FACULTAD DE INGENIERÍA ECONÓMICA Y
CIENCIAS SOCIALES



ACERCA DE LOS MÁRGENES PARA UNA POLÍTICA MONETARIA
DE REGULACIÓN DE TASAS DE INTERÉS REFERENCIALES

INFORME DE SUFICIENCIA

PARA OPTAR POR EL TÍTULO PROFESIONAL DE:

INGENIERO ECONOMISTA

POR LA MODALIDAD DE ACTUALIZACIÓN DE
CONOCIMIENTOS

ELABORADO POR:

JOSÉ LUIS JARAMILLO NEYRA

LIMA – PERÚ

2002

INDICE

I CURRÍCULUM VITAE

II INFORME DE SUFICIENCIA

I CURRÍCULUM VITAE

II INFORME DE SUFICIENCIA

Índice

Acerca de los márgenes para una política monetaria de regulación de tasas de interés referenciales

1. Introducción.....	2
2. Política monetaria del BCR.....	4
2.1 Objetivos e instrumentos de la política monetaria en el Perú	4
2.2 Instrumentos de mercado e instrumentos de ventanilla utilizados por el BCR y requerimientos de encaje.....	4
2.2.1 Instrumentos de mercado.....	5
2.2.2 Instrumentos de ventanilla.....	8
2.2.3 Requerimientos de encaje.....	9
3. Críticas a la política monetaria del BCR.....	12
4. Política monetaria de regulación de tasas referenciales como alternativa	15
4.1 Las operaciones del BCR y la base monetaria.....	15
4.2 Endogeneidad de la oferta monetaria.....	16
4.3 Enfoque de flujo de fondos sobre la endogeneidad de la oferta monetaria.....	19
4.4 Políticas macroeconómicas y determinación del producto: Enfoque IS-LM.....	22
4.5 Modelo del sector financiero con dinero endógeno.....	30
4.6 Política monetaria: Objetivos, instrumentos y estrategia de metas monetarias.....	40
4.7 Política macroeconómica y coordinación con tipos de cambio flotantes.....	47
4.7.1 Autonomía de la política monetaria.....	48
4.7.2 Simetría.....	50
4.7.3 Tipos de cambio como estabilizadores automáticos.....	51
5. Antecedentes de una política monetaria de regulación de tasas.....	56
6. Reflexiones acerca de los márgenes para una política monetaria de regulación de tasas de interés.....	61
6.1 ¿Son válidas las críticas a la política monetaria del BCR?.....	61
6.2 Acerca de los márgenes para una política monetaria de regulación de tasas de interés referenciales.....	72
7. Bibliografía.....	90

1 Introducción

El presente informe resume las críticas planteadas a la política monetaria aplicada por el BCR por parte de los economistas del departamento de economía de la Pontificia Universidad Católica del Perú, Oscar Dancourt (ahora director del BCR) y Waldo Mendoza (capítulo 3), quienes afirman que la política monetaria restrictiva del BCR aplicada desde 1995 con la finalidad de enfriar la economía, derivó especialmente en un retraso cambiario -con la finalidad de garantizar una escasa inflación- y en un encarecimiento del crédito doméstico en soles.

En ese sentido, se resumen algunos conceptos presentados por el economista Félix Jiménez en su libro "Macroeconomía: Enfoques y Modelos", sobre la endogeneidad de la oferta monetaria (en el BCR) y la elasticidad de la oferta de dinero en relación a la tasa de interés (en el sistema financiero), a partir de los cuales el autor plantea un modelo de política monetaria alternativa (capítulo 4) que centra su accionar en la proactividad, entendiéndose por proactividad aquella actitud que busca atender la demanda de dinero de los agentes económicos con la finalidad de optimizar el crecimiento de la economía, pero sin descuidar la estabilidad de precios.

Postulación

La postulación de tal modelo monetario, aprovechando la monetización que se viene dando en la economía, se da en virtud de que la ortodoxia monetaria del BCR, que priorizaba la restricción de la oferta monetaria para alcanzar su objetivo inflación, tendía a volatilizar las

tasas de interés de corto plazo en soles –que se traducían en un encarecimiento del costo del crédito en moneda local - y a retrasar la evolución del tipo de cambio -debilitando la actividad económica-, accionar que presenta inclusive antes de 1995 al combinarse con una política cambiaria de flotación sucia. Tal es así que tal política monetaria restrictiva no ha permitido recuperar la paridad multilateral perdida en 1991 y 1992, con la aplicación de la misma política monetaria, y tampoco ha permitido tener tasas de interés en soles acordes con las expectativas devaluatorias al extenderse por un tiempo excesivo.

El aporte del presente informe se centra en el capítulo 6 (Reflexiones sobre los márgenes para una política monetaria de regulación de tasas de interés), analizando las críticas de Oscar Dancourt y Waldo Mendoza a la política monetaria aplicada por el BCR desde 1995 y reflexionando sobre los márgenes para implementar una política monetaria de regulación de tasas de interés referenciales en el Perú, así como del momento adecuado para su adopción.

Para tal efecto, el actual trabajo reflexiona acerca de los márgenes para una política monetaria proactiva en el Perú según el grado de sensibilidad del producto ante eventuales cambios en las tasas de interés referenciales del banco central, en función al nivel presentado por algunos indicadores económicos tales como el grado de intermediación bancaria, dolarización de la economía, solidez del sistema financiero, expectativas devaluatorias, expectativas inflacionarias, percepción de riesgo país, balanza comercial y desarrollo del mercado de valores.

En el mismo capítulo se brindan algunas sugerencias, a manera de reflexión, de las medidas económicas que viabilizarían la implementación de una política monetaria de regulación de tasas de interés referenciales en un plazo relativamente corto, de manera que favorezca una menor volatilidad de las tasas de interés de corto plazo y con ello un menor costo del crédito.

2 Política monetaria del BCR

2.1 Objetivos e instrumentos de la política monetaria en el Perú

Entre los años 1990 y 2001, el BCR tenía como objetivo único mantener la estabilidad monetaria o de precios. Esto implica que el objetivo final de la política monetaria era el control de la tasa de inflación.

Los instrumentos de mercado con los que cuenta el BCR para regular la liquidez de los bancos son las compras y ventas de moneda extranjera en el mercado interbancario por medio de la mesa de negociaciones del BCR, las subastas de certificados de depósito, las compras temporales de certificados de depósito y las subastas de fondos del Banco de la Nación.

2.2 Instrumentos de mercado e instrumentos de ventanilla utilizados por el BCR y requerimientos de encaje

La Gerencia de Estudios Económicos del BCR (Notas de Estudios N° 7. 2001: Págs. 6 a 9), señala que “la política monetaria emplea mecanismos de mercado para inyectar o retirar liquidez al sistema bancario en su conjunto”.

Indica que “el Banco Central regula la liquidez a través de sus instrumentos de control} monetario, los cuales se pueden dividir en instrumentos de mercado, tales como Intervención en el mercado cambiario, subastas de certificados del BCRP, compra temporal de certificados del BCRP y de bonos del Tesoro Público y subastas de fondos del Banco de la Nación; e

instrumentos de ventanilla”, tales como los créditos por regulación monetaria, compra temporal de moneda extranjera y depósitos overnight; a lo que se suma los requerimientos de encaje”.

Señala que “con en excepción del encaje, la utilización de estos instrumentos procura regular la liquidez de corto plazo por medio del intercambio de moneda nacional por algún activo financiero de menor liquidez relativa”.

2.2.1 Instrumentos de mercado

2.2.1.2 Subasta de certificados

La Gerencia de Estudios Económicos del BCR (Notas de Estudios N° 7. 2001: Págs. 6 a 9) sostiene que “esta operación permite regular la liquidez mediante la colocación de Certificados de Depósito del Banco Central para lograr una trayectoria de la cuenta corriente de las empresas bancarias consistente con la meta operativa. Así por ejemplo, si existe una situación de exceso de liquidez de corto plazo, esto es, un saldo de cuenta corriente inicial por encima de la meta de cuenta corriente del día, la autoridad monetaria esterilizaría el excedente; para ello, el Banco Central subasta entre las entidades financieras el monto de certificados de depósito que se estima eliminará este exceso de soles del mercado. En estas subastas, se elige las ofertas con menores tasas de interés hasta llegar a la tasa que permite cubrir el monto anunciado para la subasta”.

Manifiesta que “la elección de los plazos de las subastas de certificados de depósito está guiada por un criterio de diversificación de los vencimientos tomando en cuenta la estacionalidad de los agregados monetarios y de las finanzas públicas. En ese sentido, se busca que los vencimientos de los certificados de depósito se concentren en períodos de pago de impuestos, con el fin de minimizar la variabilidad de la liquidez de las empresas bancarias antes de las operaciones del Banco Central. Esto reduce

también la variabilidad de la meta operativa y de la tasa de interés interbancaria en moneda nacional, mejorando la señalización de la política monetaria”.

Agrega que “en el año 2000, la mayor diversificación de los vencimientos de los certificados de depósito implicó la ampliación de los plazos a seis meses y a un año. El efecto colateral de la ampliación de los plazos de los certificados de depósito fue servir como referencia para la formación de tasas de interés para operaciones a plazos de seis meses y un año. Cabe mencionar también que el plazo promedio de los certificados de depósito se incrementó de 9 a 24 semanas entre fines de 1999 y el cierre del 2000”.

2.2.1.2 Compra temporal de Certificados de Depósito y de bonos del Tesoro Público (Repos)

Señala que “este instrumento de regulación monetaria permite inyectar liquidez al sistema financiero, a través de la compra temporal de los certificados de depósito y de los bonos del Tesoro Público. Usualmente, estas operaciones tienen lugar en períodos en los que se observa una menor liquidez de los bancos, por ejemplo, durante los días en que se concentra el pago de impuestos”.

Indica que “el Banco Central anuncia el monto de Certificados que está dispuesto a comprar en el mercado, escoge aquellas propuestas con mayores tasas de interés hasta alcanzar el monto anunciado para la subasta. Este monto corresponde a la diferencia entre el saldo de la meta de la cuenta corriente del día y el saldo inicial de la cuenta corriente”.

Destaca que “este mecanismo permite mejorar el proceso de regulación monetaria, lo que se traduce en una menor variabilidad de las tasas de interés interbancarias; y

facilita las operaciones de esterilización al aumentar el grado de liquidez de los certificados de depósito”.

2.2.1.3 Subasta de fondos del Banco de la Nación

El BCR explica que “este es otro mecanismo de mercado para inyectar liquidez de forma temporal. En este caso, el BCR actúa como mandatario del Banco de la Nación. El Banco Central anuncia el monto a subastar y la tasa mínima a ser aceptada y toma las ofertas con mayores tasas de interés hasta cubrir el monto anunciado”.

Subraya que “este instrumento permite una mejor regulación monetaria en contextos en los que estacionalmente se observa una menor liquidez o en aquellos períodos en los que un reducido saldo de Certificados de Depósito limita las operaciones de compra temporal de estos certificados. Sin embargo, en los últimos años éste no ha sido el caso, por lo cual no se ha optado por su uso. La última subasta de fondos del Banco de la Nación se realizó el 26 de abril de 1999”.

2.2.1.4 Compra y venta de moneda extranjera en el mercado interbancario por medio de la Mesa de Negociación del BCRP

La Gerencia de Estudios Económicos del BCR (Notas de Estudios N° 7. 2001: Págs. 6 a 9) señala que “mediante la compra o venta de moneda extranjera en la Mesa de Negociación, el BCR aumenta o disminuye la emisión monetaria. Dada la falta de activos líquidos y seguros en moneda nacional, las compras de dólares del Banco Central se han constituido hasta 1999 en el mecanismo principal de creación de emisión monetaria”.

Añade que "el nivel de compras y ventas de moneda extranjera refleja además las compras y ventas de divisas que realiza el Tesoro Público por medio del Banco Central. Así, adicionalmente, dentro del esquema de flotación cambiaria, el Banco Central interviene excepcionalmente en el mercado cambiario con el objetivo de reducir la volatilidad extrema del tipo de cambio, mediante la venta de dólares al mercado".

2.2.2 Instrumentos de ventanilla

Al cierre de operaciones de cada día, las entidades financieras pueden obtener además liquidez del Banco Central por:

2.2.2.1 Créditos por regulación monetaria

El BCR señala que "a estos créditos se les conoce usualmente como redescuentos y se orientan a cubrir desequilibrios transitorios de liquidez de las entidades financieras. La tasa de interés de estos fondos es lo suficientemente alta como para desalentar la toma de fondos del Banco Central y favorecer los préstamos interbancarios. En este sentido, se busca que el sistema financiero acuda al BCRP sólo como prestamista de última instancia".

2.2.2.2 Compra temporal de moneda extranjera (Swaps)

Recuerda que "desde junio de 1997, el Banco Central mantiene a disposición de las entidades del sistema financiero esta facilidad. Por medio de estas operaciones, el BCRP adquiere moneda extranjera de las empresas del sistema financiero, con el compromiso de reventa al día útil siguiente de haberse pactado la operación. Esta operación constituye una ventanilla de última instancia alternativa a los créditos de liquidez. Para determinar el costo financiero de este instrumento se elige el valor mayor

entre la devaluación del período de la operación y una comisión establecida por el BCR”.

2.2.2.3 Depósitos overnight

Asegura que “la introducción de depósitos overnight en moneda nacional y extranjera en el BCR (depósitos remunerados a un día) provee un instrumento de regulación monetaria para retirar de manera automática los excedentes de liquidez y reducir la variabilidad de la cuenta corriente de las empresas bancarias en el Banco Central”.

Resalta que “los depósitos overnight en moneda nacional han permitido:

- Reducir la volatilidad de la tasa de interés interbancaria en moneda nacional. Las entidades financieras ofertantes de fondos en el mercado afrontan como costo de oportunidad la constitución de depósitos overnight, por lo que la tasa de interés de estos depósitos opera como un “piso” a la tasa de interés del mercado interbancario.
- Reducir la variabilidad de la cuenta corriente de las empresas bancarias. Las empresas bancarias tienden a demandar mayores saldos de cuenta corriente en los días previos al inicio del período de impuestos. Los depósitos overnight en soles esterilizan de manera automática los excedentes de liquidez”.

Asimismo, destaca que “los depósitos overnight en moneda extranjera constituyen una alternativa de depósito remunerado para las instituciones bancarias, especialmente a fin de mes luego de haber cumplido con el encaje exigible a sus depósitos en el BCRP. Con ello, se reduce la variabilidad de los depósitos en moneda extranjera de las empresas bancarias en el BCR”.

2.2.3 Requerimientos de encaje (regula la liquidez a más largo plazo)

La Gerencia de Estudios Económicos del BCR (Notas de Estudios N° 7. 2001: Págs. 9 y 10) señala que “los requerimientos de encaje permiten aminorar el ritmo de expansión de la liquidez y el crédito y reforzar la posición de activos líquidos de los bancos aunque, a diferencia de las operaciones de mercado abierto, generan una brecha entre las tasas de interés que cobran y pagan los bancos. El uso de este instrumento permitió en 1998 enfrentar los efectos de una reducción de la liquidez internacional de la banca, generada por la reacción de los mercados internacionales a la crisis financiera en Rusia. En dicho escenario el BCRP adoptó las siguientes medidas:

- Apertura de la ventanilla de créditos de liquidez en moneda extranjera desde el 2 de setiembre.
- Reducción del encaje marginal en moneda extranjera de 35% a 20% a partir de diciembre.
- Reducción de la tasa media de encaje en moneda extranjera. Entre octubre y diciembre de 1998 dicha tasa disminuyó en 4.5 puntos porcentuales, lo cual se consiguió mediante tres reducciones de 1.5 puntos porcentuales cada una. La medida permitió liberar recursos por un monto total de US\$ 420 millones. La primera reducción de la tasa de encaje medio se anunció el 8 de setiembre de 1998”.

Explica que “la estrategia de liberar recursos de encaje se desarrolló considerando los requerimientos de liquidez que los bancos efectuaban al Banco Central por medio de los créditos de liquidez en moneda extranjera desde ese mismo mes. Siguiendo con este procedimiento se siguió bajando la tasa media de encaje”.

Indica que “en setiembre del 2000 se redujo la tasa de encaje medio de las obligaciones en moneda extranjera del sistema bancario en tres puntos porcentuales (de 37.1% a 34.1%), liberándose recursos por aproximadamente US\$ 280 millones”.

Asimismo, señala que “en setiembre del 2000 se redujo la tasa de encaje mínima legal de 7% a 6% del Total de Obligaciones Sujetas a Encaje (TOSE). En el caso de moneda extranjera, se amplió la cuenta corriente remunerada, lo que implica mayores ingresos financieros por remuneración al encaje de los bancos. En el caso de moneda nacional la reducción también favoreció el margen financiero en la medida que los bancos destinan los fondos liberados a inversiones rentables. Adicionalmente, se estableció un requerimiento mínimo de cuenta corriente equivalente a 1% del TOSE. Esta medida redujo la sustitución entre fondos en la bóveda de las empresas bancarias y la cuenta corriente que éstas mantienen en el Banco Central. Con ello, la variabilidad de la cuenta corriente de las empresas bancarias se redujo, así como la volatilidad de la tasa de interés interbancaria en moneda nacional”.

Cabe mencionar que el Banco Central ha venido realizando desde 1988 operaciones de reporte con Bonos del Tesoro en moneda extranjera con las entidades financieras, dentro de los límites que señala la Ley Orgánica del Banco Central de Reserva.

3 Críticas a la política monetaria del BCR

Si bien el accionar del Banco Central de Reserva ha logrado controlar la inflación en los últimos años, los economistas del departamento de economía de la Pontificia Universidad Católica del Perú, Oscar Dancourt (ahora director del BCR) y Waldo Mendoza, dan cuenta de una serie de trastornos en la economía producto de dicha política monetaria, los mismos que han pasado a formar parte de la estructura económica del país.

Postulan (Oscar Dancourt, Waldo Mendoza, Flujos de Capital, Política Monetaria y Equilibrio Externo. 1996: Págs. 3 a 5) que durante 1995 "las economías latinoamericanas mayores se han visto forzadas a reducir sus apreciables brechas comerciales para adaptarse a la disminución de la entrada de capitales a la región, provocada por el alza de las tasas de interés norteamericanas y la subsecuente crisis mexicana de diciembre de 1994. El Perú sin embargo ha ido contra la corriente, pues su déficit comercial ha continuado ampliándose y la entrada de capitales de corto plazo ha aumentado".

La hipótesis que plantean los economistas es que "estos fenómenos están conectados con la política monetaria restrictiva aplicada desde inicios de 1995, dada la circunstancia de que la economía peruana estuvo lejos de la corriente principal de los flujos de capital de corto plazo de no residentes dirigidos a acciones o títulos públicos latinoamericanos. Señalan que la idea básica es que ésta política monetaria restrictiva aplicada durante 1995 ha favorecido y promovido tanto el incremento de las importaciones como el mayor ingreso de capitales de

corto plazo (el creciente endeudamiento externo de corto plazo de la banca comercial en esos años coincide también con una fuerte inversión extranjera en la industria bancaria)".

Sostienen que "ésta política monetaria se ha orientado en dos direcciones básicas; de un lado impedir un alza del dólar para garantizar una inflación menor al 10% anual y, del otro, reducir y encarecer el crédito doméstico en soles para enfriar la economía; esto último se ha hecho a través de la intervención esterilizada y también a través del aumento del encaje. Además de disminuir el período de encaje, el Banco Central dispuso que el encaje de 45% que se aplica a los depósitos en moneda extranjera se haga extensivos a otras operaciones (canjes de monedas, depósitos indexados al tipo de cambio, etc). Sin embargo los préstamos que los bancos consiguen en el exterior siguen estando exentos de este encaje, aunque esto ha variado en los últimos meses ". La intervención esterilizada consiste en la colocación de valores de corto plazo (certificados de depósito del BCR) para contrarrestar la emisión resultante de la compra de dólares.

Argumentan que "esta política del Banco Central encarece el crédito en moneda doméstica porque disminuye los fondos prestables en soles de los bancos. Además, como el público puede prestarse en soles y en dólares aumenta la demanda de crédito en moneda extranjera. Si existe libre movilidad de capitales, los bancos pueden obtener fondos del exterior para satisfacer la mayor demanda doméstica de préstamos en dólares. Por último añaden que al elevarse las tasas de interés en soles, los depósitos en moneda nacional se hacen más atractivos que los depósitos en dólares, con lo que el tipo de cambio se cae".

Dancourt y Mendoza (Flujos de Capital, Política Monetaria y Equilibrio Externo. 1996: Págs. 3 a 5) destacan que "esta política monetaria favorece el incremento de las importaciones a través de tres canales. Primero hace caer el tipo de cambio real lo que abarata las importaciones. Del

otro promueve el incremento de la oferta de crédito en moneda extranjera, al inducir a los bancos a endeudarse afuera, lo que también fomenta las importaciones. Dada la apertura comercial y el retraso cambiario, podemos decir que el comportamiento de las importaciones está gobernada básicamente por la disponibilidad del crédito en dólares”.

Agregan que “por último, si se considera que la demanda agregada depende inversamente del costo real promedio del crédito, hay que tomar en cuenta que éste costo puede bajar con una política monetaria restrictiva en una economía dolarizada. Ciertamente sube el costo real del crédito en moneda nacional, pero baja en moneda extranjera por la caída del tipo de cambio real; si el crédito en dólares es más importante que el crédito en soles, el costo promedio expost del crédito puede descender”. Señalan que “la moraleja es clara. El Banco Central no tiene cómo regular la oferta total de crédito doméstico (en soles y dólares), sin limitar de alguna manera la libre movilidad de capitales. Tampoco tiene la capacidad de elevar el costo real del crédito promedio, si la política monetaria restrictiva reduce el tipo de cambio real y si la oferta de préstamos en dólares es preponderante”.

Los economistas sugieren que “en consecuencia, si se desea recortar la oferta de crédito total y encarecer su costo promedio, preferible es aplicar un encaje a los fondos que los bancos consiguen en el exterior, similar al que se aplica a los depósitos domésticos en dólares. Esta medida al estilo chileno, reduciría la oferta de crédito en dólares y elevaría simultáneamente el tipo de cambio y las tasas de interés en soles y dólares. Es decir, contribuiría a corregir el déficit comercial, evitando así que todo el peso del ajuste recaiga sobre la política fiscal”.

4 Política monetaria de regulación de tasas referenciales como alternativa

En el presente capítulo se presentan los aspectos conceptuales que se conjugan para posibilitar un modelo de política monetaria proactiva, que regula una tasa de interés referencial, como alternativa a la política monetaria cuya herramienta de regulación es un "agregado monetario", con la finalidad de no volatilizar las tasas de interés de corto plazo -consecuencias de la regulación de la cantidad de dinero-, que termina presionando al alza las tasas de interés comerciales, desincentivando una mayor demanda de saldos reales y retrasando en alguna medida la evolución del tipo de cambio real.

4.1 Las operaciones del BCR y la base monetaria

Félix Jiménez (Macroeconomía: Enfoques y modelos. 2001: Págs. 377 y 378), indica que "cuando el BCR otorga préstamos al sector financiero a través de las operaciones de descuento también altera la base monetaria. Estas operaciones se denominan operaciones de descuento y la tasa de interés a la que presta dinero el BCR a la banca comercial se denomina la tasa de descuento".

Señala que "en general los bancos privados solicitan préstamos al BCR con el fin de ajustar sus reservas de dinero. Los bancos comparan las tasas de Interés de descuento con las tasas de interés alternativas en el mercado y optan por el préstamo más barato. En general el BCR impone ciertas restricciones cuantitativas a los préstamos a la banca

comercial, fijando un límite a la cantidad de fondos que un banco privado puede tomar prestado por medio de las operaciones de descuento”.

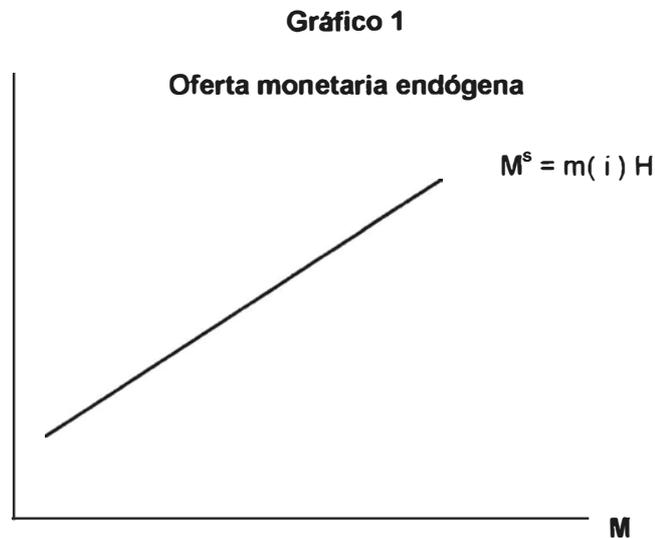
Sostiene que “dos factores afectan principalmente los costos y beneficios del volumen de préstamos del BCR a la banca comercial: la tasa de interés de mercado y la tasa de descuento. Con reservas adicionales proporcionadas vía estos préstamos de descuento, un banco puede adquirir títulos o dar créditos y ganar de esta forma ciertos intereses. El costo de esta operación viene dado por la tasa de descuento establecida por el BCR. Cuanto mayor es la diferencia entre los beneficios y los costos, el banco se inclinará por mayores préstamos de descuento. Por lo tanto los préstamos de descuento dependen positivamente de la tasa de interés de mercado y negativamente de la tasa de descuento”

4.2 Endogeneidad de la oferta monetaria

Al analizar el proceso del multiplicador bancario, Félix Jiménez (“Macroeconomía: Enfoques y modelos. 2001: Págs. 396 a 399) encuentra que entre la tasa de interés y los ratios “circulante/depósitos” (C/D), “reservas en exceso/depósitos” (RE/D) y “reservas requeridas/depósitos” (R/D), existe una relación inversa “y como estos ratios influyen negativamente sobre el multiplicador bancario, entonces este último constituye una función directa de la tasa de interés. “Por consiguiente, la oferta monetaria puede representarse con la siguiente ecuación”:

$$M = m(i) H$$

“Según esta especificación, la oferta monetaria ya no es más exógena, sino que varía en el mismo sentido que la tasa de interés. La respectiva curva de oferta monetaria tendrá por tanto pendiente positiva”.



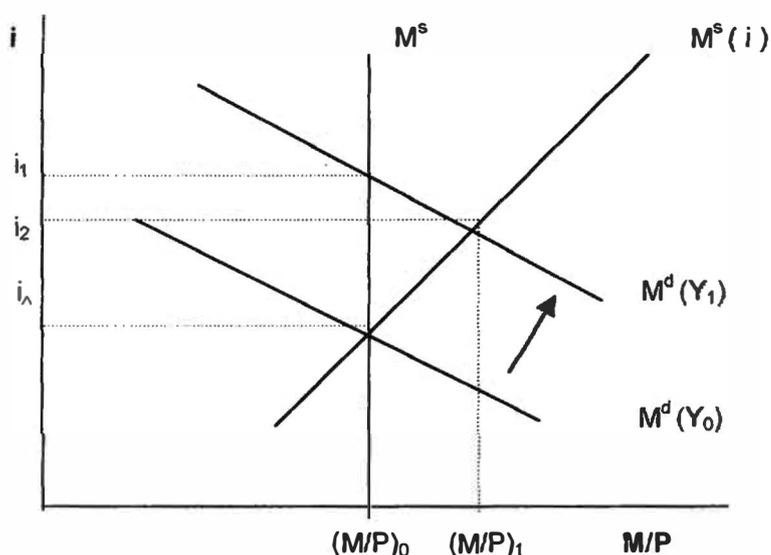
Jiménez (Macroeconomía: Enfoques y modelos. 2001: Págs. 396 a 399) sostiene que “el que la oferta monetaria tenga cierta elasticidad con respecto a la tasa de interés, tiene consecuencias importantes sobre los efectos de las políticas macroeconómicas monetarias y fiscales. Analicemos en primer lugar el efecto de una política fiscal expansiva que es equivalente a un aumento del gasto fiscal, componente exógeno de la demanda agregada. Esta política tiene un efecto positivo sobre el producto o ingreso real. El aumento del ingreso traslada la curva de demanda de dinero a la derecha”.

Señala que “con una oferta de dinero completamente inelástica, la tasa de interés subiría hasta i_1 y la cantidad real de dinero permanecería constante. Pero con una oferta monetaria con cierta elasticidad respecto a la tasa de interés, esta última subiría sólo hasta i_2 , y la oferta real de dinero subiría hasta $(M/P)_1$. Puede afirmarse entonces que cuanto

mayor es la elasticidad de la oferta de dinero, menores serán los efectos de una elevación del gasto público sobre la tasa de interés”.

Gráfico 2

Equilibrio en el mercado monetario con oferta endógena



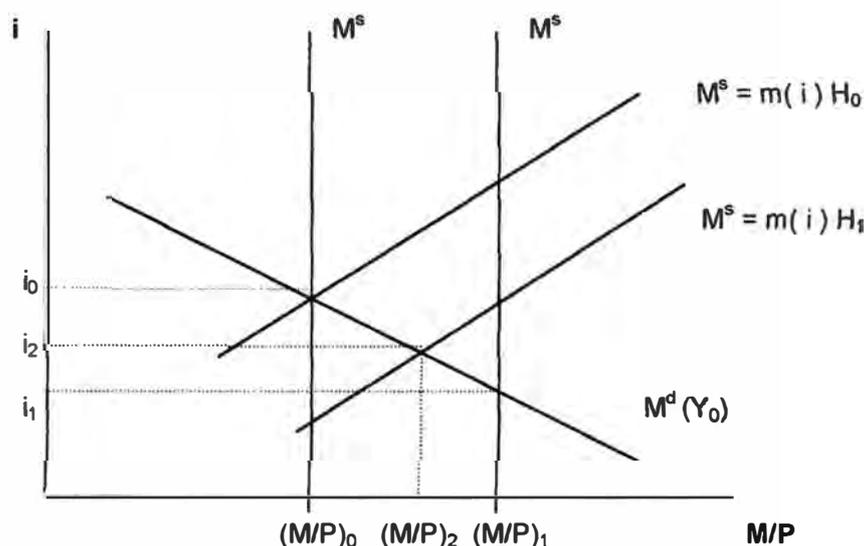
Jiménez (Macroeconomía: Enfoques y modelos. 2001: Págs. 396 a 399) pregunta entonces, “¿Cuáles serán los efectos de una política monetaria expansiva a través, por ejemplo, de la compra de bonos en una operación de mercado abierto efectuada por el banco central, sobre el mercado monetario?. Si la oferta monetaria fuera exógena, el aumento de la base monetaria llevaría a un aumento proporcional en la oferta real de dinero y la tasa de interés disminuiría hasta i_1 ”.

Hace notar sin embargo que “con una oferta monetaria parcialmente elástica a la tasa de interés, un aumento de la base monetaria provocaría una menor disminución de la tasa de interés hasta i_2 y un menor incremento de la oferta real de dinero. En consecuencia, cuanto

mayor sea la elasticidad de la oferta de dinero con respecto a la tasa de interés, la política monetaria tendrá un menor efecto reductor sobre la tasa de interés y los saldos reales crecerán en menor cuantía que en el caso de una función de oferta de dinero exógena”.

Gráfico 3

Política monetaria expansiva con oferta endógena



4.3 Enfoque de flujo de fondos sobre la endogeneidad de la oferta monetaria

Para mostrar el carácter endógeno de la oferta monetaria, Felix Jiménez (Macroeconomía: Enfoques y modelos. 2001: Págs. 399 a 403) utiliza un conjunto de identidades contables derivadas de las hojas del banco central y de la banca comercial.

Recuerda que las obligaciones o pasivos del banco central “están constituidos por la base monetaria (H), que es igual a las reservas de los bancos comerciales en el banco central (BB) más el circulante total (C) y los depósitos del gobierno (G). Por su parte, los activos

incluyen los préstamos del banco central a la banca comercial (CLB) y al gobierno (CLG), y las reservas internacionales (F)”.

Tabla I
Banco Central

Pasivos	Activos
C	CLB
BB	CLG
G	F

“Como el déficit público (PSD) puede financiarse con los préstamos al gobierno por parte del banco central (CLG) y por parte del sector privado (PRLG)”, Jiménez señala que “los cambios en la base monetaria se relacionan positivamente con la política fiscal, a través del déficit del gobierno, con la política monetaria, a través de los préstamos que el banco central le otorga a la banca comercial, y con el saldo de la balanza de pagos. Pero su relación es negativa con las variaciones del crédito que el sector privado concede al gobierno”.

Añade que “la base monetaria no es totalmente exógena. Puede aumentar ya sea porque aumenta el déficit fiscal, porque se produce un superávit en la balanza de pagos, o porque aumentan los préstamos del banco central a la banca comercial, pero también porque se reducen los préstamos del sector privado al gobierno”.

Adicionalmente, indica que “el déficit fiscal se puede financiar de dos maneras: con emisión de dinero (ΔM) o con emisión de bonos (ΔB). Si la cantidad de dinero que se inyecta a la economía es resultado exclusivo, como en este caso, de las operaciones de

mercado abierto (compra de bonos), resulta evidente que la política fiscal no puede separarse de la política monetaria, ambas se refuerzan”.

Anota que “la endogeneidad de la oferta monetaria (M) puede mostrarse también directamente y no sólo a través de su componente principal, base monetaria (H)”. Para este fin utiliza la hoja de balance de los bancos comerciales privados. “Las obligaciones de estos bancos están constituidas fundamentalmente por los depósitos del público (D) y los préstamos que recibe del banco central (CLB). En cuanto a los activos, éstos están conformados por el circulante en poder de los bancos (Cb), el encaje bancario (BB), los préstamos del sector bancario al gobierno (BLG) y los préstamos de los bancos al sector privado (BLP)”.

Tabla II
Banca Comercial

Pasivos	Activos
D	C _b
CLB	BB
	BLG
	BLP

Jiménez (Macroeconomía: Enfoques y modelos. 2001: Págs. 399 a 403) observa que nuevamente “los cambios en la oferta monetaria están influidos por el déficit público, los préstamos del sector bancario y no bancario al gobierno, y la balanza de pagos”. Concluye que “como el banco central no controla directamente el stock de reservas internacionales ni los préstamos de la banca comercial al sector privado, cualquier cambio en estos componentes hace variar la oferta de dinero; por lo tanto, el banco central no controla de manera absoluta la oferta monetaria”.

4.4 Políticas macroeconómicas y determinación del producto: Enfoque IS-LM

4.4.1 Efectos de un aumento del gasto fiscal

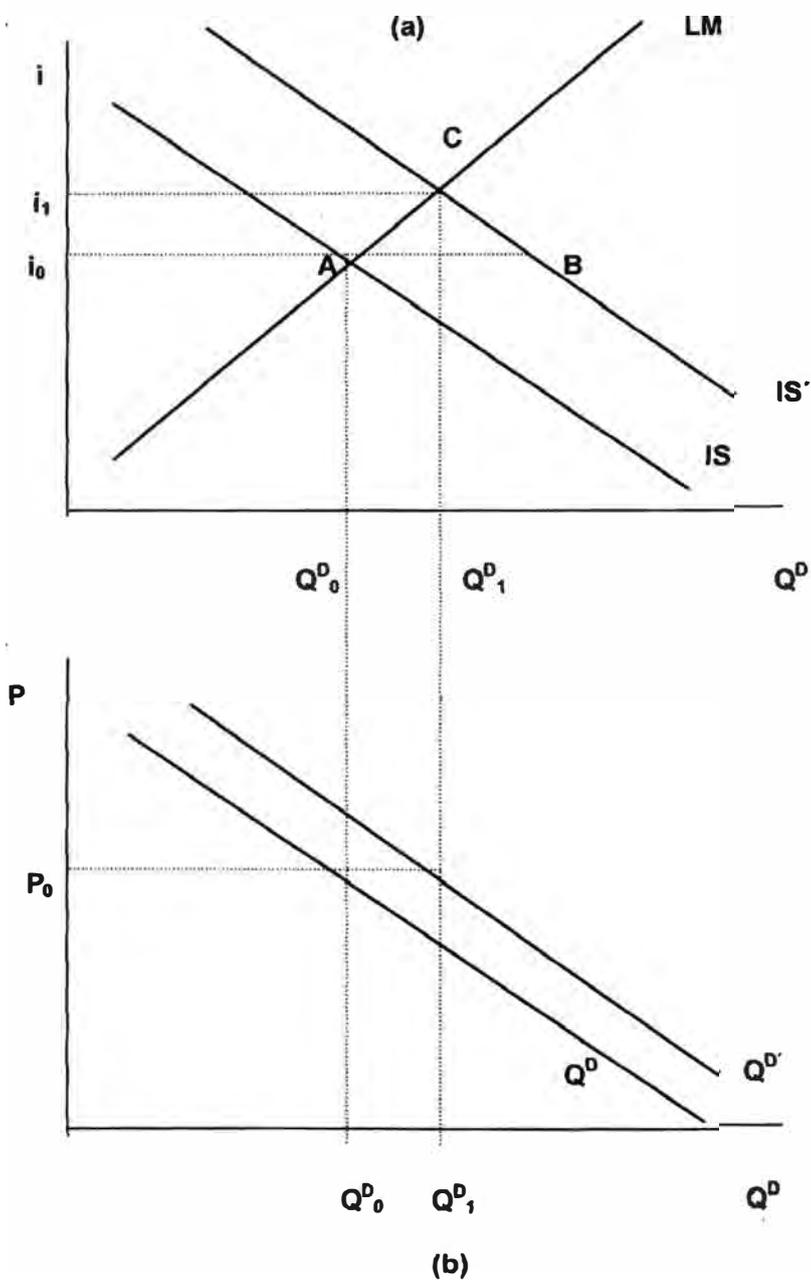
Jeffrey Sachs y Felipe Larrain (Macroeconomía en la Economía Global. 1994: Págs. 358 a 363) explican los efectos de un aumento del gasto fiscal suponiendo que el gobierno inicia un programa de obras públicas que requiere un aumento significativo del gasto. "A una tasa de interés dada, crece la demanda en el mercado de bienes, lo que desplaza la curva IS hacia la derecha, como se muestra en la figura. De hecho ya hemos determinado la magnitud de este desplazamiento a la derecha: es el multiplicador fiscal, $1/(1-c)$, por el monto del incremento inicial del gasto fiscal. Si el multiplicador fuera el punto final de esta historia, el nuevo equilibrio se encontraría en el punto B, con un aumento de la demanda agregada igual al cambio en el gasto fiscal (que designamos por G) multiplicado por $1/(1-c)$. Sin embargo, el punto B no representa el nuevo equilibrio porque en este punto hay un exceso de demanda por saldos reales de dinero. En otras palabras, con M/P invariable, un alza en el producto debe venir acompañada de un aumento en la tasa de interés. Si no ocurre así, las familias encontrarán que sus saldos de dinero son insuficientes".

Señalan que "enfrentadas a un producto más alto en el punto B, las familias intentarán desplazar sus portafolios de bonos a saldos reales de dinero porque necesitan dinero para respaldar un nivel más alto de transacciones. Sin embargo, al tratar de vender bonos e incrementar su tenencia de dinero, el precio de los bonos cae y la tasa de interés sube. El incremento de la tasa de interés ayuda a eliminar el exceso de demanda por M/P de dos maneras. Reduce la demanda por dinero de las familias —esto es, hace que estén menos interesadas en mantener su riqueza como dinero— y también disminuye la demanda agregada con respecto al alto nivel que había alcanzado en el punto B. En la práctica, el

aumento de la tasa de interés continua hasta que se elimina el exceso de demanda por dinero. Esto sucede en el punto C, en la intersección de las curvas IS y LM'.

Gráfico 4

Efectos de un aumento del gasto fiscal



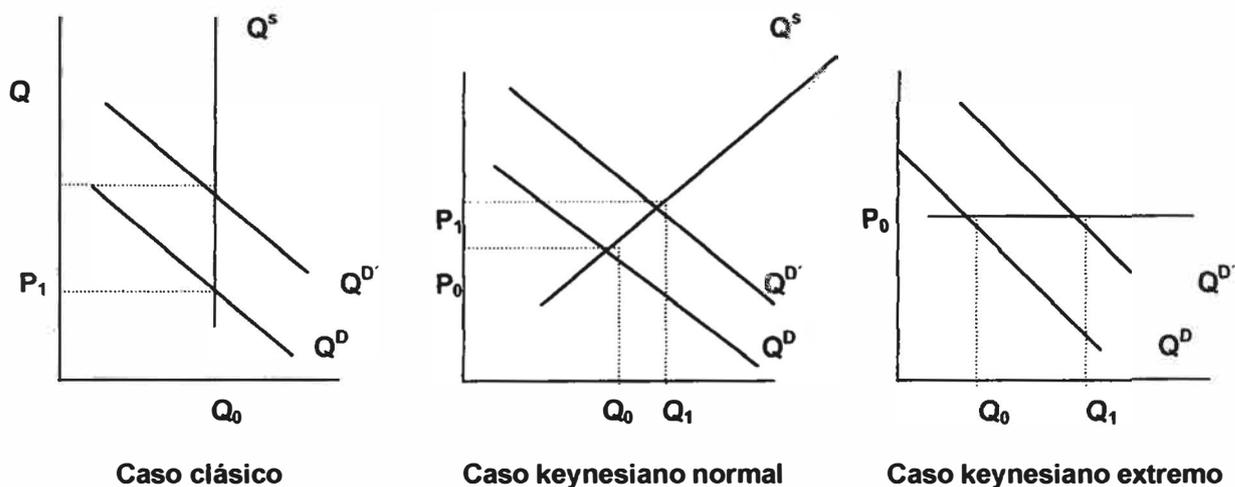
Jeffrey Sachs y Felipe Larraín (Macroeconomía en la Economía Global. 1994: Págs. 358 a 363) indican que “el alza en G ha conducido a un aumento en la demanda agregada global, pero en un monto menor de lo que predice el multiplicador keynesiano simple. Un efecto del incremento en el gasto fiscal es el aumento en la tasa de interés, que tiende a reducir la inversión y el consumo privado. El efecto atenuador de tasas de interés más altas sobre el consumo y la inversión como consecuencia del incremento del gasto fiscal se designa como desplazamiento (crowding out), porque en definitiva un gasto fiscal más alto desplaza el gasto privado. Sin embargo, el efecto desplazamiento es sólo parcial, en cuanto la demanda agregada crece a pesar del efecto desalentador de las mayores tasas de interés sobre el gasto privado. Entonces para cualquier nivel dado de precios, Q^D tiende a ser mayor después de la expansión fiscal. Así, el impacto de un nivel más alto de gasto público puede representarse como un desplazamiento hacia la derecha en la curva de demanda agregada”.

Se preguntan entonces “¿Qué pasa con el nivel de equilibrio del producto y de los precios después de un aumento del gasto fiscal?. El efecto último de la expansión fiscal en la economía depende de la forma de la curva de oferta agregada”.

Hacen notar que “en el caso clásico, con una curva de oferta vertical todo el aumento de la demanda agregada termina siendo un incremento del nivel de precios, en tanto que el nivel de producto no varía. En el caso keynesiano básico, con una curva de oferta de pendiente positiva, el incremento de la demanda agregada se reparte entre el producto y los precios. En el caso keynesiano extremo, con una curva de oferta horizontal todo el efecto se expresa como un incremento del producto, manteniéndose los precios fijos en el nivel P_0 ”.

Gráfico 5

Expansión fiscal y niveles de equilibrio del producto y los precios



Explican que "en el caso keynesiano extremo, que a veces se toma como el caso estándar del análisis keynesiano, para encontrar el resultado no necesitamos dibujar el cuadro demanda agregada/oferta agregada. Como el nivel de precios está fijo, es suficiente el esquema IS-LM. El incremento en la demanda agregada de Q^D_0 a Q^D_1 corresponde exactamente al aumento del producto de Q_0 a Q_1 en el gráfico anterior (a). Con una curva de oferta agregada horizontal, todo lo que se demanda se ofrece al precio dado. Como un resultado más general, el incremento inicial en la demanda se distribuye entre el producto y los precios dependiendo de la pendiente de la curva de oferta agregada, que a su vez representa diferentes supuestos sobre la forma cómo opera la economía".

4.4.2 Efectos de una reducción de impuestos.

En cuanto a los efectos de una reducción de impuestos, Jeffrey Sachs y Felipe Larraín (Macroeconomía en la Economía Global. 1994: Págs. 358 a 363) manifiestan que "son los

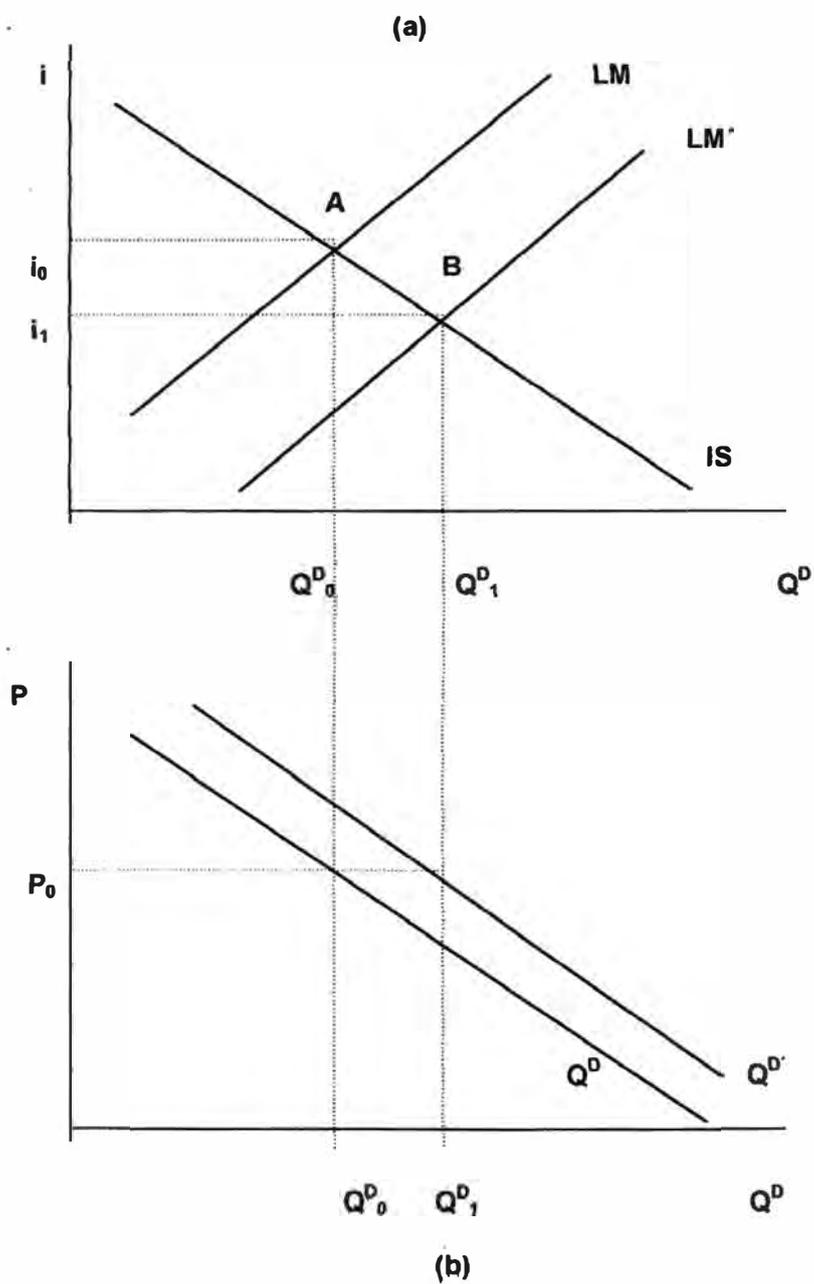
mismos que causan una expansión del gasto público. La curva IS se desplaza a la derecha. Al nivel de precio inicial, sube la tasa de interés y la demanda agregada. Esto lleva a un desplazamiento a la derecha de la curva de demanda agregada. La distribución de la expansión de la demanda entre aumento del producto y alza de precios depende de la pendiente de la curva de oferta agregada”.

4.4.3 Efectos de un incremento de la oferta monetaria.

De igual manera, Jeffrey Sachs y Felipe Larraín (Macroeconomía en la Economía Global. 1994: Págs. 358 a 363) sostienen que un incremento de la oferta monetaria también puede afectar la demanda agregada. “El modelo IS-LM nos muestra que un alza en M lleva a un desplazamiento de la curva LM hacia la derecha. A los niveles de la tasa de interés y de los precios que regían antes del cambio de política, hay un exceso de oferta de dinero. En respuesta, las familias convierten su dinero en bonos, lo que hace subir el precio de los bonos y bajar la tasa de interés. A su vez, la caída en la tasa de interés estimula el gasto de consumo e inversión, causando un incremento en la demanda agregada. Si el nivel de precios no varía, el nuevo equilibrio implica una caída en la tasa de interés y un crecimiento del producto”.

Gráfico 6

Efectos de un incremento de la oferta monetaria

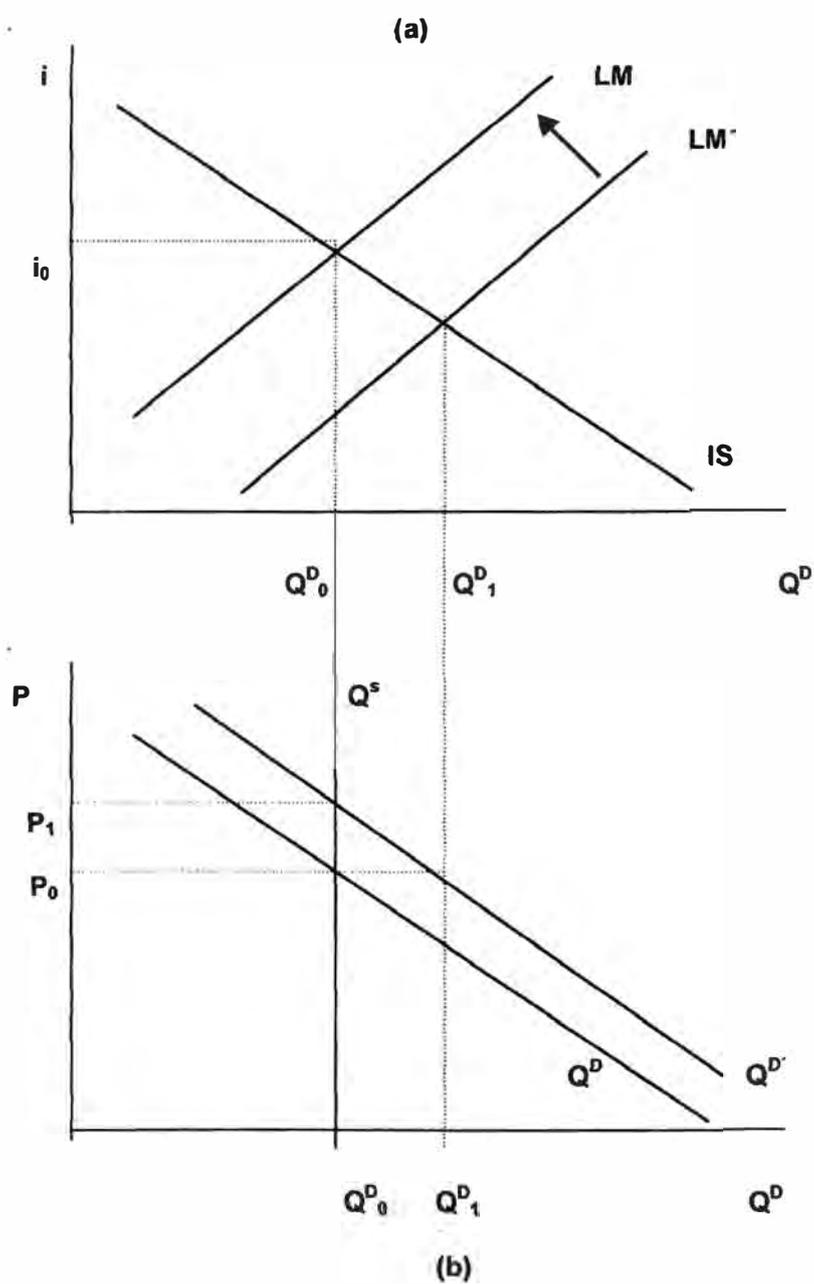


No obstante, indican que el análisis IS-LM no es toda la historia. "Hemos determinado que la demanda agregada aumenta, pero no hemos determinado cómo se divide ese incremento en la demanda agregada entre mayor producto y precios más altos. Esto dependerá de la forma de la curva de oferta agregada. En el caso clásico los incrementos de precios absorben la totalidad del incremento en la demanda agregada; en el caso keynesiano básico, suben tanto el producto como los precios; y en el caso keynesiano extremo en que la curva de oferta agregada toma una forma horizontal, todo el incremento en la demanda aparece como un aumento del producto".

Explican que debido a que las curvas IS-LM se dibujan "para un nivel de precios dado, existe en realidad una retroalimentación en ambos sentidos entre las curvas IS-LM y las curvas oferta agregada/demanda agregada. Consideremos los efectos de un incremento en la oferta de dinero en el caso de oferta de producto clásica. Al principio la curva LM se desplaza hacia la derecha y se expande la demanda agregada. Con una curva de oferta agregada vertical (el caso clásico) los precios tienden a subir. Pero a medida que suben los precios y caen los saldos reales de dinero M/P , la curva LM comienza a desplazarse de nuevo hacia la izquierda".

Gráfico 7

Efectos de un incremento de la oferta monetaria sobre el equilibrio en el caso clásico



Así, en el equilibrio final, el nivel del producto no ha variado “y los precios han subido en proporción al incremento en M . Por consiguiente, M/P se mantiene invariable y la tasa de interés retorna a su nivel inicial. Estamos de vuelta en el caso clásico, en que un crecimiento del dinero lleva simplemente a un alza equiproporcional en los precios”.

4.5 Modelo del sector financiero con dinero determinado endógenamente

El Banco Central puede influir en la oferta de dinero a través de los instrumentos de política monetaria, básicamente la cartera de títulos que posee, la tasa de descuento y las exigencias de reservas. Además, la oferta monetaria también responde a la reacción de la banca comercial y del sector privado -no bancario- frente a las medidas del Banco Central.

Para mostrar como operan estos factores que determinan la oferta de dinero, Félix Jiménez (Macroeconomía: Enfoques y modelos. 2001: Págs. 403 a 409) utiliza las fuentes y usos de las reservas de los bancos comerciales, “como se recordará las reservas de estos bancos se componen de sus depósitos en el Banco Central. Estos depósitos son los encajes para los depósitos en cuenta corriente y para los depósitos a plazo fijo. Pueden incluirse en estos usos los pagos al público en la forma de circulante (C_p) . Estas reservas son generadas o afectadas (fuentes) por las compras y ventas del Banco Central de los títulos del gobierno (B_c), así como por los cambios de los préstamos de los bancos concedidos por el Banco Central y por las alteraciones ‘Otras fuentes y usos, neto’ (A)”. Jiménez (Macroeconomía: Enfoques y modelos. 2001: Págs. 403 a 409) resume las fuentes y usos de las reservas de los bancos comerciales en la siguiente hoja de balance:

Tabla III

Fuentes y usos de las reservas de los bancos comerciales

FUENTES	USOS
Cartera del Banco Central de títulos del gobierno (B _c)	Encaje para depósitos en cuenta corriente (R _d ^r)
Préstamos del Banco Central a la Banca comercial (R ^b)	Encaje para depósitos a plazo fijo (R _t ^r)
Otras fuentes y usos (incluye los activos internacionales), neto (A)	Reservas excedentes (R ^e)
	Circulante fuera de los bancos (C _p)

El esquema de fuentes y usos es un estado contable según el cual la suma de las fuentes debe ser siempre igual a la suma de los usos. Seguidamente plantea que:

$$"B_c + R^b + A = R_d^r + R_t^r + R^e + C_p"$$

De donde se obtiene:

$$"B_c + A = (R_d^r + R_t^r + R^e - R^b) + C_p"$$

De esta manera sostiene que "las reservas no prestadas ($R_d^r + R_t^r + R^e - R^b$) más el circulante C_p es igual a $B_c + A$. Esto significa que controlando $B_c + A$, el Banco Central puede determinar las reservas no prestadas más el circulante, mediante operaciones de mercado abierto de títulos del gobierno. Estas operaciones pueden ser defensivas para modificar B_c a fin de eliminar los cambios no deseados en A (que están fuera de su control). Pero también pueden ser ofensivas para modificar B_c de tal manera que provoque cambios deseados en $B_c + A$ con algún propósito de política monetaria".

Define " $W = B_c + A$, donde W representa la magnitud que suponemos que el Banco Central controla mediante operaciones de mercado abierto".

$$“W = (R_d^f + R_t^f + R^e - R^b) + C_p”$$

Por otro lado, recuerda que “las reservas libres, R^f equivalen a la diferencia entre las reservas excedentes y los préstamos del Banco Central a la banca comercial”.

$$“R^f = R^e - R^b”$$

“Cuando la política monetaria es expansiva, R^f es positivo, es decir, las reservas excedentes superan los préstamos que los bancos obtienen del Banco Central. Por el contrario, cuando la política monetaria es contractiva, estos préstamos superan las reservas en exceso y R^f es negativo”.

Haciendo las operaciones pertinentes Jiménez obtiene que:

$$“W - R^f = R_d^f + R_t^f + C_p”$$

Por practicidad reescribe los montos de reservas haciendo uso de las tasas de encaje. “Llamemos D a los depósitos a la vista y d a la tasa de encaje para dichos depósitos. Por otro lado, llamemos T a los depósitos a plazo fijo y t a la tasa de encaje para los mismos. La ecuación anterior puede entonces redefinirse como”:

$$“W - R^f = dD + tT + C_p”$$

“Dado que”

$$“R_d^f = dD \text{ y } R_t^f = tT”$$

“La oferta de dinero (M) es igual a la suma de los depósitos a la vista (D) y el circulante (C_p)”.

$$"M = D + C_p"$$

Seguidamente supone que el público "mantiene circulante en una proporción constante (v) del stock de dinero, es decir":

$$"C_p = vM"$$

"Desde que $C_p = M - D$, entonces":

$$"D = (1 - v) M"$$

"Con estas nuevas definiciones, W menos las reservas libres puede escribirse del modo siguiente":

$$"W - R^f = [d (1 - v) + v] M + tT"$$

"Si hacemos $m = [d (1 - v) + v]$, coeficiente compuesto por los requisitos efectivos de reserva de dinero, entonces":

$$"W - R^f = mM + tT"$$

A partir de ahora formula las funciones de demanda de M , R^f y T . "La demanda de reservas libres por la banca comercial puede definirse como una función lineal de la tasa de descuento (r_d) y de la tasa de interés de los títulos de corto plazo (r)".

$$"R^f = ar_d + br + R^f_0" \quad "a > 0, b < 0"$$

Sostiene que "si la tasa de descuento aumenta, ceteris paribus, las reservas libres se incrementan debido a que los bancos reducen sus pedidos de préstamos al Banco Central y aumentan sus tenencias de reservas excedentes para evitar solicitar nuevos préstamos.

En cambio, si aumentan las tasas de interés del mercado, ceteris paribus, los bancos incrementan sus pedidos de préstamos y reducen sus reservas excedentes”.

Señala que la función de demanda anterior “describe el comportamiento de los bancos comerciales” y que para describir la conducta del sector privado no bancario “debemos recurrir a la demanda de dinero y a la demanda de depósitos a plazo fijo”.

Define la demanda de dinero “como una función lineal que depende del ingreso (Y), de la tasa de interés de los títulos a corto plazo (r), del stock de riqueza (K) de la comunidad y de la tasa de interés pasiva de depósitos a plazo fijo (p)”.

$$"M = cY + eK + hr + jp" \quad "c, e > 0 \quad j, h < 0"$$

Observa que “la demanda de los depósitos a plazo fijo también puede definirse como una función lineal que depende de las mismas variables de las que depende la cantidad demandada de dinero, pero con la diferencia de que la tasa de interés pasiva de depósitos a plazo fijo (p) influye en T positivamente”:

$$"T = fY + gK + kr + wp" \quad "f, g, w > 0 \quad k < 0"$$

Así, indica que cuando la tasa de interés de los títulos aumenta, “el público tratará de cambiar sus fondos de los depósitos a plazo fijo hacia los nuevos títulos de mayor rendimiento, pero los bancos comerciales tratarán de impedir que esto ocurra aumentando la tasa de interés sobre dichos depósitos aunque no en la misma proporción. Supondremos por lo tanto que los bancos determinan las tasas de interés de los depósitos a plazo fijo (p) en función directa de la tasa de interés de los títulos (r)”.

$$"p = nr + p_0" \quad "0 < n < 1, \text{ pudiendo ser "n" cero o uno}."$$

Manifiesta que “esta es prácticamente una ecuación de oferta de los depósitos a plazo fijo; significa que los bancos luego de establecer las tasas de interés aceptan después todos los fondos ofrecidos en depósito a esa tasa”.

Con esta ecuación de oferta completa un modelo de cinco ecuaciones:

$$W - R^f = mM + tT$$

$$R^f = ar_d + br + R^f_0$$

$$M = c \bar{Y} + e \bar{K} + hr + jp$$

$$T = f \tilde{Y} + g \bar{K} + kr + wp$$

$$p = nr + p_0$$

Jiménez (Macroeconomía: Enfoques y modelos. 2001: Págs. 403 a 409) sostiene que “el modelo tiene cinco variables endógenas”:

- “Las reservas libres (R^f)”
- “El stock de dinero (M)”
- “El stock de depósitos a plazo fijo (T)”
- “La tasa de interés de los títulos (r)”
- “La tasa de interés de los depósitos a plazo fijo (p)”

Y que “el Banco Central puede emplear cuatro instrumentos de política monetaria”:

- “Las operaciones de mercado abierto (W)”

- “La tasa de descuento (r_d)”
- “La tasa de encaje de los depósitos a la vista (d)”
- “La tasa de encaje de los depósitos a plazo (t)”

Existen cuatro activos en este modelo presentado por Jiménez (Macroeconomía: Enfoques y modelos. 2001: Págs. 403 a 409): “Las reservas libres (R^f) demandadas por los bancos, los bonos del gobierno (B_c) demandados por los bancos y el público, el dinero (M) y los depósitos a plazo fijo (T), ambos demandados por el sector privado no bancario. El mercado de bonos ha sido excluido por la Ley de Walras, por esta razón sólo quedan tres activos financieros”.

Supone constantes, para efectos de la solución del modelo, “las variables ingreso (Y) y riqueza de la comunidad (K)”, en razón de que “los gastos responden a los cambios en la tasa de interés con retrasos al igual que el proceso que lleva del ahorro a la acumulación de riqueza. Haciendo constantes Y y K el sector financiero queda aislado del sector real de la economía. No hay vinculación entre ellos ni realimentación del sector real al financiero. Lo que sigue entonces es un análisis de equilibrio parcial”.

“Sustituyendo las cuatro últimas ecuaciones en la primera, y resolviendo para la tasa de interés de los activos de corto plazo (r) obtenemos”:

$$r = \frac{[W - ar_d - R^f_0 - (mc + tf) \bar{Y} - (me + tg) \bar{K} - (mj + tw)p_0]}{mh + mjn + tk + twn + b}$$

Manifiesta que “en este modelo de tres activos financieros –dinero, depósitos a plazo fijo y títulos-, todos los fondos que se trasladan a los depósitos a plazo fijo cuando aumenta su

tasa de interés, deben provenir del dinero o de los títulos. Si suponemos que un aumento de la tasa de interés a plazo fijo (p) origina un traslado de fondos desde los títulos a los depósitos por igual monto que el que daría lugar a una disminución igual de la tasa de interés de los títulos, entonces podemos definir que”:

$$"W = -j - k" \qquad \text{"donde } j, k < 0"$$

Si aumenta p , “entonces w indicará el total de fondos atraídos a los depósitos a plazo fijo: la porción de dichos fondos provenientes de los saldos monetarios es $-j$; y la porción que proviene de los títulos es $-k$ ”.

Añade que con este supuesto, “la ecuación de la tasa de interés de los títulos de corto plazo toma la forma siguiente”:

$$"r = \frac{1}{mh + (m-t)jn + t(1-n)k + b} [W - ar_d - R_0^f - (mc + tf) \bar{Y} - (me + tg) \bar{K} - (mj + tw)p_0]"$$

Por otro lado, para hallar la cantidad de dinero (M), Jiménez (2001: Págs. 403 a 409) incorpora “la ecuación de oferta de depósitos a plazo fijo en la ecuación de demanda de dinero, para luego, en la ecuación resultante sustituir la tasa de interés (r) por su valor encontrado anteriormente”:

$$"M = (h + nj)r + c \bar{Y} + e \bar{K} + jp_0"$$

$$"M = \frac{(h+nj) [W - ar_d - R_0^f - (mc+tf) \bar{Y} - (me+tg) \bar{K} - (mj+tw) p_0]}{mh + (m-t)jn + t(1-n)k + b} + c \bar{Y} + e \bar{K} + jp_0"$$

De esta manera, indica que "con estos valores de M y r , el modelo queda totalmente resuelto. Es posible ahora analizar los efectos que producen las operaciones de mercado abierto realizadas por el Banco Central (cambios en W , tal que $W = Bc + A$) sobre las variables endógenas del modelo":

$$\frac{dr}{dW} = \frac{1}{mh + (m-t)jn + t(1-n)k + b} < 0$$

$$\frac{dM}{dW} = \frac{h + nj}{mh + (m-t)jn + t(1-n)k + b} > 0$$

$$\frac{dp}{dW} = n \frac{dr}{dW} = \frac{n}{mh + (m-t)jn + t(1-n)k + b} < 0$$

$$\frac{dT}{dW} = K \frac{dr}{dW} + w \frac{dp}{dW} = \frac{k + wn}{mh + (m-t)jn + t(1-n)k + b} > 0 \text{ si: } k + wn < 0$$

$$\frac{dR}{dW} = b \frac{dr}{dW} = \frac{b}{mh + (m-t)jn + t(1-n)k + b} < 0$$

Así, hace notar que "según los signos de las derivadas correspondientes, una compra de títulos por el Banco Central (aumento de W) eleva la oferta de dinero, y el consecuente exceso de oferta monetaria hace disminuir la tasa de interés. Como la tasa de interés de los depósitos a plazo fijo se relaciona directamente con la tasa de interés de los títulos de corto plazo, también cae pero en menor proporción. Además, puesto que la tasa de interés de los depósitos a plazo fijo cae en menor proporción, la demanda de depósitos a plazo fijo se incrementa. Finalmente, la reducción de la tasa de interés a corto plazo tiene efectos negativos sobre la demanda de reservas libres".

Seguidamente, presenta las conclusiones más importantes que pueden extraerse de este modelo:

- “La oferta monetaria es una variable endógena. Está determinada simultáneamente por las acciones del Banco Central, a través de cambios en W , rd , d y t ; por las acciones de los bancos comerciales, cuando ajustan sus tenencias de reservas excedentes las reservas libres y los préstamos que solicitan al Banco Central en respuesta a las variaciones de la tasa de interés de mercado; y por las acciones del sector privado no bancario cuando ajustan la composición de sus carteras de dinero, títulos y depósitos a plazo fijo en respuesta a los cambios en la tasa de interés. En resumen, al Banco Central no le resulta fácil controlar exactamente la oferta de dinero, porque está influida por distintos factores a sus instrumentos de política que escapan a su alcance”.
- “La influencia de las operaciones de mercado abierto sobre las tasas de interés, al provocar reacciones por parte de los bancos y del sector privado no bancario, reducen la eficacia de la política monetaria”.
- “La oferta de dinero posee cierta elasticidad-interés. En los modelos de los textos usuales la demanda de dinero es elástica respecto de la tasa de interés, mientras que la oferta es inelástica. En este modelo, la sustitución entre dinero y depósitos a plazo fijo, entre depósitos a plazo fijo y títulos, y la respuesta de las reservas libres a cambios en la tasa de interés, nos permite afirmar que la oferta de dinero es elástica en relación a la tasa de interés. Reemplazando la ecuación de las reservas libres y de los depósitos a plazo fijo en $W - R_f = mM + tT$, obtenemos”:

$$“W - ar_d - br - R_f D = mM + t_f \bar{Y} + t_g \bar{K} + t_{kr} + t_{wp}”$$

“Sustituyendo $p = nr + p_0$ en esta ecuación y resolviendo para M , tomando en cuenta la condición $w = -j - k$ ”, obtiene:

$$M = \frac{1}{m} [W - ar_d - br - R^f_0 - t\bar{Y} - tg\bar{K} - tkr - twnr - twp_0]$$

$$M = \frac{b + t(k + wn)}{m} r + \frac{1}{m} [W - ar_d - R^f_0 - t\bar{Y} - tg\bar{K} - twp_0]$$

$$M = \frac{b + [t(1-n)k - nj]}{m} r + \frac{1}{m} [W - ar_d - R^f_0 - t\bar{Y} - tg\bar{K} + t(j+k)p_0]$$

De acuerdo con esta última ecuación, Jiménez (2001: Págs. 403 a 409) sostiene que “la oferta de dinero responde positivamente a los cambios en la tasa de interés siempre que $t(1-n)k - nj < 0$. El aumento de esta tasa, ceteris paribus, hace que los bancos reduzcan sus reservas libres, es decir aumentan sus solicitudes de préstamos del Banco Central y reducen sus reservas excedentes, incrementando de este modo la base para la expansión del crédito bancario y la oferta de dinero. Por otro lado, como $n < 1$, los inversionistas trasladarán fondos de los depósitos a plazo fijo hacia los títulos y los que les venden estos títulos retendrán los ingresos en forma de saldos monetarios adicionales, y ello hará que aumente la oferta de dinero”.

4.6 Política monetaria: Objetivos, instrumentos y estrategia de metas monetarias

Félix Jiménez (Macroeconomía: Enfoques y modelos. 2001: Págs. 418 a 423), señala que “por política monetaria se entiende las acciones orientadas a modificar la oferta monetaria y/o la tasa de interés con el fin de alcanzar determinados objetivos finales tales como un

alto nivel de empleo, la estabilidad de precios, la estabilidad del tipo de cambio, el equilibrio en la balanza de pagos, el crecimiento de la economía, etc”.

Indica que “los bancos centrales tienen como instrumentos básicos que les permiten manipular la oferta monetaria: Las operaciones de mercado abierto que afectan la base monetaria o dinero de alto poder, la tasa de descuento que también afecta la base monetaria a través de su influencia en la magnitud de los préstamos a descuento, y los requerimientos de reservas que directamente afecta al multiplicador”.

No obstante, destaca que a pesar de que los bancos centrales cuentan con este conjunto de instrumentos de política monetaria, “no pueden alcanzar directamente los citados objetivos finales. Por esta razón el Banco Central sigue una estrategia de conducción de la política monetaria determinando metas intermedias (intermediate targets) entre los instrumentos y los objetivos finales. Estas metas intermedias pueden estar referidas a los agregados monetarios (M1 o M2) o a las tasas de interés (de corto y largo plazo) que sí tiene un efecto directo sobre los objetivos finales, por ejemplo el empleo y el nivel de precios”.

“Pero, como las metas intermedias tampoco pueden ser afectadas directamente por los bancos centrales, eligen metas operativas (operating targets) para las variables tales como la base monetaria, las reservas no prestadas o las tasas de interés de los títulos del Gobierno, etc., que son más sensibles a sus instrumentos de política”.

Jiménez (Macroeconomía: Enfoques y modelos. 2001: Págs. 418 a 423) señala que esta estrategia de determinación de metas monetarias intermedias y operativas, “les permite a los bancos centrales evaluar rápidamente si sus políticas están en el camino correcto para

poder hacer las correcciones pertinentes en forma oportuna. En realidad es una estrategia en dos etapas”.

Explica que en la primera etapa “los bancos centrales determinan los valores deseados para variables correspondientes a los objetivos finales para luego determinar la meta intermedia compatible con dichos objetivos. Por ejemplo, el banco central se propone como objetivo final reducir la inflación de 10% a 7% anual y elige como meta intermedia una tasa de crecimiento para M1 de 5%, que lo considera compatible con el nivel deseado de inflación (el objetivo final)”.

“En la segunda etapa, los bancos centrales toman como dado el curso de la meta intermedia y determinan las metas o los valores de aquellos instrumentos compatibles con el curso de la meta intermedia. Por ejemplo los bancos centrales pueden decidir para alcanzar la meta intermedia de una tasa de crecimiento de 5% de M1 debe incrementar la base monetaria en 2% anual”.

Tabla IV

Instrumentos	Metas Operativas	Metas Intermedias	Objetivos finales
<ul style="list-style-type: none"> - Operaciones de mercado abierto - Cambios en tasa de descuento - Cambios en los requerimientos de reservas 	<ul style="list-style-type: none"> - Reservas no prestadas - Base monetaria - Tasas de interés interbancarias - Tasas de interés de bonos del gobierno 	<ul style="list-style-type: none"> - Agregados monetarios (M₁, M₂) - Tasas de interés de corto y largo plazo 	<ul style="list-style-type: none"> - Crecimiento económico - Estabilidad de precios - Equilibrio de balanza de pagos, etc.

Precisa que existen dos tipos distintos de metas intermedias: “las tasas de interés y los agregados monetarios”. Seguidamente pregunta “¿Puede un banco central elegir y alcanzar ambas metas al mismo tiempo? La respuesta es negativa. Los bancos centrales

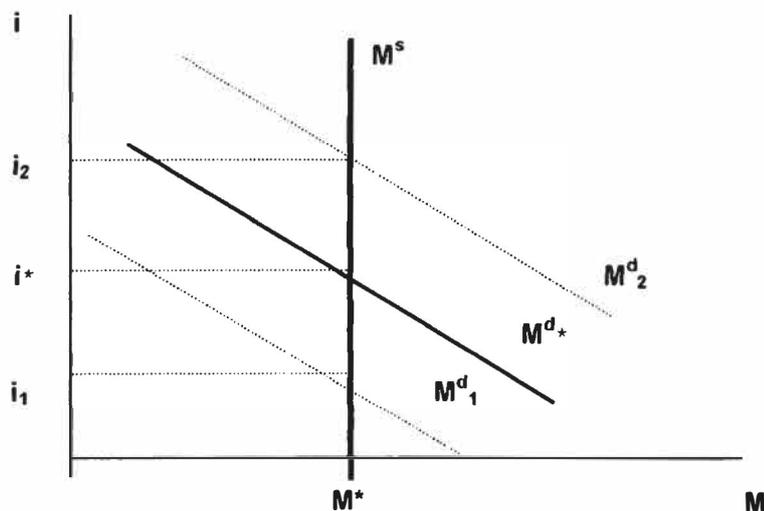
deben elegir una u otra meta intermedia. Veamos por qué una meta sobre algún agregado monetario involucra una pérdida de control sobre la tasa de interés”.

Jiménez (Macroeconomía: Enfoques y modelos. 2001: Págs. 418 a 423) supone que un banco central “elige una tasa de 4% para el crecimiento de M1 con el fin de alcanzar una tasa de crecimiento de 5% en el producto nominal”.

Señala que el gráfico muestra lo que ocurre en el mercado monetario. “Aunque el banco central espera que la curva de demanda sea M^d_* , ésta fluctuará entre M^d_1 y M^d_2 debido a los incrementos o caídas del producto. Si el banco central espera que la meta de 5% sobre M1 resulte en una oferta monetaria de M^* , espera también que la tasa de interés sea i^* . Sin embargo las fluctuaciones de la curva de demanda de dinero pueden resultar en tasas de interés diferentes a i^* . Por lo tanto, el perseguir una meta monetaria implica que las tasas de interés deben fluctuar, o en otras palabras, las tasas de interés están endógenamente determinadas por la demanda de dinero”.

Gráfico 8

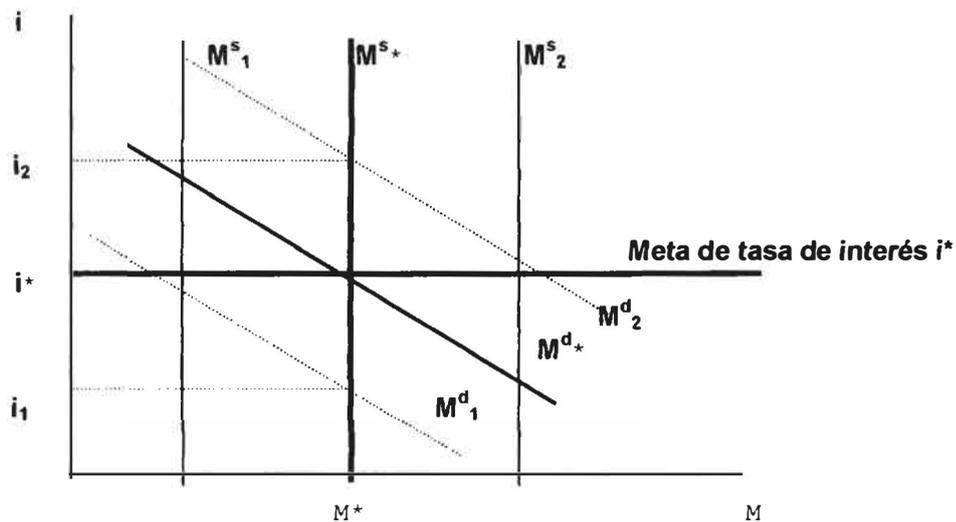
Meta de crecimiento de la cantidad de dinero



Supone ahora que un banco central elige mantener una meta de tasa de interés igual a i^* . “El banco central espera que la demanda de dinero sea M^d_* , pero ésta fluctúa entre M^d_1 y M^d_2 por cambios en el nivel del ingreso. Si por ejemplo la curva de demanda se desplaza a M^d_2 , la tasa de interés subirá por encima de i^* y los precios de los bonos caerán. Con una meta de tasa de interés el banco central tendrá que realizar una compra de mercado abierto para que la oferta monetaria aumente hasta M^s_2 y la tasa de interés sea igual a i^* . Entonces, una meta sobre las tasas de interés da lugar a una determinación endógena de la oferta monetaria”.

Gráfico 9

Meta de tasa de interés



Finalmente, Jiménez (Macroeconomía: Enfoques y modelos. 2001: Págs. 418 a 423) concluye que las metas monetarias y de tasas de interés no pueden alcanzarse al mismo tiempo. “Ambas metas son incompatibles. Pero como un banco central tiene que elegir entre una u otra meta, hay que preguntarse sobre los criterios que utilizará para hacer su elección”.

Criterios de elección de la meta intermedia

En cuanto a la elección de una meta intermedia, Jiménez (Macroeconomía: Enfoques y modelos. 2001: Págs. 418 a 423) indica que “existen tres criterios básicos para elegirla: que sea mensurable, que sea controlada por el banco central y que tenga un efecto predecible sobre el objetivo propuesto”.

Señala que “según la condición de mensurabilidad es necesario que la variable-meta intermedia sea medida con rapidez y precisión debido a su utilidad para indicar cuando se está produciendo un desvío del camino hacia el objetivo final. Hay que considerar que la información de los diferentes agregados monetarios está disponible con relativamente mayor retraso que la información sobre las tasas de interés en casi todas las economías. Estas últimas por lo demás, son medidas con mayor precisión y no se someten a mucha revisión como sí ocurre con los agregados monetarios. Sin embargo, hay que considerar que la tasa de interés nominal no es un buen indicador del costo real del crédito, a diferencia de la tasa de interés real que sí lo es. Desafortunadamente esta tasa es difícil de medir debido a que no que no existe una manera directa de estimar la inflación esperada. En resumen, como señala la literatura especializada, los problemas que presentan las tasas de interés y los agregados monetarios deja dudas sobre cual de ellas elegir como meta intermedia”.

El otro criterio utilizado, según Jiménez (Macroeconomía: Enfoques y modelos. 2001: Págs. 418 a 423), “está dado por la capacidad de control efectivo por parte del banco central sobre la variable elegida como meta intermedia. En ausencia de esta capacidad de control, sería difícil hacer las correcciones cuando se produce un desvío del curso hacia los objetivos finales. Por ejemplo, el PBI nominal no puede ser la variable meta intermedia porque el banco central no tiene control directo sobre ella. Sin embargo, el banco central sí

controla los agregados monetarios y las tasas de interés. Por otro lado, parece que la experiencia indica que el banco central tiene relativamente menos control sobre los agregados monetarios que sobre las tasas de interés. Las operaciones de mercado abierto permiten, vía la influencia directa en el precio de los bonos, determinar o influir en las tasas de interés. Así, estas operaciones aparentemente son mejores según este segundo criterio para constituirse en metas intermedias. Pero otra vez no son las tasas reales de interés las que controla el banco central porque no tiene control sobre las expectativas de inflación. Entonces el dilema mostrado anteriormente subsiste”.

El tercer y último criterio que considera Jiménez (Macroeconomía: Enfoques y modelos. 2001: Págs. 418 a 423) es “si la variable-meta intermedia tiene efectos predecibles sobre los objetivos finales. La habilidad de conducir al logro de estos objetivos expresa cuán útil es la variable meta intermedia. En este sentido, la relación de los agregados monetarios y de las tasas de interés con los objetivos de producción, empleo e inflación, es una cuestión controvertida y sujeta a evidencia empírica”.

Apunta que “aunque el banco central se encuentre en capacidad de establecer el objetivo intermedio adecuado y de alcanzarlo, todavía existen importantes problemas. El banco central puede ser capaz de lograr sus metas intermedias pero es posible que los alcance sólo después de un largo tiempo. Si los rezagos temporales son largos, en el camino hacia el logro de los objetivos finales el problema económico que se busca solucionar puede empeorar. Hay que considerar pues que el cambio en una variable de política económica no tiene por lo general un efecto inmediato sobre el objetivo que se busca alcanzar. Pero además puede producir consecuencias económicas no deseadas. Por ejemplo una reducción de la tasa de crecimiento de la oferta monetaria puede lograr estabilizar los

precios a un nivel más bajo, pero puede provocar un aumento del desempleo y una reducción de la tasa de crecimiento económico”.

A modo de resumen, Jiménez (Macroeconomía: Enfoques y modelos. 2001: Págs. 418 a 423) afirma que las metas intermedias ideales son aquellas que “a) están altamente correlacionadas con el objetivo, b) son más fáciles de controlar que el objetivo y, c) son más fáciles de observar que el objetivo.

Finalmente, pregunta “¿qué criterios existen para elegir las variables-meta operativas? Son los mismos criterios considerados en la elección de las variables-meta intermedias. A este respecto, las variables operativas mencionadas cumplen con los dos primeros criterios. Hay dificultades sin embargo cuando se elige la variable operativa con un mayor previsible impacto en las metas intermedias. Si la meta intermedia son las tasas de interés, la variable-meta operativa debería ser la tasa de interés interbancaria. Pero si la meta intermedia está referida a algún agregado monetario, sería ciertamente mejor elegir la base monetaria como variable operativa. En resumen la elección de la variable operativa debe responder a la variable intermedia elegida previamente”.

4.7 Política macroeconómica y coordinación con tipos de cambio flotantes

En relación a una política cambiaria de flotación que coadyuva a la efectividad de la política monetaria, Paul Krugman (Economía Internacional. 1994: Págs. 458 a 461) sostiene que “a finales de los años sesenta, cuando las crisis monetarias internacionales eran cada vez más frecuentes y amplias, la mayoría de los economistas empezaron a defender una mayor flexibilidad de los tipos de cambio. Muchos de ellos argumentaban que un sistema de tipos de cambio flotantes (en el que los bancos centrales no intervenían en el mercado

de divisas para fijar los tipos) no sólo aseguraría automáticamente la flexibilidad del tipo de cambio, sino que también produciría algunos otros beneficios para la economía mundial". El argumento a favor de los tipos de cambio flotantes se apoyaba en tres puntos principales:

4.7.1 Autonomía de la política monetaria

Krugman (Economía Internacional. 1994: Págs. 458 a 461) indica que si los bancos centrales no estuviesen obligados a seguir interviniendo en los mercados monetarios para fijar el tipo de cambio, "los países podrían usar la política monetaria para alcanzar el equilibrio interno y externo. Más aún, ningún país se vería forzado a importar inflación (o deflación) del extranjero". Señala que "un país que se enfrenta a un aumento del nivel de precios en el extranjero se desequilibrará y al final importará la inflación extranjera si mantiene su tipo de cambio fijo: hacia finales de los años sesenta, muchos países se dieron cuenta de que estaban importando inflación de los Estados Unidos. Mediante la devaluación de sus monedas un país puede aislarse completamente de un crecimiento inflacionista de los precios extranjeros y de esta manera permanecer en equilibrio interno y externo".

Explica que el mecanismo que está detrás de este aislamiento "es el de la Paridad del Poder Adquisitivo, PPA". Recuerda que "cuando todos los cambios en la economía son monetarios, la PPA sigue siendo verdadero a largo plazo: los tipos de cambio finalmente se mueven para compensar exactamente las diferencias nacionales de inflación. La variación del tipo de cambio nominal dejará intacto el tipo de cambio real y de esta manera se mantiene el equilibrio interno y externo".

Añade que “un crecimiento en los precios de origen monetario de los Estados Unidos provoca también una apreciación inmediata de la monedas extranjeras frente al dólar cuando los tipos de cambio son flotantes. A corto plazo la magnitud de esta apreciación puede diferir de lo que predice la PPA, pero los especuladores de divisas, que podrían haber atacado el tipo de cambio fijo del dólar, aceleran el ajuste bajo los tipos flotantes. Dado que saben que las monedas extranjeras se apreciarán a largo plazo de acuerdo con el mecanismo de la PPA, actúan en base a sus expectativas y empujan los tipos de cambio en la dirección de sus niveles a largo plazo”.

Argumenta que cuando los países operaban bajo las reglas de Bretton Woods, “se veían forzados a escoger entre igualar su inflación con la de los Estados Unidos, para mantener el tipo de cambio fijo, o devaluar deliberadamente sus monedas en proporción al aumento de los precios estadounidenses. Bajo tipos de cambio flotantes, sin embargo, los mercados de divisas daban lugar, automáticamente, a movimientos en el tipo de cambio que protegían a los países de la inflación estadounidense”.

Sostiene que por si por ejemplo “un banco central se enfrentara a una situación de desempleo y quisiera expandir su oferta monetaria como respuesta, no habría ninguna barrera legal a la depreciación. Como se observa en el capítulo 16 del libro, la depreciación de la moneda reduce el desempleo al disminuir los precios relativos de los productos nacionales y aumentar su demanda mundial”.

De igual manera, agrega que “el banco central de una economía sobrecalentada podría enfriar la actividad contrayendo la oferta monetaria, sin preocuparse de que las entradas de reservas no deseadas socavasen su esfuerzo estabilizador. Un mayor control sobre la política monetaria permitiría a los países eliminar las barreras a los pagos internacionales”.

4.7.2 Simetría

Krugman (Economía Internacional. 1994: Págs. 458 a 461) da cuenta de que el segundo argumento que ofrecían los defensores de la flotación "era que el abandono del sistema de Bretton Woods eliminaría las asimetrías que causaron tantos desacuerdos internacionales en los años sesenta y primeros de los setenta". Recuerda que "habían dos asimetrías importantes, ambas debidas al papel central que tenía el dólar en el sistema monetario internacional. La primera era que al fijar los bancos centrales sus monedas respecto al dólar y acumular dólares como reservas internacionales, la Reserva Federal de los Estados Unidos desempeñaba el papel principal en la determinación de la oferta monetaria mundial, mientras que los bancos centrales extranjeros tenían poca capacidad para determinar sus ofertas monetarias nacionales".

En tanto, indica que "la segunda hacía referencia a que cualquier país extranjero podía devaluar su moneda frente al dólar en condiciones de desequilibrio fundamental, pero las reglas del sistema impedían a los Estados Unidos la devaluación. Así que cuando el dólar fue finalmente devaluado en agosto de 1971, esta devaluación se produjo después de un largo período de negociaciones multilaterales". Un sistema de tipos de cambio flotantes, argumentaban sus defensores, terminaría con estas asimetrías, cita Krugman (Economía Internacional. 1994: Págs. 458 a 461). "Dado que los países no fijarían sus tipos de cambio frente al dólar y no necesitarían mantener dólares en reserva para este propósito, cada uno tendría la posibilidad de manejar sus propias condiciones monetarias. Por la misma razón, los Estados Unidos no enfrentarían ningún obstáculo especial para alterar su tipo de cambio a través de las políticas fiscales o monetarias. Los tipos de cambio se determinarían simétricamente por medio del mercado de divisas, y no mediante decisiones gubernamentales".

4.7.3 Tipos de cambio como estabilizadores automáticos

Krugman (Economía Internacional. 1994: Págs. 458 a 461) señala que el tercer argumento a favor de los tipos flotantes "hacia referencia a la posibilidad teórica de rápidos y relativamente poco costosos ajustes frente a ciertos cambios en la economía. Uno de estos cambios –como ya se mencionó- es la inflación extranjera. La figura que utiliza el modelo DD-AA analiza otro caso al comparar la respuesta de la economía bajo tipos de cambio flotantes, ante una caída temporal de la demanda extranjera de exportaciones".

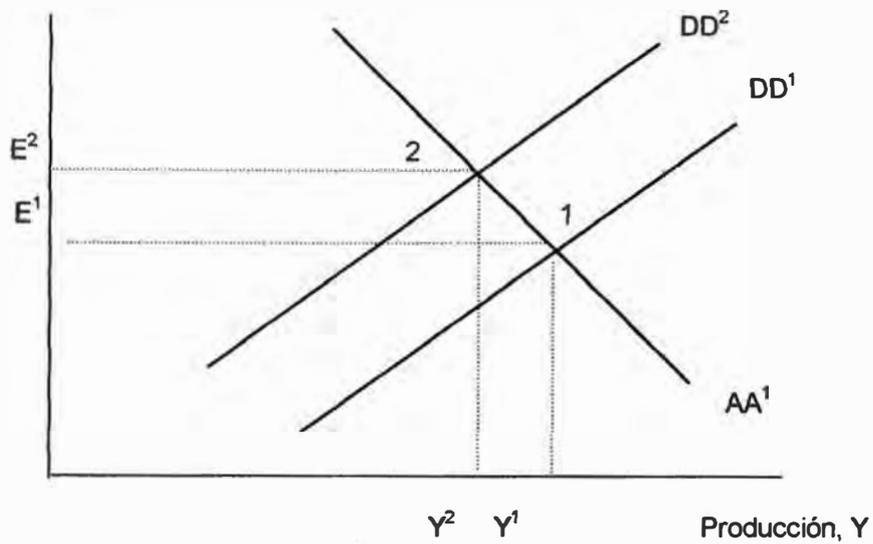
Así, manifiesta que "una caída de la demanda de exportaciones reduce la demanda agregada para cada nivel de tipo de cambio E y de esta manera mueve la función de DD hacia la izquierda, desde DD^1 a DD^2 . Recordemos que la función DD muestra aquellos pares de valores de tipo de cambio y producción para los que la demanda agregada se iguala a la producción agregada".

La figura muestra como este movimiento afecta el equilibrio de la economía cuando el tipo de cambio es flotante. Krugman indica que "dado que el cambio en la demanda se supone temporal, el tipo de cambio esperado a largo plazo no varía y por lo tanto no se mueve la función AA^1 de equilibrio en el mercado de activos. Recordemos que la función AA muestra aquellos pares de valores de tipo de cambio y producción en los que el mercado de divisas y el mercado monetario del país están en equilibrio. Así, el equilibrio a corto plazo de esta economía está en el punto 2; comparado con el punto 1 de equilibrio inicial, la moneda se ha depreciado y la producción disminuye. ¿Por qué sube el tipo de cambio de E^1 a E^2 ? A medida que la demanda y la producción disminuyen se reduce la demanda de dinero para transacciones y el tipo de interés del país también debe disminuir para mantener el mercado monetario en equilibrio. Esta caída en el tipo de interés nacional produce la depreciación de la moneda en el mercado de divisas y aumenta de E^1 a E^2 ".

Gráfico 10

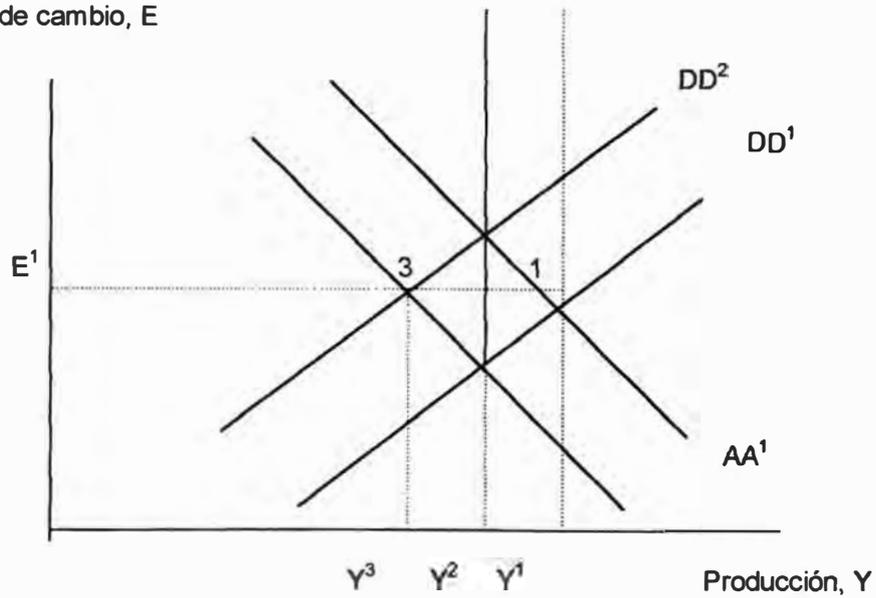
Tipos de cambio como estabilizadores automáticos

Tipo de cambio, E



(a) Tipos de cambio flotante

Tipo de cambio, E



(b) Tipos de cambio fijo

El efecto del mismo trastorno en la demanda de exportaciones bajo tipos de cambio fijos se muestra en la figura b. Krugman (Economía Internacional. 1994: Págs. 458 a 461) destaca que “dado que el banco central debe evitar la depreciación de la moneda que se produce con tipos flotantes, compra dinero nacional con moneda extranjera, lo que contrae la oferta monetaria y mueve AA^1 hacia la izquierda hasta AA^2 . El nuevo equilibrio de corto plazo de la economía con tipos de cambio fijos se encuentra en el punto 3, donde la producción es igual a Y^3 ”.

Señala que la figura muestra que la producción en realidad disminuye más bajo tipos flotantes, “cayendo hasta Y^3 en vez de hasta Y^2 . En otras palabras, el movimiento del tipo de cambio flotante estabiliza la economía mediante la reducción de los shocks sobre el empleo comparado con sus efectos bajo tipos fijos. La depreciación de la moneda en el caso de tipos flotantes hace a los bienes y servicios nacionales más baratos cuando su demanda disminuye, compensando parcialmente la reducción inicial en la demanda. Además de reducir la diferencia respecto al equilibrio interno causado por la caída en la demanda de exportaciones, la depreciación reduce el déficit de la cuenta corriente que aparece con tipos fijos al hacer a los productos nacionales más competitivos en los mercados internacionales”.

Krugman (Economía Internacional. 1994: Págs. 458 a 461) asegura que se pueden sacar conclusiones más sólidas cuando hay una caída permanente en la demanda de exportaciones. “En este último caso el tipo de cambio esperado E^e también aumenta y como resultado se mueve hacia arriba la función AA. Un shock permanente causa mayor depreciación que uno temporal y de esta manera el movimiento del tipo de cambio protege más a la producción nacional cuando el shock es permanente”.

Señala que bajo el sistema de Breton Woods, "una caída en la demanda de exportaciones habría llevado a una situación de 'desequilibrio fundamental' de haber sido permanente, obligando a la devaluación de la moneda o a un largo período de desempleo en el país, mientras disminuían los precios de exportación. La incertidumbre acerca de las intenciones estimularían salidas de capital especulativo, empeorando más la situación al mermar las reservas del banco central y contraer la oferta monetaria nacional en un momento de desempleo. Los defensores de los tipos flotantes señalaban que el mercado de divisas originaría automáticamente la necesaria depreciación real de la moneda a través de un movimiento en el tipo de cambio nominal".

Así, Krugman (Economía Internacional. 1994: Págs. 458 a 461) sostiene que "este movimiento reduciría o eliminaría la necesidad de empujar hacia abajo el nivel de precios a través del desempleo y dado que esto ocurriría inmediatamente, no habría el riesgo de trastornos especulativos, como los había habido con tipos fijos".

Orientaciones para la reforma

Seguidamente Krugman (Economía Internacional. 1994: Págs. 458 a 461) concluye que la experiencia reciente con tipos de cambio flotantes "muestra que ni un bando ni el otro del debate sobre la flotación tenían razón completamente en sus predicciones. El sistema de tipos flotantes ha tenido serios problemas, pero nunca han sido tan graves como los que el auguraban sus oponentes".

Indica que "ningún sistema de tipos de cambio funciona correctamente cuando los países van por su cuenta y actúan sobre la base de su propio egoísmo. El sistema de Breton Woods funcionó razonablemente bien hasta que los Estados Unidos adoptaron unilateralmente una política sobreexpansiva bajo el presidente Johnson. De forma

parecida, los peores problemas del sistema de tipos flotantes sucedieron cuando los países no se pusieron de acuerdo para establecer acciones coordinadas respecto de los problemas macroeconómicos comunes. Políticas estables y globalmente equilibradas son un prerrequisito para el éxito del funcionamiento de cualquier sistema monetario internacional”.

Apunta que con “una mayor cooperación en política económica por parte de los países más importantes, no hay razón por la cual los tipos de cambio flotantes no funcionen medianamente bien en el futuro. La cooperación en política económica internacional tiene precedentes como lo demuestran las reducciones arancelarias en las rondas GATT y la creación del FMI, del Banco Mundial y de la OMC”.

5 Antecedentes de una política de regulación de tasas referenciales

Un típico y reciente ejemplo de la validez de una política monetaria proactiva como mecanismo suavizador de los ciclos recesivos es la consecución por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) de que su economía no se sumerja en un prolongado ciclo recesivo, luego de 10 años de significativo crecimiento (escenario antes del 11 de setiembre), teniendo una ventanilla de operaciones interbancarias y concediendo préstamos a tasas de interés inferiores a las del mercado, tornándose la Fed, no en un prestamista de última instancia como lo es el BCR en el Perú, sino en la primera opción de financiamiento de la banca comercial.

De esta forma la Fed consiguió que la economía norteamericana registre una desaceleración de su actividad económica en los últimos meses, en vez de registrar importantes tasas de decrecimiento, lo que hubiera sido mucho más perjudicial no sólo para ese país, sino también para la economía global.

Chile, Brasil y Colombia son los países abanderados en la implementación de este tipo de política monetaria proactiva en América Latina, observándose una interesante evolución en sus niveles de actividad económica.

México es otro de los países latinoamericanos que está orientando su política monetaria hacia la regulación de las tasas de interés como una variable más eficaz para mantener una inflación baja y suavizar los ciclos recesivos de la economía.

Existen otros países que estudian la posibilidad de adoptar el modelo de Alan Greenspan (presidente de la Fed), por considerarlo más adecuado a la globalización comercial y financiera actual –en la que los ciclos económicos son más cortos cada vez-, tomando en cuenta la volatilidad de los capitales y el hecho de que la tasa de interés es la variable más sensible en las finanzas.

Política monetaria de la Fed

Jeffrey Sachs y Felipe Larraín (*Macroeconomía en la Economía Global*. 1994: Págs. 257 a 260), señalan que en algunos países “el banco central hace préstamos directos a empresas no financieras, así como a los bancos privados. En estados Unidos la Fed no hace préstamos a compañías no financieras, pero a través de la llamada ventanilla de descuento sí presta a los bancos privados. La tasa de interés a la cual la Fed está dispuesta a prestar dinero a los bancos comerciales se conoce como la tasa de descuento”.

Indica que los bancos privados hacen uso de esta opción de crédito para dos propósitos diferentes: “(1) para ajustar sus reservas de efectivo en caso de de que ellas caigan bajo el nivel deseado o el nivel requerido por las regulaciones de la Fed y (2) si las condiciones del mercado lo hacen atractivo para obtener fondos que el banco puede prestar a sus clientes”.

Asimismo, sostiene que “un elemento crucial en la decisión del banco es el valor de la tasa de descuento relativa a otras tasas del mercado, por lo que si un banco está tomando préstamos para incrementar sus reservas de efectivo, comparará la tasa de descuento con la tasa de fondos federales (la tasa que cobran otros bancos por préstamos interbancarios de corto plazo) y tomará el préstamo de la fuente más barata”.

Apuntan también que “una situación diferente se da cuando un banco comercial ve una oportunidad de aumentar su portafolio de préstamos obteniendo fondos de la ventanilla de descuento; no obstante, para que un proyecto como éste sea rentable la tasa de descuento tiene que ser menor que la tasa de interés que cobran los bancos comerciales a sus clientes (o tasa de colocación). Normalmente, éste es el caso, pero aún así el banco puede no querer usar la ventanilla de descuento. ¿Por qué no? Porque hay costos de transacción que deben cubrirse con el spread (diferencial) entre la tasa de captación y la tasa de colocación y porque la tasa para préstamos tiene que ser lo bastante alta para compensar el riesgo de no pago”.

Otra consideración citada por Jeffrey Sachs y Felipe Larraín (*Macroeconomía en la Economía Global*. 1994: Págs. 257 a 260), es que la Fed, y en general los bancos centrales, no otorgan todos los préstamos que se solicitan. “Normalmente la Fed impone restricciones cuantitativas formales e informales a los préstamos a bancos, es decir, fija un límite a la cantidad de fondos que un banco privado puede tomar en préstamo en la ventanilla de descuento”.

Hacen notar que “las operaciones de descuento conducen a cambios en la oferta de dinero de alto poder expansivo. Un préstamo a través de la ventanilla de descuento produce un incremento en la base monetaria igual al monto del préstamo [...], pero los bancos centrales poseen una poderosa herramienta que pueden emplear para influir en la oferta de dinero de alto poder expansivo y en el monto del crédito disponible para el sector privado: pueden subir y bajar la tasa de descuento. Al bajarse esta tasa, se hace más atractivo para los bancos tomar préstamos en la ventanilla de descuento. A su vez estos mayores préstamos incrementan la base monetaria y la disponibilidad de crédito en la economía. Una relajación de las restricciones cuantitativas al crédito del banco central a los bancos comerciales, si estas restricciones son significativas, también expande la base monetaria y la disponibilidad de crédito. A la inversa, un incremento de la tasa de descuento hace menos atractivo para el

sector financiero privado tomar préstamos del banco central. Una tasa de descuento más alta, puede incluso estimular el prepago de deudas anteriores”.

Agregan que “la tasa de descuento se mantiene normalmente bajo la tasa de mercado y se ajusta con retraso a las fluctuaciones de dicha tasa”.

Señalan que “el banco central puede determinar en que dirección actuarán los efectos de un cambio en la tasa de descuento e incluso puede obtener una estimación de su magnitud. Sin embargo, por lo común no puede saber de antemano cuál será el efecto exacto de su política de tasa de descuento sobre la base monetaria”.

Para afirmar su control sobre la base monetaria, el banco central suele aplicar una política de mercado abierto –como ocurre en el Perú–, a fin de compensar los efectos monetarios de sus operaciones a través de la ventanilla de descuento. “Supongamos que súbitamente los bancos incrementan sus préstamos en la ventanilla de descuento en US\$ 600 millones. La autoridad monetaria puede no querer aumentar la tasa de descuento ni colocar límites drásticos a los préstamos a los bancos, pero al mismo tiempo le puede inquietar el incremento de dinero de alto poder expansivo. La Fed puede deshacer o esterilizar los efectos del préstamo de descuento vendiendo US\$ 600 millones en bonos al público (y retirando de este modo US\$ 600 millones en dinero de alto poder expansivo). La aplicación de una operación de mercado abierto para compensar los efectos monetarios de otras políticas es una maniobra estándar que se conoce como una operación de esterilización”.

Antes de la actual política monetaria de la Fed de regular su tasa de descuento, hubo un largo debate en Estados Unidos respecto a que variable monetaria debería intentar controlar. Así, Jeffrey Sachs y Felipe Larraín (*Macroeconomía en la Economía Global*. 1994: Págs. 257 a 260) señalan que por largo tiempo la Fed centró su atención en tratar de influir en la tasa de interés

de mercado, dirigiendo su política monetaria hacia ese propósito. "Sus herramientas primarias fueron las operaciones de mercado abierto. Si la Fed estimaba que la tasa de interés estaba demasiado alta, compraba bonos en el mercado e incrementaba de este modo la oferta de dinero hasta que la tasa de interés caía dentro del margen proyectado. Si estimaba que la tasa de interés era demasiado baja vendía bonos. Esta política de tasas de interés recibió el fuerte ataque de los monetaristas, encabezados por Milton Friedman. Los monetaristas sostenían que la Fed intentaba normalmente empujar las tasas de interés a niveles demasiado bajos, lo que conducía a incrementos inflacionarios de la oferta monetaria, por consiguiente afirmaban que la Fed debería fijar metas claras en términos de los agregados monetarios (tales como el crecimiento de M_1), los que estimaban que eran más factibles de proyectarse de manera no inflacionaria".

Finalmente, indican que definir cuáles metas debería intentar controlar la autoridad monetaria es un problema difícil. "El interés último de la política monetaria está en promover la estabilidad y el crecimiento de la economía en condiciones de baja inflación. Para este fin, las tasas de interés y los agregados monetarios son sólo metas intermedias que las autoridades económicas tratan de controlar con el objetivo de influir en sus metas últimas, que son variables como el producto, el empleo y la inflación. Hay quienes han instado a la autoridad monetaria a concentrarse en el control de estas metas finales, pero ésa es una tarea de formidables proporciones. Por ejemplo se ha sugerido que la autoridad monetaria se concentre en alcanzar una tasa deseada de crecimiento del PIB nominal. Por más que esta misión sea ya muy difícil, lo que cuenta es el PIB real y no el PIB nominal, y el PIB real es mucho más difícil de manejar".

6 Reflexiones acerca de los márgenes para una política monetaria de regulación de tasas de interés referenciales

6.1 ¿Son válidas las críticas a la política monetaria del BCR?

En este capítulo el presente informe analiza las críticas realizadas por Oscar Dancourt y Waldo Mendoza (Flujos de Capital, Política Monetaria y Equilibrio Externo. 1996: Págs. 3 a 5) sobre la política monetaria aplicada por el BCR desde 1995, intentando validar algunas críticas, complementando otras y observando aquellas que no se verifican empíricamente a través de cuadros estadísticos ilustrativos.

Para tener mayores elementos de análisis, debe recordarse el contenido de la Carta de Intención firmada por el Perú ante el FMI, en la que se comprometía a través del programa monetario del BCR a reducir la tasa de crecimiento de 12 meses de la emisión de 48% en diciembre de 1994 a 15% en diciembre de 1995.

Dicha Carta (MEF, 1995) indicaba que "durante 1995 los activos domésticos del BCR permanecerán sin cambio y las reservas internacionales crecerían como mínimo en US\$ 159 millones". Agrega que "para alcanzar estos objetivos, en el contexto de un rápido crecimiento del crédito, el BCR empezó a aumentar su tasa de redescuento, aumentó sus operaciones de mercado abierto y cambió las regulaciones para ajustar los requerimientos de encaje. El BCR

estará listo para ajustar más la política monetaria a través de la intensificación de operaciones de mercado abierto e incrementos mayores de encaje (...).

En resumen, lo que planteaba el gobierno en la Carta de Intención era, de ser necesario, agudizar un proceso de enfriamiento de la economía que empezaba a aplicarse, mediante la restricción de la liquidez en el contexto de un rápido crecimiento del crédito. Al respecto, cabe señalar que las economías latinoamericanas han ajustado sus déficit comerciales en los últimos años vía una devaluación o a través de recesiones provocadas. El Perú optó por recesar la economía, es decir, optó por un ajuste de la economía por el lado del empleo.

Enfriamiento de la economía y dolarización

Los economistas Dancourt y Mendoza (Flujos de Capital, Política Monetaria y Equilibrio Externo. 1996: Págs. 3 a 5) sostienen en sus críticas que “la política monetaria restrictiva aplicada durante 1995 se orientó en dos direcciones básicas, primero a impedir el alza del precio del dólar para garantizar una baja inflación y segundo a encarecer el crédito doméstico en soles disminuyendo los fondos prestables en soles de los bancos, para enfriar la economía”, y si bien la tasa de interés en soles en términos reales aumentó en 1995, no respondió básicamente a la restricción de la política monetaria, sino especialmente a la incertidumbre generada a raíz de la crisis mexicana (1994-1995) y el riesgo de un efecto contagio en los países emergentes, aunque no puede dejar de mencionarse la volatilidad registrada por la tasa de interés en moneda local a partir de 1995, reflejando la presencia del BCR en operaciones de mercado abierto buscando influir en el nivel de dicha tasa.

Así, dicha tasa disminuyó en 1996 retomando el descenso mostrado entre 1992 y 1994 (ver Tabla V), para luego mostrar una tendencia alcista entre 1997 y 1999 nuevamente en un contexto de crisis externas -las secuelas de las crisis asiática, rusa y brasileña- y ante el

potencial riesgo también de un efecto contagio de los países emergentes. Luego de ello presenta otra vez una tendencia descendente.

Cabe anotar, adicionalmente, que si bien las tasas de interés reales en soles como en dólares se incrementaron en 1995 ante la expectativa de la crisis mexicana, en las crisis subsecuentes, sin embargo, sólo suben significativamente las tasas de interés reales en soles (entre 1997 y 1999), a pesar de que los bancos se vuelven más selectivos en sus asignaciones crediticias – razón por la cual las tasas de interés en dólares se mantienen alrededor de 16% en dicho período-, lo que refleja la restricción de la oferta monetaria, según se desprende de la Carta de Intención de 1995.

Tabla V
Principales componentes de las tasas de interés activas (%)

Año	Tasa S/. Activa 1/	Inflación Anual	Tasa Activa real	Tasa \$ Activa 2/	Spread S/.	Spread US\$	Var. de tipo de cambio	Encaje Bancario S/. - US\$	Indice de morosidad 3/	Tasa* CDBCRP 3 mes.	Tasa Libor	Tasa Interb. S/.	Tasa Interb. US\$
1992	135.5	56.73	50.3	16.9	117.4	11.1	63.1%	5 50	-	39.6	3.8	-	-
1993	71.5	39.48	23.0	15.2	57.5	10.2	31.7%	13.9 45	-	28.4	3.3	-	-
1994	39.3	15.38	20.7	15.2	31.9	10.3	-0.9%	10.9 45	-	15.3	4.7	-	-
1995	33.5	10.23	21.1	17.2	23.6	11.0	8.5%	9.1 45	4.8%	16.5	6.0	10.0	-
1996	31.5	11.84	17.6	16.9	21.3	10.8	12.3%	9 43.6	5.2%	13.7	5.5	13.1	-
1997	30.9	6.46	23.0	16.1	20.6	10.6	5.1%	7 43.7	5.1%	13.0	5.7	12.8	-
1998	32.6	6.01	25.1	16.0	21.7	10.9	15.4%	7 38.3	7.0%	13.4	5.6	18.7	9.3
1999	35.0	3.73	30.1	16.5	23.2	11.4	11.0%	7 37.6	8.3%	16.8	5.4	14.9	7.5
2000	30.0	3.76	25.3	13.7	20.2	9.0	1.0%	6 34.0	9.8%	13.9	6.5	12.7	7.5
2001	25.2	1.98	22.8	12.3	17.4	8.7	-2.4%	6 33.0	8.5%	5.4	3.9	9.1	5.6

1/ Tasa activa promedio en moneda nacional.

2/ Tasa activa promedio en moneda extranjera.

3/ Créditos vencidos y en cobranza judicial / colocaciones brutas.

(*) Tasa en soles libre de riesgo.

Fuente: BCR – SBS

La intención de enfriar la economía empezó a dar sus frutos y el hecho de que las tasas de interés reales en soles subieran, reflejaba la presencia de una política monetaria restrictiva, aunque también reflejaba en 1997 y 1998 las expectativas de contagio de las crisis externas y una eventual depreciación de la moneda.

Tal política monetaria “dura” se refleja efectivamente en la activa presencia del BCR retirando soles de la economía mediante la colocación de Certificados de Depósito, operación de mercado abierto que no se limitaba a esterilizar compras de dólares efectuadas previamente por el BCR como se observa en la Tabla VII, tal es así que los promedios anuales de los saldos de colocación de los Certificados de Depósito representaban el 24% del promedio de la base monetaria en 1995, el 19% en 1999, el 29% en el 2000 y el 35% en el 2001 (Tabla VIII), como resultado del uso discrecional o libre del instrumento, denotando la intención del BCR de mantener la estabilidad de la economía -ante las crisis externas- enfriándola más aún en plena recesión.

Aunque cabe añadir que la ortodoxia monetaria se aprecia también antes de 1995, considerando que en 1994 el volumen de Certificados de Depósito colocado por el BCR representó el 17% del promedio anual de la base monetaria.

Respecto a que “la política monetaria buscaba impedir el alza del precio del dólar para garantizar una baja inflación” (Flujos de Capital, Política Monetaria y Equilibrio Externo. 1996: Págs. 3 a 5), debe señalarse que el instituto emisor consideraba la existencia de una importante incidencia del tipo de cambio en la inflación, aunque tal tesis no se verifica empíricamente, pues si bien existe una elevada correlación entre ambas variables, la covarianza, es decir, la incidencia de una sobre otra, no es sustancial. La devaluación se trasmite o traslada al nivel general de precios, pero no en cantidades industriales, es decir no en proporciones trascendentales.

Tabla VI
Devaluación versus inflación (%)

Mes	Devaluación	Inflación	Mes	Devaluación	Inflación
Ene-97	1.53	0.5	Ene-00	0.5	0.07
Feb-97	0.42	0.1	Feb-00	-1.3	0.48
Mar-97	-0.19	1.3	Mar-00	-0.4	0.54
Abr-97	1.13	0.4	Abr-00	1	0.51
May-97	0.1	0.8	May-00	0.7	0.02
Jun-97	-0.34	1.1	Jun-00	-0.5	0.06
Jul-97	-0.1	0.8	Jul-00	-0.2	0.52
Ago-97	0.05	0.2	Ago-00	-0.1	0.47
Sep-97	-0.31	0.3	Sep-00	0.2	0.56
Oct-97	0.53	0.2	Oct-00	0.4	0.23
Nov-97	2.31	0.1	Nov-00	0.8	0.06
Dic-97	-0.02	0.6	Dic-00	-0.3	0.15
Ene-98	0.89	0.9	Ene-01	0.1	0.07
Feb-98	1.96	1.2	Feb-01	0.2	0.48
Mar-98	0.25	1.3	Mar-01	-0.3	0.54
Abr-98	0.49	0.6	Abr-01	1.1	0.51
May-98	0.85	0.6	May-01	1.2	0.02
Jun-98	2.28	0.5	Jun-01	-1.9	0.06
Jul-98	0.52	0.6	Jul-01	-0.8	0.52
Ago-98	1.23	0.3	Ago-01	-0.3	0.47
Sep-98	2.8	-0.5	Sep-01	-0.1	0.56
Oct-98	0.16	-0.3	Oct-01	-0.8	0.23
Nov-98	1.45	0	Nov-01	-0.6	0.06
Dic-98	1.56	0.6	Dic-01	-0.1	0.15

Fuente: BCR

Tabla VII
Compra de dólares y colocaciones de certificados de depósito por parte del BCR
(en mls. de dólares)

Año	Compra de dólares	Colocación de CDBCR
1991	926	
1992	657	
1993	481	
1994	1179	
1995	653	2265
1996	1240	4571
1997	1410	2917
1998	628	4105
1999	302	6881
2000	3	1747
2001	199	1367

Fuente: BCR

Tabla VIII
Certificados de Depósito versus Base Monetaria (mls. de soles)

Año	Saldo promedio de colocación de Certificados de Depósito	Promedio anual de la Base monetaria	Cert. Dpto./Base Monetaria
1990	-	-	-
1991	-	823	-
1992	10	1354	0.7%
1993	27	1822	1.5%
1994	359	2103	17%
1995	743	3036	24%
1996	477	3565	13%
1997	348	3977	9%
1998	535	4511	12%
1999	894	4772	19%
2000	1463	5056	29%
2001	1857	5268	35%

Fuente: BCR

Respecto al "incentivo generado por la política monetaria para que los bancos se endeuden afuera, ofertando por consecuencia más créditos en dólares" al cual hacen referencia en sus críticas Dancourt y Mendoza (Flujos de Capital, Política Monetaria y Equilibrio Externo. 1996: Págs. 3 a 5), cabe precisar que en 1995 aumentó la participación de los créditos en soles a 29% desde el nivel de 26% registrado en 1994, debido a que las tasas de interés en dólares se incrementaron en mayor magnitud que las tasas reales en soles en 1995 por el encarecimiento de las líneas de crédito del exterior –cuyo costo se fija a partir de la tasa Libor, que subió de 4.7% a 6% entre 1994 y 1995- y por la contracción de los plazos de estos préstamos foráneos, en respuesta a la incertidumbre generada a raíz de la crisis mexicana (1994) y el riesgo de un efecto contagio en los países emergentes.

No obstante, ciertamente los adeudados del exterior de los bancos aumentaron entre 1995 y 1997, tanto en términos absolutos como en términos relativos en comparación con los créditos

totales otorgados en dólares, debido básicamente al aumento de las operaciones de comercio exterior (exportaciones e importaciones) entre 1995 y 1997, así como a la salida de capitales de corto plazo en 1996 (se entiende por capitales corto plazo el financiamiento proveniente del exterior, a plazo igual o menor a un año, dirigido a empresas no bancarias, así como el flujo de depósitos provenientes del exterior) y en parte, debido a la restricción de la oferta monetaria.

Así, la participación de los créditos en dólares aumentó respecto al total a partir de 1996 hasta 1999 como se observa en la Tabla IX, como consecuencia del incremento de los adeudados del exterior de los bancos y del alto costo de los créditos en soles –generado por la restricción de la oferta monetaria- en relación al costo de los créditos en dólares y las expectativas de depreciación de la moneda. Así la política monetaria coadyuvó a una mayor dolarización de la economía.

En ese contexto, la política monetaria restrictiva del BCR coadyuvó a volatilizar las tasas de interés interbancarias y de corto plazo en general, apuntando a realizar el ajuste de la economía por el lado de las tasas (ver Tabla V).

Tabla IX
Estructura de depósitos y créditos de la banca múltiple (mls. de soles)

Año	Depósitos		Total depósitos	Créditos		Total Créditos	Dep. Mon. Ext./ Tot. depósitos	Créd. Mon. Ext./ Tot. Créditos
	Mon. Nac.	Mon. Ext.		Mon. Nac.	Mon. Ext.			
1992				1442	3411	4852		70%
1993	2058	8614	10672	2000	6444	8444	81%	76%
1994	3918	11481	15399	3638	10174	13812	75%	74%
1995	5478	15022	20500	5740	14094	19834	73%	71%
1996	7437	21658	29095	7568	21746	29314	74%	74%
1997	10213	24559	34772	8758	29881	38639	71%	77%
1998	10727	28803	39530	93330	37411	46744	73%	80%
1999	11589	31998	43587	8841	41027	49868	73%	82%
2000	10680	30432	41112	8925	39406	48331	74%	82%
2001(22Dic)	12114	31939	44053	9476	37583	47059	73%	80%

Fuente: BCR

Tabla X
Adeudados del exterior de los bancos (en mlls. de dólares)

Año	Adeudados	Colocaciones En dólares	Participación %
1992	225	2086	11%
1993	387	2976	13%
1994	660	4736	14%
1995	1221	6052	20%
1996	1513	8396	18%
1997	2984	10986	27%
1998	2879	11914	24%
1999	1835	11769	16%
2000	1519	11192	14%
2001*	1368	10935	13%

(*) Al 22 de diciembre.

Depósitos en soles atractivos y retraso cambiario

Si bien la restricción de la oferta monetaria fue la que generó, en parte, una presión al alza de las tasas de interés en soles, tal que “los depósitos en moneda nacional podían haberse tornado más atractivos que los depósitos en dólares, con lo que el tipo de cambio se cae” como lo afirman Dancourt y Mendoza (Flujos de Capital, Política Monetaria y Equilibrio Externo. 1996: Págs. 3 a 5) en sus críticas, éste no ha sido el único factor por el cual el tipo de cambio se ha mantenido retrasado.

El retraso del tipo de cambio respondió también a la mayor afluencia de inversión extranjera directa e ingresos por privatización, así como a la presencia de inversión extranjera de cartera y capitales de corto plazo en 1995 y 1997, como se aprecia en la Tabla XI. No obstante, desde 1998 se observa una salida del país de capitales de corto plazo y de inversión extranjera de cartera, flujos que coadyuvaban a la política monetaria del BCR a mantener un tipo de cambio rezagado para lograr su objetivo de inflación implícita. El escenario se ha modificado ante el contexto global y el nuevo directorio del BCR lo ha entendido así, por ello ha cambiado su

esquema de política monetaria hacia uno de Meta Explícita de Inflación que se explicará más adelante.

Tabla XI
Flujo de recursos extranjeros al Perú (mls. de dólares)

Año	Inversión extranjera directa	Privatización	Inversión extranjera de cartera	Capitales de corto plazo
1990	41	0	-7	308
1991	-7	0	28	-66
1992	144	6	-17	1034
1993	519	168	222	137
1994	867	2241	516	437
1995	1501	547	177	637
1996	1554	1688	197	-174
1997	1552	145	317	2641
1998	1820	60	-343	-187
1999	2044	219	-299	-1676
2000	452	229	-273	-368

Fuente: BCR

Respecto al “retraso en la evolución del tipo de cambio real y la mayor oferta de créditos en dólares, producto de la política monetaria restrictiva del BCR, lo que favorece las importaciones”, según lo mencionan Dancourt y Mendoza (Flujos de Capital, Política Monetaria y Equilibrio Externo. 1996: Págs. 3 a 5) en sus críticas, ciertamente se observa un mayor volumen de importaciones, especialmente entre 1995 y 1997, aunque también aumentaron las exportaciones y la ampliación del déficit de la balanza comercial se dio sólo en 1995.

Luego el déficit comercial retrocede en 1996 y 1997 como resultado del aumento del nivel de exportaciones ante la mejora de los precios de los metales en el mercado internacional, para posteriormente aumentar el déficit comercial notablemente en 1998 dada la fuerte contracción de las exportaciones por el inicio de la crisis asiática y la caída de los precios de los metales.

Posteriormente, el menor dinamismo de la actividad económica mundial y local tendió a reducir el déficit comercial, coadyuvando en alguna medida para tal efecto la política monetaria restrictiva que continuaba aplicando el BCR.

En cuanto a la caída del tipo de cambio real, ésta se observa sólo en 1995, luego se mantiene relativamente estable para el índice del tipo de cambio real multilateral (a pesar de presentar menores depreciaciones que algunos países de la región) y mejora para el índice del tipo de cambio real bilateral, gracias a la baja inflación registrada.

Aunque sí cabe destacar que tal política monetaria no ha permitido recuperar la paridad multilateral perdida en 1991 y 1992 con la aplicación de la misma política monetaria, según se aprecia especialmente en los índices base de 1990. Por lo tanto, sostener, según las cifras del BCR, que tenemos un índice de tipo de cambio real bilateral y multilateral de 120 y 102 es una suerte de ilusión estadística.

Tabla XII
Balanza comercial, exportaciones e importaciones (mls. de dólares)

Año	Exportaciones	Importaciones	Balanza comercial
1992	3534	4090	-556
1993	3515	4085	-570
1994	4555	5661	-1107
1995	5589	7754	-2156
1996	5898	7886	-1988
1997	6814	8552	-1738
1998	5757	8222	-2466
1999	6119	6749	-630.8
2000	7028	7349	-320.9
2001(Set)	5294	5449	-156.1

Fuente: BCR

Tabla XIII
Tipo de cambio real bilateral y multilateral del Perú*

Año	Índice de tipo de cambio real bilateral**		Índice de tipo de cambio real multilateral***	
	(base 1994=100)	(base 1990=100)	(base 1994=100)	(base 1990=100)
1991	104.1	85.5	99.9	85.1
1992	98.1	81.6	96.6	82.6
1993	109.3	90	106.6	89.6
1994	100	82.4	100	82.6
1995	95	78.2	100.4	80.3
1996	95.3	78.6	98.5	79.1
1997	97.6	80.4	97.5	78.2
1998	101.5		98	
1999	115.8		108.5	
2000	119.1		107.3	
2001	120.8		102.9	

(*) El índice de tipo de cambio real mide el grado de depreciación real de la moneda nacional con respecto al período base empleado.

(**) Considera el índice de precios de los Estados Unidos de América.

(***) Considera los índices de nuestros principales socios comerciales, así como la cotización de sus monedas en relación al dólar estadounidense.

Fuente: BCR

Influencia en la demanda agregada

Es cierto que "la demanda agregada depende inversamente del costo real promedio del crédito", como lo afirman Dancourt y Mendoza (Flujos de Capital, Política Monetaria y Equilibrio Externo. 1996: Págs. 3 a 5) en sus críticas, pero no se cumple en la realidad que "una política monetaria restrictiva en una economía dolarizada, donde el crédito en dólares es más importante que el crédito en soles, puede hacer descender el costo promedio del crédito".

Teóricamente puede ser correcta tal posición, pero empíricamente no se refleja en la evolución de las tasas de interés en dólares, que subió de un promedio de 15.2% en 1994 a 17.2% en 1995 y se mantuvo por encima de 16% hasta 1999, debido al encarecimiento primero y a las

restricciones después de las líneas de crédito del exterior de los bancos, mientras que las tasas reales en soles se mantuvieron volátiles con tendencia alcista.

Adicionalmente, no es válido afirmar, como lo hacen Dancourt y Mendoza (Flujos de Capital, Política Monetaria y Equilibrio Externo. 1996: Págs. 3 a 5), que “el BCR no tiene la capacidad de elevar el costo real del crédito promedio, si la política monetaria restrictiva reduce el tipo de cambio real y si la oferta de préstamos en dólares es preponderante”, porque habría que tener en cuenta que el encaje bancario es un instrumento de política monetaria y que fue utilizado por el BCR para mantener elevado el costo del crédito en dólares, pues ante la restricción de las líneas de crédito del exterior, las reducciones practicadas al encaje fueron graduales y de poca magnitud, manteniéndose hasta el momento en un nivel alto en comparación con los países de la región, cuyo encaje promedio se sitúa por debajo de 10% (ver Tabla V). Además, cabe recordar –como se mencionó anteriormente- que la caída del tipo de cambio real no fue recurrente y se observó sólo en 1995.

6.2 Acerca de los márgenes para una política monetaria de regulación de tasas de interés referenciales

Si bien es cierto que después del proceso hiperinflacionario de fines de la década de los 80 se justificaba un modelo monetario de rápida implementación -acorde con el elevado grado de dolarización de la economía- para combatir los desórdenes de los precios relativos, la política monetaria implementada por el BCR desde 1990, cuya meta intermedia era la emisión primaria y cuyo objetivo se centraba en alcanzar una escasa tasa inflacionaria, mantuvo durante un tiempo excesivo un agregado monetario como meta intermedia, acompañado de un carácter restrictivo de la oferta monetaria especialmente desde 1995 -de manera similar como se

extendió la convertibilidad en Argentina-, en vez de iniciar una monetización de la economía luego de controlada la inflación y propender hacia un modelo de política monetaria que regule alguna tasa de interés referencial, con la finalidad de evitar volatilidades en las tasas de interés de corto plazo y retrasos en el tipo de cambio. Por el contrario, la política monetaria propendió en alguna medida a dolarizar la economía a través del incentivo generado para otorgar créditos en dólares.

Es innegable que en el período 1990 – Julio 2001, el BCR alcanza paulatinamente su objetivo central de mantener una baja tasa de inflación, no obstante, su accionar, que buscaba mantener el tipo de cambio dentro de límites previstos -por la correlación existente entre la variación del tipo de cambio y la inflación- volatilizó las tasas de interés de corto plazo a través de una tendencia contractiva de la oferta monetaria. Asimismo, la discrecionalidad de la política monetaria mantenía exaltada las expectativas de los agentes respecto del nivel de las tasas de interés en general, retroalimentándose así el encarecimiento del costo del crédito, de forma que dichas tasas no eran acordes con las expectativas de depreciación de la moneda y los niveles inflacionarios, afectando la demanda de los agentes económicos.

Así, el BCR volatilizaba las tasas de interés de corto plazo o tasas interbancarias, y mantenía elevado el costo del crédito empresarial en soles a través de sus regulaciones e intervenciones, y el costo del crédito en dólares mediante un elevado encaje bancario promedio en moneda extranjera, limitando la actividad productiva y por consecuencia la demanda agregada. Y es que luego que “la variación de la emisión primaria del BCR era determinada en función a la tasa objetivo de inflación ($\Delta\%P$), la tasa de crecimiento proyectado del PBI real ($\Delta\%Q$), el cambio en la velocidad de circulación del dinero ($\Delta\%V$) y la variación del multiplicador bancario ($\Delta\%k$)”¹,

¹ Gerencia de estudios económicos del Bancò Central de Reserva (BCR). Notas de Estudios N° 7. La política monetaria del BCR. Págs. 5, 6, y 7.

dicha variación de la emisión primaria se tornaba rígida perdiendo su endogeneidad, lo que se reflejaba en una desatención de una eventual mayor demanda de saldos reales, con la finalidad de no presionar al alza el tipo de cambio, traduciéndose tal desatención, sin embargo, en una presión al alza de las tasas de interés.

Al perder la emisión primaria u oferta de dinero su carácter endógeno, la política monetaria perdía proactividad y se convirtió en cíclica al insistir en el enfriamiento de la economía cuando ésta ya se encontraba en evidente recesión desde 1998.

La política monetaria del BCR derivaba en una economía ficticia o aparentemente sólida y estructuralmente débil, incapaz de responder con todos sus sentidos a los vaivenes internacionales, considerando que ha sido dependiente de la afluencia de capitales extranjeros para mantener el tipo de cambio relativamente estable, ha privilegiado el gradualismo de la depreciación de la moneda local mediante la “flotación sucia” del mismo lo que explica en parte la crónica balanza comercial deficitaria que registra nuestro país (retraso de la estabilización automática de los mercados interno y externo), y ha generado un latente riesgo de insolvencia en las empresas endeudadas en dólares –que son la mayor parte- junto con una eventual ruptura en la cadena de pagos ante un ajuste importante del tipo de cambio, teniendo en cuenta los actuales niveles de tasas de interés registrados que aún son altos.

Ya vemos lo que sucedió en el primer trimestre de 1998 cuando el MEF intentó realizar una política contracíclica que se reflejó en un aumento del tipo de cambio y en el inicio de la ruptura de la cadena de pagos que permanece hasta ahora, pues se confabularon la depreciación de la moneda local con elevados pagos por servicios de deudas en dólares producto de altas tasas de interés, restricciones de líneas crediticias externas y la recesión económica.

Es por ello posiblemente que en la Carta de Intención de 1995 el Perú plantea recesar la economía en vez de devaluar la moneda, teniendo en cuenta que una depreciación de la moneda podría ser perniciosa para la estructura financiera de las empresas, y porque el gradualismo en la evolución del tipo de cambio era importante para mantener una baja inflación. Cabe señalar que análogamente, y una vez más, Argentina también tuvo que optar también por recesar su economía ante el advenimiento de la crisis en su balanza comercial hace algunos años, pues la política monetaria de tipo de cambio fijo le impedía ajustarse vía una devaluación, lo que finalmente fue un factor preponderante en el colapso de su economía.

Adicionalmente, las elevadas tasas de interés derivadas del modelo monetario ejecutado por el BCR en el período de análisis, también incidió negativamente en la competitividad de las empresas y de los exportadores especialmente, que tienen que competir con empresas extranjeras que accedían en sus países a tasas de interés más bajas que las registradas localmente.

Y es que una política monetaria que regula un agregado monetario, en este caso la cantidad de dinero, ajusta la economía por el lado de las tasas de interés, en tanto que aquella que regula las tasas de interés de la economía busca el ajuste por el lado del tipo de cambio. En ese sentido, cabe recordar que la riqueza de un país proviene de su capacidad de interactuar en el comercio exterior, siendo un factor importante para tal efecto el nivel de paridad de su tipo de cambio respecto a sus socios comerciales, por lo cual sería importante evitar la ilusión estadística mencionada en el subcapítulo 6.1.

Modelo alternativo

Si bien actualmente el BCR está siguiendo una política monetaria proactiva, cuando se den señales de reactivación tendrá que restringir nuevamente la liquidez, tal cual se ha hecho en los

últimos 10 años, para cumplir con su meta de inflación, lo que volatilizaría las tasas de interés de corto plazo y se reflejaría en un mayor costo del crédito en soles -pues ante la carencia de recursos y existiendo la demanda del caso, los precios se sitúan fuera de contexto-, a lo que se sumaría una posible agudización del retraso cambiario. La discrecionalidad que conserva la política monetaria es una de las razones por las cuales se mantienen exaltadas las expectativas de los agentes respecto del nivel de tasas de interés en general, por lo que la disminución de las tasas en el mercado monetario no se traslada hasta ahora al mercado de créditos.

Es destacable que el actual directorio del BCR tenga una actitud proactiva a diferencia del anterior, lo que se refleja además en el giro de su esquema monetario hacia uno denominado "Meta Explícita de inflación" o inflation targeting -dejando de lado el modelo de "objetivo inflación implícito"- en la que ya no tiene una meta intermedia que cumplir -basada en la variación de la emisión primaria- a diferencia del anterior modelo monetario, lo que en teoría le permitiría una mayor flexibilidad de su oferta monetaria; no obstante, mantiene un agregado monetario como meta operativa y su único objetivo oficialmente sigue siendo la estabilidad de precios.

Cabe resaltar que muchos países que actualmente centran su política monetaria en alguna tasa de interés referencial o interbancaria, previamente implementaron el inflation targeting en sus economías regulando un agregado monetario, por lo que puede presumirse que el Perú apunta hacia ese esquema, más aún teniendo en cuenta que el propio presidente del BCR, Richard Webb, así lo ha manifestado, sosteniendo que si bien no es el momento de aplicar una política monetaria de regulación de tasas de interés referenciales por la elevada dolarización de los créditos, considerando que tal esquema monetario podría volatilizar el tipo de cambio, se trata de un modelo a implementar en el futuro.

Efectivamente, un esquema de regulación de tasas de interés referenciales podría volatilizar el tipo de cambio en circunstancias de incertidumbre y ser perjudicial en una economía en la cual el crédito está dolarizado, pero en el Perú existe un sobre stock de dólares actualmente, por lo que en opinión del mercado, MEF y el propio BCR, las expectativas de una depreciación de la moneda local son pocas para este año.

Adicionalmente, una política monetaria de regulación de tasas de interés referenciales no sólo se preocupa en proveer la liquidez necesaria a los agentes económicos para optimizar el nivel del producto y empleo, teniendo en cuenta que “la oferta de dinero es elástica en relación a las tasas de interés -presentando una curva de pendiente positiva-”², sino que mantiene como su objetivo principal la estabilidad de precios.

En ese sentido, sería conveniente la adopción en el corto plazo del Inflation Targeting, pero apuntando hacia la regulación de una tasa de interés referencial, teniendo como meta operativa para tal caso una tasa de interés de corto plazo o interbancaria y no la liquidez de los bancos en el BCR como es actualmente, considerando paralelamente una progresiva remonetización en la economía –que ya se viene dando- para incrementar la sensibilidad del producto ante cambios en las tasas de interés referenciales y evitar una ruptura en la cadena de pagos -que podría darse en una economía en la cual el crédito está dolarizado y se registran volatilidades en el tipo de cambio-, tema que es planteado con mayores detalles más adelante.

Márgenes

En este apartado, el informe presenta una reflexión sobre los márgenes de una política monetaria de regulación de tasas de interés según el grado de sensibilidad del producto ante cambios en dichas tasas de interés referenciales, para lo cual se tendrán en cuenta los niveles

² Jiménez, Felix. Macroeconomía: Enfoques y Modelos. Cap. La Oferta Monetaria. Pág. 403 a 409.

presentados por algunos indicadores económicos, tales como el grado de intermediación bancaria, dolarización de la economía, solidez del sistema financiero, expectativas de depreciación de la moneda local, expectativas inflacionarias, percepción de riesgo país, balanza comercial y desarrollo del mercado de valores.

Un alto "grado de intermediación bancaria" tornaría más efectiva una política monetaria de regulación de tasas de Interés referenciales respecto a su incidencia en el nivel del producto e inflación, porque así las decisiones del BCR se transmitirían a una base más amplia de agentes económicos que pueden acceder al sistema bancario, teniendo en cuenta que los efectos de su política no llegarían a las fuentes de financiamiento informales y poco convencionales.

De igual modo, un "mercado de valores desarrollado", con elevados niveles de liquidez y profundidad, y mayores alternativas de inversión y productos bursátiles, facilitaría la transmisión de la política monetaria y tendría mayor incidencia en el crecimiento y en el objetivo inflación, pues una eventual tendencia a la baja de las tasas de interés referenciales mejoraría el nivel de consumo de las personas que tienen inversiones en bolsa ante la subida del precio de las acciones e incentivaría el ingreso de nuevos emisores al mercado de bonos.

El análisis del nivel de "dolarización de la economía" es cardinal para la aplicación de una política monetaria de regulación de tasas de interés referenciales, pues un instituto emisor tiene competencia sobre la regulación de las tasas en moneda local, y si la liquidez y los créditos están dolarizados en su mayor parte, los efectos de la administración de tasas referenciales no llegaría a la mayor parte de los agentes del mercado, por lo que perdería cierto control de la inflación y su incidencia en el crecimiento no sería significativa.

Asimismo, al tener una política monetaria de regulación de tasas de interés un objetivo inflacionario acompañado de una adecuada dotación de liquidez a la economía de manera

que se optimice el crecimiento del producto, su proactividad puede tender a volatilizar el tipo de cambio, por lo que resulta adecuada su implementación en un contexto de “expectativas de depreciación de la moneda local e inflación” bajas, aunado a una “percepción de riesgo país” estable, motivo por el cual se analizarán tales indicadores en el presente capítulo.

Es conveniente la implementación de tal esquema monetario en un escenario de “solidez del sistema financiero”, considerando que el BCR ya no sería prestamista de última instancia, sino una de las primeras opciones de préstamo de los bancos a través de su tasa referencial interbancaria. Un sólido sistema financiero minimiza la posibilidad de una eventual pérdida de recursos.

Un desequilibrio entre los mercados interno y externo se refleja en un déficit en la “balanza comercial”, que puede responder al deterioro de los términos de intercambio de un país o a un retraso del tipo de cambio real, y si una política monetaria de regulación de tasas de interés puede contribuir a reducir tal déficit su aplicación estará justificada.

En el siguiente cuadro se observa un importante crecimiento del producto entre los años 1994 a 1997, a excepción de 1996, luego que las tasas de interés empezaron a descender, no obstante, tal crecimiento no es sostenido, a pesar de que en esos años aumentaron de manera significativa la inversión extranjera directa y la inversión extranjera de cartera, así como los capitales de corto plazo, y se registraron por primera vez ingresos por privatización.

Así, el PBI se ve afectado por el enfriamiento de la economía propiciado por el BCR y por la subida de las tasas de interés en dólares –las de mayor incidencia en el producto al representar

el 80% del total y que se mantuvieron por encima de 16% hasta 1999-, aunado a volatilidades con tendencia al alza de las tasas de interés reales en soles.

Tabla XIV
PBI versus tasas de interés

Año	Perú			PBI Var. %	Argentina PBI Var. %	Brasil PBI Var. %	Chile PBI Var. %	Colombia PBI Var. %	México PBI Var. %	Venezuela PBI Var. %	Promedio PBI Var. %
	Tasa Activa 1/	Tasa Activa real	Tasa Activa 2/								
1992	135.5	50.3	16.9	-0.4	10.3	-0.5	12.3	4	3.5	6.1	5.0
1993	71.5	23	15.2	4.8	6.3	4.9	7	5.4	1.9	0.3	4.4
1994	39.3	20.7	15.2	12.8	5.8	5.9	5.7	5.8	4.5	-2.3	5.5
1995	33.5	21.1	17.2	8.6	-2.8	4.2	10.6	5.7	-6.2	4	3.4
1996	31.5	17.6	16.9	2.5	5.5	2.7	7.4	2.1	5.1	-0.2	3.6
1997	30.9	23	16.1	6.7	8.1	3.3	7.6	3.4	6.8	6.4	6.0
1998	32.6	25.1	16	-0.5	3.9	0.1	3.7	0.6	4.9	0.2	1.8
1999	35	30.1	16.5	0.9	-3.4	0.8	-1.1	-4.1	3.8	-6.1	-1.3
2000	30	25.3	13.7	3.1	-0.5	4.4	5.4	2.8	6.9	3.2	3.6
2001	25.2	22.8	12.3	0.2	-2.7	1.6	3.1	1.7	-0.2	2.8	0.9
2002E				3.3	-5.3	2.2	3.4	2.5	1.5	1.1	1.2

1/ Tasa activa promedio en moneda nacional.

2/ Tasa activa promedio en moneda extranjera.

Fuente: BCR – bancos de inversión

A continuación se describirá el nivel actual de cada uno de estos indicadores económicos y se reflexionará sobre los márgenes de una política monetaria de regulación de tasas de interés referenciales.

A. Grado de intermediación bancaria

En el Perú existe un escaso nivel de bancarización, que se refleja en una intermediación bancaria (colocaciones de los bancos / producto) de entre 20% y 22% del PBI, uno de los más bajos de Sudamérica y muy por debajo del nivel de bancarización de Estados Unidos de 90%.

El bajo nivel de intermediación bancaria se explica por la poca accesibilidad de las empresas y de las personas al crédito formal del sistema financiero, acudiendo a fuentes de financiamiento informales y poco convencionales.

B. Dolarización de la economía

La masa monetaria del país se encuentra dolarizada en un 69.4% (liquidez nominal del sistema bancario), mientras que los depósitos y las colocaciones bancarias lo están en un 73% y 80.4%, respectivamente, según cifras del BCR, estructura que surge como consecuencia de la traumática hiperinflación de finales de los años 80 y la política monetaria restrictiva de los 90. Si bien una elevada dolarización restaría efectividad a una política monetaria de regulación de tasas de interés referenciales, cabe señalar que el nivel de dolarización de la economía viene disminuyendo en términos de colocaciones crediticias, depósitos bancarios y liquidez, lo que favorecería una política monetaria de regulación de tasas de interés.

La presión a la baja registrada por el tipo de cambio desde junio hasta diciembre del 2001 y su actual estabilidad, están creando el clima propicio para una remonetización de la economía como respuesta de una mayor oferta de créditos en soles por parte del sistema financiero para evitar eventuales pérdidas cambiarias. Asimismo, las mayores metas de liquidez operativas del BCR registradas desde octubre del 2001 están tratando de incidir en un menor costo crediticio en soles, lo que favorecería una mayor demanda de créditos en moneda local. Tal remonetización, que se está dando paulatinamente, le daría mayor margen de acción al instituto emisor en el marco de una política monetaria proactiva con incidencia en las tasas de interés, y así las decisiones sobre su tasa de referencia –en soles- se reflejaría en una parte importante de las canalizaciones crediticias de los bancos hacia el sector real.

Tabla XV
Grado de dolarización de la liquidez (mls. de soles)

Año	Dinero	Cuasidinero	Liquidez S/. (*)	Liquidez total	Dolarización
1991	945	3325	4270	10653	59.9%
1992	1619	2753	4372	12476	65.0%
1993	2372	2328	4700	15203	69.1%
1994	3792	2545	6337	17641	64.0%
1995	4350	4035	8385	22483	62.7%
1996	5175	4896	10071	31120	67.6%
1997	6342	6240	12582	36804	65.8%
1998	6403	5997	12400	40951	69.7%
1999	7049	6973	14022	46706	70.0%
2000	7069	7112	14181	47222	70.0%
2001(Dic22)	6611	8146	14757	48156	67.5%

(*) Liquidez en Soles = Dinero + Cuasidinero

Fuente: Boletín semanal del BCR

Respecto a la necesaria remonetización de la economía, tal vez convendría analizar la posibilidad de promover por algunos años la predisposición a ahorrar y otorgar préstamos en soles a través de la indexación, considerando además la indexación de otros precios, con la finalidad de acelerar el proceso de desdolarización de la economía.

En política monetaria no es válida la autorregulación como en las bolsas de valores, sino la regulación, y la búsqueda de un mayor control de la economía. Si bien los agentes económicos pueden preferir mantener sus activos dolarizados, sería conveniente inducirlos a la desdolarización de los mismos, para lo cual tiene que haber predictibilidad. La política monetaria es un instrumental que se tiene que recuperar, porque ya vemos en Argentina qué sucede cuando el instituto emisor se inhibe de actuar proactivamente y cuando el ajuste de la economía se da por el lado de las tasas de interés, es decir por el lado del

costo del capital, y no por el lado del tipo de cambio. Todo no es inflación, sino que lo diga Argentina que por mucho tiempo vivió con un cuello de botella y una baja inflación.

Apuntando a esa remonetización de la economía, es positiva la continuidad de las emisiones de bonos soberanos en soles en el mercado de valores local, porque da confianza a los emisores a realizar sus colocaciones en moneda local y porque crea una referencia de tasas en moneda nacional o "benchmark", que ayudará adicionalmente a desarrollar el mercado de valores fomentando las emisiones en soles por parte de las empresas, lo que lograría una mayor sensibilidad del producto ante cambios en las tasas de interés (elasticidad Tasa de interés - Producto).

Adicionalmente, si tal política monetaria eventualmente fijara en un nivel bajo su tasa de interés referencial o interbancaria -en soles-, los agentes económicos irán prefiriendo créditos en moneda local, adecuando los plazos de la oferta crediticia a sus necesidades, lo que favorecería una mayor monetización de las colocaciones bancarias y una consecuente mayor propagación de la política monetaria.

C. Solidez del sistema financiero

La actual solidez de la banca local, se refleja en el actual nivel del índice de provisiones bancarias –cifras a noviembre último de la Asociación de Bancos-, la misma que supera el 110% de la cartera crediticia atrasada; además de ello, la presencia de la banca extranjera y la salida ordenada en los últimos años de algunos bancos pequeños y medianos con problemas de liquidez, solvencia e insuficiencia patrimonial, dan cuenta de la baja probabilidad de riesgo sistémico.

La solidez del sistema financiero es un factor favorable a la aplicación de una política monetaria con incidencia en las tasas de interés, considerando que en este esquema el

BCR no sería prestamista de última instancia, sino la primera opción de préstamo de los bancos a través de su tasa referencial interbancaria.

D. Expectativas devaluatorias

La abundancia de liquidez en moneda extranjera ante los escasos sujetos de crédito –US\$ 554 millones y S/. 24 millones en depósitos overnight de los bancos en el BCR, según el boletín semanal del BCRP del 30 de noviembre, y US\$ 858 millones en depósitos de corto plazo de los bancos en el exterior-, dada la recesión por la que atraviesa nuestra economía, aunado al ingreso de divisas generado por el inicio de las operaciones de la compañía minera Antamina y la mayor oferta de dólares que se registrará en los próximos meses como consecuencia de los recursos obtenidos en la mesa de donantes (US\$ 1,800 millones en total, que serán desembolsados a razón de US\$ 600 millones por año), han generado un escenario en el que las expectativas de depreciación de la moneda en el Perú son pocas para este año, luego de diluirse la incertidumbre electoral en junio del 2001.

Tal afirmación se refleja, por ejemplo, en que el aumento en 14.8% de la meta operativa diaria entre setiembre y diciembre del 2001 –desde el cambio de directorio del BCR- no ha tenido como contrapartida un aumento del precio del dólar. Adicionalmente el BCR ha reducido su tasa de interés de redescuento en soles durante 7 meses consecutivos de un nivel de 11% anual en mayo a 5% anual en diciembre (la mayor entre 5% y el promedio ponderado de las tasas interbancarias).

Las pocas expectativas de depreciación de la moneda local es uno de los indicadores que favorece la implementación de una política monetaria de regulación tasas de interés referenciales. La aplicación de una política monetaria proactiva y con incidencia directa en las tasas de interés en el Perú, podría no ser tan importante en estos momentos como lo

es en Estados Unidos, Chile o Brasil (en estos dos últimos países el nivel de dolarización es bajo, lo que permite una mayor efectividad de la política monetaria), no obstante, no existe el riesgo de un trastorno de la economía como ocurrió con la política monetaria que tenía como meta intermedia la emisión primaria, junto a la regulación de la cantidad de dinero y un elevado encaje bancario. En la tabla adjunta se observa un aumento mensual de la meta de liquidez operativa del BCR.

Tabla XVI
Meta de liquidez operativa y tasas referenciales del BCR entre febrero y diciembre del 2001

1. Meta operativa de Cta. Cte. (en mlis. de soles)	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Setiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre
Rango	125-135	128-138	130-140	120-130	125-135	135-145	130-140	130-140	132-142	135-145	150-160
Revisión			120-130								
ejecución	134	131	123	122	130	129	132	136	140	146	-
2. Tasas de interés de referencia (en porcentaje)											
a. Créditos de regulación monetaria y compra temporal de CDBCR y bonos del Tesoro fuera de subasta											
a.1 En soles	12.5	11.5	11.0	11.0	10.5	10.0	9.0	8.5	7.5	6.0	5.0
a.2 En dólares	8.5	8.5	8.5	7.5	7.0	6.5	6.0	5.5	5.0	4.5	4.5
b. Depósitos overnight											
b.1 En soles	4.5	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	3.0	2.5	2.0
b.2. En dólares	5.5	5.3	4.8	4.2	3.9	3.8	3.7	3.2	2.5	2.1	1/
Tasas interbancarias en m/n (%)	11	10.3	12.5	12.7	10.62/	8.4	5.7	5.9	4.5	3.5	

1/ Similar a la tasa que el BCR obtiene en el exterior por depósitos overnight

2/ No incluye la cotización del día 1 de junio de 74.3%

Fuente : BCR

E. Expectativas inflacionarias

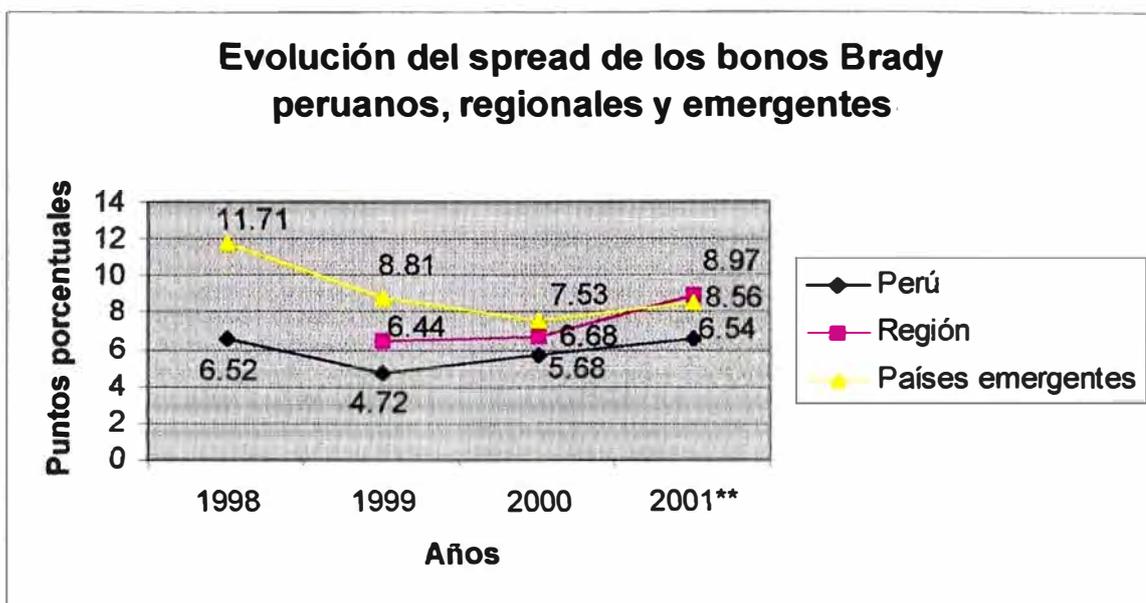
Las expectativas inflacionarias son bajas para este año según el BCR, debido a la modesta actividad económica prevista y a las pocas expectativas de depreciación de la moneda local. Al cierre de diciembre pasado, la inflación de los últimos 12 meses se situó en -0.2%. Según el Marco Macroeconómico Multianual del BCR -revisado en setiembre-, la

inflación para el año 2002 sería de 2%, aunque según el Presupuesto de la República aprobado en diciembre del 2001 sería de 2.5%, en paralelo con la política más flexible que se prevé efectuará el BCR. Dicha situación favorece la implementación de un nuevo esquema de política monetaria proactiva, sin riesgo de un rebrote inflacionario.

F. Percepción de riesgo país

La importante reducción de la percepción de riesgo país -medida como la diferencia del rendimiento de los bonos Brady peruanos PDI y el rendimiento de los bonos del Tesoro Norteamericano- luego de la definición de las elecciones presidenciales del 2001 y debido a la diferenciación que están haciendo los inversionistas extranjeros de los riesgos entre los países conformantes de la región, es fundamental para el desarrollo del país basado en la confianza de los agentes económicos, momento que se puede aprovechar para tender hacia una política monetaria con incidencia en las tasas de interés.

En el gráfico se observa que la percepción de riesgo país del Perú se sitúa por debajo de la registrada en promedio por los países de la región y por los países emergentes en general, con un nivel de spread de 6.54 puntos porcentuales al 14 de diciembre; sin embargo, debe destacarse que actualmente el spread de los bonos Brady peruanos PDI – los más líquidos- se ubica alrededor de los 4.7 puntos porcentuales.



(***) Al 14 de diciembre

Gráfico 10

G. Balanza comercial

El déficit comercial de los últimos años se ha tornado crónico y persiste a pesar del prolongado período recesivo por el que atraviesa el país, sin que se observen políticas directas o indirectas que alienten las exportaciones y tiendan a reducir las importaciones, lo que da cuenta de que ante una eventual mayor actividad económica, la balanza comercial se tornaría fuertemente deficitaria nuevamente. Si una política monetaria de regulación de tasas de interés puede contribuir a reducir tal déficit, que en el Perú es crónico, su aplicación está justificada (ver Tabla XII).

H. Desarrollo del mercado de valores

El dinamismo que presenta el mercado de valores en el Perú siempre ha sido poco significativo en relación a lo observado en otros mercados regionales inclusive y ni que decir respecto a los mercados bursátiles estadounidenses.

La mayor característica que presenta es la poca liquidez de sus valores, ya sean de renta fija o variable y la escasa profundidad en cuanto a la posibilidad de negociar volúmenes

importantes sin afectar excesivamente los precios. Al igual que en la intermediación bancaria, se observa también un nivel moderado de underwriting (colocaciones de valores bajo ciertas condiciones), reservándose dicho mercado para el uso exclusivo de algunas grandes empresas por lo costosas que son las emisiones de títulos.

En ese sentido, podría enfatizarse el desarrollo del recientemente creado Mercado de Instrumentos de Emisiones no Masivas (MIENM), en el que se negocian principalmente letras y pagarés giradas por pequeñas, medianas y micro compañías, que podrían acceder al mercado de capitales y beneficiarse de una eventual regulación de tasas de interés referenciales por parte del BCR, apuntando a optimizar el nivel del producto con una inflación baja. El desarrollo del mercado de valores es fundamental, no sólo para la trasmisión de los efectos de la política monetaria, sino también como fuente de financiamiento alternativo cuando el sistema bancario se cae o restringe sus recursos al sector real. Un ejemplo de ello es Japón, país al que se le cayó el sistema financiero y no puede salir de la recesión desde hace 10 años porque no tiene un mercado de valores desarrollado. Argentina y Perú presentan la misma debilidad estructural.

Reflexión final

Si bien tenemos un nivel bajo de intermediación bancaria, así como un mercado de valores poco desarrollado y una elevada dolarización, que podrían limitar el accionar del BCR en una eventual regulación de tasas referenciales, limitándose los efectos favorables a un número determinado de agentes económicos que acceden al sistema bancario y al mercado de valores, el resto de indicadores son tendientes a justificar un cambio en el modelo de política monetaria, pues existen escasas expectativas devaluatorias e inflacionarias, una relativamente

baja y estable percepción de riesgo país y un sólido sistema financiero; a lo que se suma una balanza comercial crónicamente deficitaria que tiene que ser revertida, pues no es sostenible en el mediano plazo al ser el Perú un país primario exportador que ve deteriorados sus términos de intercambio año a año.

Tabla XVII
Términos de intercambio de comercio exterior (Base 1994 = 100)

Año	Índice de precios nominales		Términos de Intercambio
	Exportaciones	Importaciones	
1991	94.5	94.2	100.4
1992	97.0	97.4	99.6
1993	90.0	97.2	92.6
1994	100.0	100.0	100.0
1995	114.3	110.0	103.9
1996	114.1	114.6	99.5
1997	116.4	111.1	104.8
1998	95.4	105.5	90.5
1999	90.1	105.4	85.5
2000	94.5	111.1	85.1
2001(Nov)	81.0	110.0	73.7

Fuente: BCR

Si bien en estos momentos la sensibilidad del producto ante cambios en las tasas de interés en soles no tendría un nivel importante como el que pueden presentar Estados Unidos o Chile, el escenario económico actual asegura un proceso de transición de política monetaria sin la presencia de shocks cambiarios, así como el progresivo traslado de las decisiones del BCR sobre su tasa referencial hacia las tasas de interés del mercado, gracias a la monetización que se viene observando en la economía que podría acelerarse si las tasas en soles continúan bajando, pues así los créditos en soles serían preferidos a los créditos en dólares, lo que dependerá de la proactividad de la política monetaria. De ser necesario podría considerarse una indexación de precios en la economía apuntando a una aceleración de la desdolarización.

7 Bibliografía

JIMÉNEZ, Félix.

2001 "Macroeconomía: Enfoques y modelos", 850 Págs., Lima Perú.

II DANCOURT, Oscar y MENDOZA, Waldo.

1996 "Flujos de Capital, Política Monetaria y Equilibrio Externo". 40 Págs. Lima Perú.

III KRUGMAN, Paul.

1995 "Economía Internacional". 877 Págs.

IV Gerencia de estudios económicos del Banco Central de Reserva.

2001 "El esquema de Objetivo Inflación explícito". 20 Págs. Lima Perú.

V Gerencia de estudios económicos del Banco Central de Reserva (BCR). Notas de Estudios N° 7.

2001 "La política monetaria del BCR". 28 Págs. Lima Perú.

VI SACHS, Jeffrey y LARRAÍN, Felipe.

1994 "Macroeconomía en la Economía Global". 789 Págs. México.

VII MASSAD, Carlos

2001 "Documentos de Política Económica del Banco Central de Chile". 20 Págs. Santiago, Chile.