

Ensayos Económicos

Riesgo por Tasa de Interés Real en el Sistema Bancario: un Modelo de Medición

Verónica Balzarotti

La Administración del Riesgo de Liquidez en las Entidades Financieras: Mejores Prácticas Internacionales y Experiencias

Miguel Delfiner, Claudia Lippi, Cristina Pailhé

La Paradoja de Feldstein-Horioka: una Nueva Visión a Nivel de Sectores Institucionales

Ricardo Bebczuk, Klaus Schmidt-Hebbel

Política Cambiaria y Monetaria después del Colapso de la Convertibilidad

Roberto Frenkel, Martín Rapetti

46

Enero de 2007

ie | BCRA



Investigaciones Económicas
Banco Central
de la República Argentina

Ensayos Económicos es una revista editada por la Subgerencia General de Investigaciones Económicas

ISSN 0325-3937

Banco Central de la República Argentina

Reconquista 266 / Edificio Central Piso 8

(C1003ABF) Ciudad Autónoma de Buenos Aires / Argentina

Tel.: (+5411) 4348-3719 / Fax: (+5411) 4000-1257

Email: investig@bcra.gov.ar / <http://www.bcra.gov.ar>

Fecha de publicación: enero de 2007

Queda hecho el depósito que establece la Ley 11.723.

Diseño editorial

Banco Central de la República Argentina

Gerencia Principal de Comunicaciones y Relaciones Institucionales

Área de Imagen y Diseño

Impreso en Ediciones Gráficas Especiales.

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, enero de 2007

Tirada de 2000 ejemplares.

Las opiniones vertidas en esta revista son exclusiva responsabilidad de los autores y no necesariamente se corresponden con las del BCRA.

No se permite la reproducción parcial o total, el almacenamiento, el alquiler, la transmisión o la transformación de este libro, en cualquier forma o por cualquier medio, sea electrónico o mecánico, mediante fotocopias, digitalización u otros métodos, sin el permiso previo y escrito del editor. Su infracción está penada por las leyes 11.723 y 25.446.

Política Cambiaria y Monetaria después del Colapso de la Convertibilidad*

Roberto Frenkel

Martín Rapetti

Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES)

I. Introducción

El régimen de convertibilidad colapsó entre diciembre de 2001 y enero de 2002, luego de casi 11 años de vigencia. En los meses siguientes continuaron las tendencias que habían conducido al colapso. La actividad y el empleo siguieron contrayéndose, la cotización del dólar escaló y arrastró al alza a los precios domésticos. La inflación contrajo los ingresos reales de los asalariados y de otros perceptores de ingresos fijos. Fue la última fase de un largo proceso de contracción del empleo y de los ingresos reales que condujo a más de la mitad de la población a la situación de pobreza y a un tercio a la de indigencia.

Apenas pasado el primer semestre del año el gobierno logró estabilizar el tipo de cambio y a partir de entonces empezó a regularizarse el funcionamiento monetario y financiero de la economía. La estabilización dispó gradualmente las difundidas expectativas disruptivas y contribuyó a la recuperación de la actividad económica que había comenzado unos meses antes, estimulada por la sustitución de importaciones. Desde entonces la economía argentina describió una trayectoria de recuperación y crecimiento que superó las proyecciones más optimistas. En el momento que escribimos estas líneas, el PIB excede en 15% el máximo histórico alcanzado a mediados de 1998, la tasa de inversión alcanza el 22,8% y la tasa de desocupación empieza a registrar niveles de un dígito.

* Un análisis más extenso de la experiencia argentina se encuentra en Frenkel y Rapetti (2006). Las opiniones contenidas en este trabajo corresponden a los autores y no representan una visión oficial del BCRA.

Existe un amplio consenso acerca de que esta fase de crecimiento tiene fundamentos sanos, a diferencia de otras del pasado. En particular, la actual configuración macroeconómica ostenta superávit en las cuentas fiscales y en la cuenta corriente del balance de pagos. La robustez de las cuentas públicas y externas es un rasgo novedoso con respecto a la historia económica argentina de la segunda mitad del siglo XX, caracterizada por una alta volatilidad del crecimiento. Dicha inestabilidad estuvo asociada con permanentes déficits externo y fiscal que impedían a la economía expandirse sin que se desarrollaran tendencias explosivas, generadoras de los ciclos de *stop and go*, en el período de autarquía financiera, y de crisis de balanza de pagos y sobre-endeudamiento, en el más reciente período de globalización.

Varios factores han contribuido a la configuración del actual régimen macroeconómico. Un elemento favorable ha sido el contexto internacional, de altos precios de los productos que exporta nuestro país y bajas tasas de interés. No obstante, parece incontrovertible que los principales factores responsables de los desarrollos en curso son de naturaleza doméstica. La política oficial, aunque no exenta de errores y ambigüedades, contribuyó decididamente a restaurar y sostener los equilibrios macroeconómicos, propiciando el despegue del gasto doméstico privado (consumo e inversión) y de las exportaciones. El control del gasto público, la gestión tributaria y especialmente la reestructuración de la deuda pública concluida a principios de 2005, fueron clave para lograr la solvencia (actual y proyectada) de las cuentas fiscales.¹

Por su parte, la política cambiaria consistente en preservar un tipo de cambio real competitivo y estable (TCRCE) propició la reversión del déficit de cuenta corriente, principalmente a través de la generación de importantes superávit comerciales. Los efectos favorables de esta política no se agotan en el sector externo. El mantenimiento de un TCRCE desempeñó un papel preponderante en el rápido crecimiento del PIB, al estimular la actividad de los sectores transables. Su influencia a través de distintos canales dio lugar, además, a un crecimiento más intensivo en mano de obra, acelerando así la caída de la tasa de desempleo (Frenkel, 2004a).

¹ Para un análisis del default y reestructuración de la deuda argentina véase Damill, Frenkel y Rapetti (2005).

A pesar de sus mencionados logros, la política de TCRCE no ha estado exenta de críticas y debates. Muchos analistas locales y extranjeros reconocen los efectos favorables sobre las cuentas externas, el crecimiento y el empleo, pero muestran escepticismo con respecto a la posibilidad de mantenerla en el tiempo. Sus objeciones apuntan mayormente a supuestas inconsistencias en el manejo de las políticas monetaria y cambiaria en un contexto de integración financiera internacional.

Este trabajo pretende contribuir a dicho debate. El trabajo se presenta dividido en cuatro secciones. En la sección que sigue a esta introducción se describe la conducción de las políticas monetaria y cambiaria durante el período de post-convertibilidad. La sección tercera se dedica a repasar los argumentos respecto al rol que desempeña la preservación de un TCRCE en una estrategia de desarrollo. En el cuarto apartado se discuten las objeciones habituales a la política de TCRCE. Finalmente, en la quinta sección se analiza la administración de un régimen de TCRCE en una economía integrada al proceso de globalización financiera.

II. Evolución de las políticas monetaria y cambiaria en Argentina 2002-2005

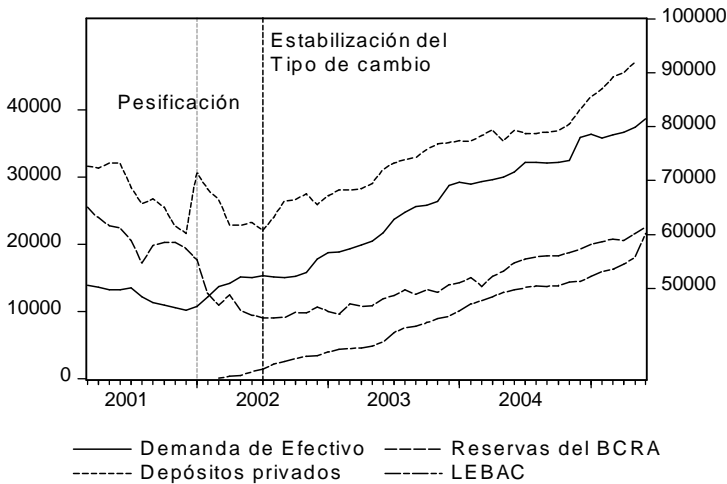
Tras el colapso del régimen de convertibilidad, el gobierno apuntó a contener la salida de capitales y estabilizar el mercado financiero mediante la introducción de un régimen de tipo de cambio dual, manteniendo a la vez los controles de cambio y las restricciones a la salida de fondos del sistema bancario (el «corralito») implementadas a fines de 2001. La idea original era emplear este esquema sólo temporalmente: una vez que el tipo de cambio nominal se hubiera estabilizado y los precios domésticos hubieran absorbido el impacto de la devaluación, se pasaría a un régimen de flotación. Sin embargo, la decisión de unificar el mercado cambiario y dejar flotar libremente al peso –aparentemente empujada por la exigencia del FMI– derivó en una rápida escalada del precio del dólar. Este proceso se desarrolló en un ambiente de alta iliquidez, causada por el «corralito» y la voluntad oficial de evitar una expansión monetaria que pudiera provocar potenciales desbordes (hiper) inflacionarios.²

² Aun así, el gobierno procuró flexibilizar algunas restricciones a la salida de depósitos del sistema financiero, con el fin de que la iliquidez no acentuara la fuerte tendencia contractiva que mostraba por entonces la demanda agregada. Las «filtraciones» ocurridas por decisiones judiciales favorables a los amparos también contribuyeron a moderar la iliquidez.

Por su parte, la ausencia de un activo local que pudiera funcionar como sustituto del dólar estimuló las tendencias divergentes. Dada la extendida desconfianza en los bancos y en los activos gubernamentales, la inflación y la recesión, el dólar aparecía como el único activo financiero disponible para resguardar valor. Recién dos meses y medio después de la devaluación, el Banco Central empezó a emitir letras («Lebac») y a ofrecer así un instrumento que podía competir con la moneda extranjera.

Los elementos mencionados contribuyeron a profundizar la dinámica perversa en las variables financieras a lo largo del primer semestre de 2002. La importante fuga de capitales hacia activos externos entre principios de 2001 y mediados de 2002 puede verse en Gráfico 1. Allí se observan la importante caída en los depósitos privados y las reservas internacionales, junto con el estancamiento de la demanda de efectivo; que constituye evidencia indicativa de la sustitución de activos financieros locales (efectivo y depósitos) por externos (reservas).³

Gráfico 1/ Demanda privada de efectivo, reservas del BCRA*, Lebac, Depósitos privados (eje derecho) - En millones de pesos y dólares



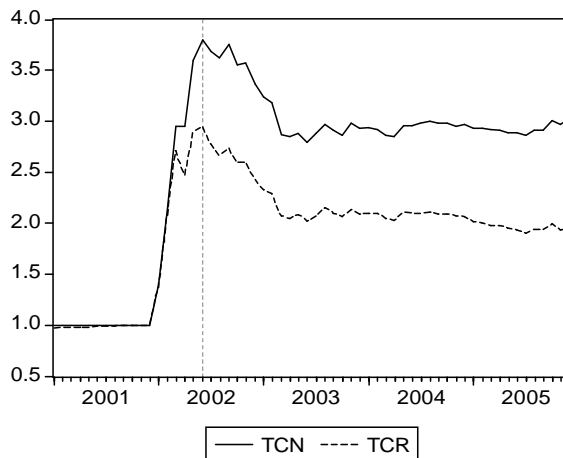
* En millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

³ En el gráfico se observa un «salto» en la serie de depósitos privados en enero de 2002. El mismo refleja el efecto contable de la pesificación a \$ 1,40 de los depósitos en moneda extranjera, previamente valuados a 1 peso por dólar. Dejando de lado este efecto contable, es clara la tendencia decreciente de la serie.

El resultado de esta sustitución se reflejó en la cotización del dólar: el tipo de cambio nominal (TCN) se elevó sostenidamente a lo largo del primer semestre de 2002 (+260%). De modo similar se comportó el tipo de cambio real (TCR), que pese a la suba de los precios internos se incrementó en igual período alrededor de 180%.⁴ El nivel de junio de 2002 implicaba una depreciación real del peso de casi 50% con respecto al nivel promedio de período 1980-2001 y del 68% con respecto al valor promedio de la década de convertibilidad.

Gráfico 2/ Tipo de cambio nominal (TCN) y real (TCR)* bilateral con Estados Unidos - En pesos e índice base 1 = diciembre de 2001



* Calculado utilizando los índices de precios al consumidor de Argentina y Estados Unidos.
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y Bureau of Labor Statistics (Estados Unidos).

Las tendencias divergentes empezaron a revertirse en julio de 2002. El punto de inflexión coincidió con la estabilización del mercado cambiario (véase Gráfico 2). Esa estabilización resultó de varios factores. En noviembre de 2001, antes del derrumbe de la convertibilidad, se habían introducido controles de cambios sobre las transacciones externas, que fueron intensificados en marzo de 2002. Pero fue recién en junio, luego de que Roberto Lavagna asumiera como Ministro de Economía, que se fortaleció la aplicación de los controles y se siguió una política más sistemá-

⁴ Ambos tipos de cambio están medidos de modo que una suba de su valor representa una depreciación nominal (real) de la moneda local.

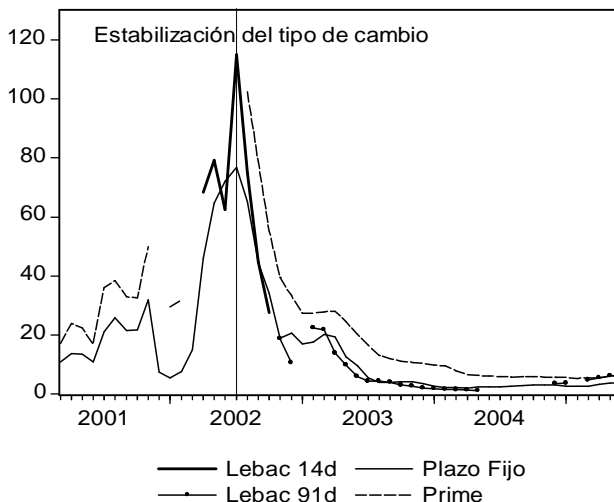
tica de intervención en el mercado de cambios para estabilizar el valor del dólar. La decisión de obligar a los exportadores a liquidar en el Banco Central aquellas exportaciones superiores a US\$ 1 millón fue especialmente importante en este sentido.⁵ Ésta se convirtió en la principal fuente de acumulación de reservas, permitiendo a la autoridad monetaria incrementar su capacidad de intervención en el mercado.

A la detención de la burbuja cambiaria también contribuyó la acción oficial destinada a restringir la salida de los depósitos bancarios que lograban eludir las restricciones y que se dirigían a la demanda de divisas. El Congreso había aprobado en abril de 2002 una ley (conocida como ley «Tapon») para aminorar la fuga de depósitos resultante de los amparos. La medida modificaba los procedimientos judiciales y establecía que los depositantes sólo podían acceder a los fondos una vez que el proceso judicial hubiese concluido; mientras tanto el dinero debía permanecer en una cuenta custodia. La ley no tuvo éxito en detener la fuga, la cual continuó por unos meses hasta que en julio el Poder Ejecutivo emitió un decreto que prohibía por 120 días la devolución de depósitos por amparos.

Finalmente, la propia conducta del mercado financiero local contribuyó a detener la escalada del dólar. Por un lado, las tasas de interés que pagaban los activos locales se elevaron vertiginosamente (véase Gráfico 3). En julio de 2002, la tasa de los depósitos a plazo fijo alcanzó 76%, y la de las Lebac a 14 días alcanzó 115%. Los activos financieros emitidos localmente empezaron así a resultar más atractivos como sustitutos al dólar. Por otro lado, tal como se mencionó antes, el tipo de cambio real alcanzó un nivel muy alto y «anormal» en términos históricos (vale decir, el valor en dólares de los activos domésticos, los bienes no transables y los salarios eran percibidos como atípicamente bajos). En este contexto, bastó que las autoridades logaran detener la suba del dólar, para que el público cambiara rápidamente las expectativas de depreciación. De allí en más, el mercado empezó a mostrar una tendencia a la apreciación que se fue reforzando con el tiempo, hasta convertirse en un «dilema» de política económica, como veremos más adelante.

⁵ El límite inferior para la liquidación de exportaciones fue reducido sucesivamente hasta alcanzar los US\$ 200 mil en septiembre de 2002. Con la estabilización del mercado cambiario, el umbral volvió a elevarse gradualmente.

Gráfico 3/ Tasa de interés en pesos de Lebac (14 y 91 días), de depósitos a plazo fijo (30 a 59 días) y Prime (30 días) - Promedio mensual, en porcentaje



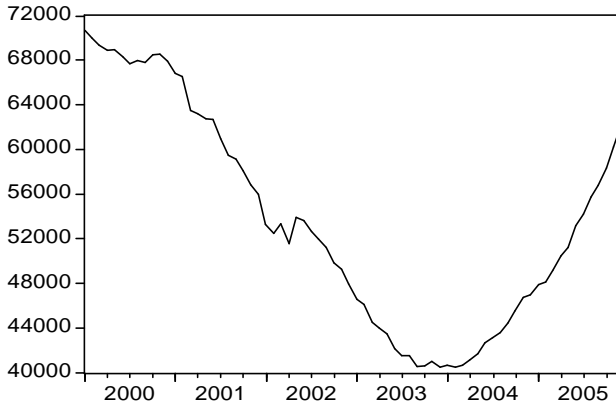
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Así, en la segunda mitad de 2002, comenzó una fase de normalización de las variables monetarias y financieras. Luego de haber alcanzado un pico de casi \$ 4 en los últimos días de junio, el tipo de cambio empezó a experimentar una clara tendencia a la apreciación nominal. Aún cuando la tasa de inflación ya era baja e iba en descenso, la suba de precios internos contribuyó a la apreciación real (Gráfico 2). En ese contexto de expectativas de apreciación y altas tasas de interés, fue recuperándose paulatinamente el apetito por activos locales. Empezaron a retornar los depósitos a los bancos y a crecer la demanda de Lebac y acciones, así como las tenencias de efectivo (Gráfico 1). Este cambio de portafolio a favor de activos domésticos se reflejó en una sistemática caída de las tasas de interés (Gráfico 3).

La normalización en la actividad financiera dispuso las expectativas disruptivas, permitiendo así que se pusiera en marcha la recuperación del gasto doméstico. Es interesante resaltar, sin embargo, que el despegue de la demanda interna se logró al margen del crédito bancario (ver Gráfico 4). En efecto, la recomposición de los depósitos privados fue utilizada por los bancos para recomponer su situación de liquidez dañada por

la crisis, proceso que se vio facilitado también por la caída del crédito bancario al sector privado.

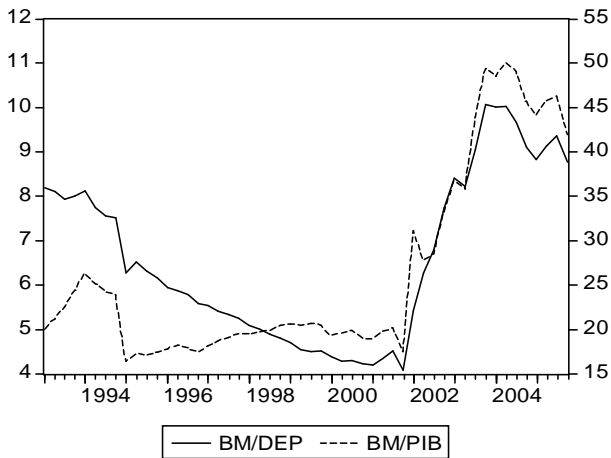
Gráfico 4/ Crédito bancario al sector privado - En millones de pesos



144

Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

Gráfico 5/ Base monetaria en relación al PIB y a los depósitos totales (eje derecho) - Series desestacionalizadas, en porcentaje



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y Ministerio de Economía.

En ausencia de financiamiento bancario, el gasto privado se financió principalmente con recursos propios. El Gráfico 5 muestra el fuerte aumento

en las tenencias de dinero en efectivo por parte del público tras la crisis. Allí se observa que la base monetaria creció significativamente en relación al PIB y al *stock* total de depósitos, alcanzado niveles atípicos comparados con los años de convertibilidad. Aún cuando el contexto de bajas tasas de interés de los depósitos bancarios haya estimulado ese comportamiento, éste pareciera ser principalmente una secuela más permanente de la crisis financiera.

El proceso de apreciación nominal y real se detuvo hacia mediados de 2003. Fue el resultado de una decisión de política tendiente a preservar un TCRCE. Tal orientación de la política cambiaria tuvo inicialmente cierta cuota de espontaneidad, que con el tiempo fue tomando mayor consistencia y entidad. Poco después de que Néstor Kirchner asumiera como Presidente (mayo de 2003) y decidiera mantener a Lavagna como Ministro de Economía, el gobierno empezó a hacer referencia cada vez más explícita a la importancia de conservar una paridad competitiva como parte de su política económica.

El mantenimiento de la paridad nominal en un rango de \$2,85 - \$3,1 por dólar se logró en el marco de una política basada en metas cuantitativas de creación monetaria. La misma empezó a aplicarse a partir de 2003, junto con el primer acuerdo alcanzado con el FMI en el período de post-convertibilidad. Desde entonces, las metas fueron anunciadas a principio de cada año en los sucesivos programas monetarios del Banco Central. En ellos, éste se comprometía a mantener a los agregados monetarios dentro de una banda establecida por el propio organismo. Detrás de esta política subyace la idea de que existe un vínculo entre el nivel de los agregados y la tasa de inflación.⁶ De acuerdo a la carta orgánica del Banco Central, éste debe velar por la estabilidad de precios.⁷ La política monetaria instrumentada persiguió dicho objetivo indirectamente, mediante una meta de expansión monetaria, a cuyo cumplimiento se comprometía públicamente a través del programa monetario. Bajo esta orientación, se procuró alcanzar bajas tasas de inflación no sólo mediante una moderada expansión monetaria sino también a través de la influencia

⁶ Entre 2003 y 2005 los programas monetarios se estructuraron en torno al cumplimiento de un determinado objetivo de evolución de base monetaria. A partir de 2006, la variable objetivo pasó a ser el M2. No obstante esta modificación, la esencia del programa continuó siendo la misma.

⁷ En rigor, el mandato es más difuso; establece que «es misión primaria y fundamental del Banco Central de la República Argentina preservar el valor de la moneda».

que el anuncio tiene sobre las expectativas inflacionarias, actuando como ancla nominal.

A lo largo de este período el Banco Central no se desentendió de la evolución del tipo de cambio real. La preservación de un TCRCE bajo la política monetaria de metas cuantitativas resultó una empresa no exenta de dificultades. En efecto, una vez que el entorno financiero logró estabilizarse a mediados de 2002, las intervenciones del organismo procuraron contener las tendencias a la apreciación. En un comienzo, las expansiones de la base monetaria provocadas por las intervenciones del Banco Central fueron fácilmente absorbidas por el sector privado, dado el contexto de iliquidez reinante, la rápida recuperación económica y la «atípica» preferencia por la liquidez mostrada tras la crisis.

Con el tiempo, sin embargo, empezaron a manifestarse preocupaciones respecto a los efectos inflacionarios que podía tener el veloz ritmo de expansión monetaria. A partir de comienzos de 2003 la autoridad monetaria decidió emplear una política menos expansiva. Así, comenzó gradualmente a lidiar con dos objetivos «potencialmente» conflictivos: la preservación de un TCRCE a través de las intervenciones en el mercado de cambios y, al mismo tiempo, atenerse a los estrictos márgenes de creación monetaria establecidos en sus programas monetarios para atender el objetivo de estabilidad de precios.

La Tabla 1 muestra las fuentes de variación de la base monetaria y da cuenta de esta «tensión». Se observa allí que luego de la fuerte suba de la liquidez durante el segundo semestre de 2002, siguió una desaceleración gradual en los tres años siguientes. Se observa también en el cuadro la creciente necesidad de intervención del Banco Central en el mercado de cambios a fin de evitar las presiones a la apreciación provenientes de la creciente oferta de divisas. Las tendencias opuestas derivadas, por un lado, de la emisión causada por las intervenciones cambiarias y, por el otro, de la desaceleración en la creación monetaria fueron sobrellevadas a través de varios mecanismos compensatorios. En 2003 resultaron especialmente importantes las operaciones de esterilización vía emisión de títulos del Banco Central, las cuales permitieron neutralizar cerca del 75%

del «exceso» de expansión monetaria causado por las intervenciones oficiales en el mercado de cambios.^{8,9}

Tabla 1/ Fuentes de variación de la Base Monetaria
(Promedio mensual, en millones de pesos y dólares)

	Asist. al Tesoro	Asist. a los bancos	Emisión x interv. BCRA	Absor. vía tít. BCRA	Otros	Var. de la Base Monet.	«Exceso» de exp. mon. (1)	Interv. Tesoro (2)
2002:01(3)	124	1.426	-1.450	-216	522	406	-1.856	n/a
2002:02(4)	250	86	1.281	-270	327	1.674	-393	n/a
2003	-52	-125	1.374	-420	32	809	565	28
2004	-543	-601	1.931	-323	19	483	1.447	112
2005	-283	-939	2.352	-836	-108	186	2.166	343

(1) Ver nota al pie 10.

(2) En dólares.

(3) Calculado para el período febrero-junio de 2002.

(4) Se omite una cancelación de un redescuento del Banco Nación por parte de la Tesorería con la asistencia del Banco Central por unos \$3.500 millones en septiembre de 2002.

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Las necesidades de esterilización aumentaron en 2004. Esto no implicó, sin embargo, un mayor ritmo de emisión de títulos, sino que gracias a otros mecanismos compensatorios que comenzaron a operar, el Banco Central logró incluso reducirlo. Por un lado, una vez que la liquidez bancaria se recompuso, las entidades empezaron a repagar la deuda en forma de redescuentos contraída con la autoridad monetaria durante la crisis financiera de 2001-02. De este modo, los pagos de capital y, sobre todo, de intereses de esta deuda operaron como una fuente de reducción de la base monetaria en 2004. A principios de 2005, el Banco Central lanzó un programa permitiendo a los bancos acelerar el pago de las amortizaciones de su deuda, el cual reforzó sustancialmente este mecanismo de contracción.

⁸ La esterilización vía emisión de títulos se refleja en la columna «Absorción vía títulos del BCRA», que incluye la captación de fondos vía la emisión de Lebac y de notas con cupón de vencimiento semestral denominadas Nobac.

⁹ Se define como «exceso» a la diferencia entre la emisión monetaria causada por las intervenciones del BCRA en el mercado cambiario y la variación efectiva de la base monetaria. Como el organismo siguió una meta cuantitativa de crecimiento de base monetaria que cumplió para estar encuadrado en su programa monetario, la variable definida brinda una noción aproximada de las necesidades de esterilización. Muestra también la «tensión» de la política monetaria entre el objetivo cambiario y el inflacionario.

El Tesoro también contribuyó a absorber el «exceso» de expansión monetaria causado por las intervenciones oficiales en el mercado de cambios. Mientras que en 2002 se había observado un flujo neto positivo de financiamiento al Tesoro, desde principios de 2003, la mejora de las cuentas públicas permitió que las transacciones entre el gobierno y el Banco Central operaran como factor contractivo de la base monetaria. Las compras de reservas internacionales con recursos fiscales dieron lugar a un promedio mensual de reducción monetaria de \$543 millones en 2004 y de \$ 283 millones en 2005. El propósito principal de estas operaciones fue cumplir con el servicio de la deuda con las instituciones multilaterales.

La contribución del superávit fiscal al manejo de las políticas monetaria y cambiaria no se agota allí. El gobierno, principalmente a través del Banco Nación, intervino activamente en el mercado de cambios para alivianar la carga del BCRA. Estas operaciones comenzaron en 2002 y se fueron extendiendo gradualmente hasta convertirse en un instrumento de relativa importancia en los años posteriores.

148

A pesar de la capacidad mostrada en el cumplimiento de los objetivos monetario y cambiario durante 2003 y 2004, la evolución macroeconómica en 2005 empezó a dar señales de crecientes dificultades en el manejo simultáneo de ambas políticas. A fin de debilitar las presiones a la apreciación en el mercado de cambios y alivianar las necesidades de esterilización del Banco Central, en junio de 2005, el gobierno decidió introducir controles sobre la cuenta capital del balance de pagos. En lo sustancial, las medidas establecieron que los ingresos de capitales —excluyendo aquellos dirigidos al financiamiento de emisiones primarias de deuda pública y privada, transacciones de comercio exterior e inversiones extranjeras directas— están sujetos a un encaje no remunerativo del 30% por un lapso no menor a 365 días.¹⁰ La estrategia, inspirada en la experiencia chilena de los años noventa, procuró desalentar los movimientos de capitales de corto plazo y dotar a la autoridad monetaria de mayores grados de libertad. Los controles, sin embargo, dejaron márgenes para evadir el encaje y durante su vigencia no ha habido evidencia de que el ingreso de capitales tendiera a desacelerarse. Los analistas locales convienen en que los controles no son efectivos, mientras que las propias autoridades han reconocido que el valor de la norma reside fundamentalmente en señalar el

¹⁰ Véase Borzel (2005) para detalles.

compromiso oficial de preservar una paridad real competitiva, más que en el control efectivo sobre los flujos de capitales.

En este contexto, muchos analistas sugieren que el gobierno está embarcado en una política inconsistente porque el manejo simultáneo del tipo de cambio y el control de la inflación constituyen objetivos incompatibles. Tal como lo postula el conocido *trilema* de una economía abierta, en un país integrado al mercado financiero internacional el gobierno no puede conducir una política monetaria activa y al mismo tiempo controlar el tipo de cambio. En el caso de la reciente experiencia argentina, el principal signo de dicha incompatibilidad se reflejaría en la gradual aceleración de la tasa de inflación iniciada en 2005. De acuerdo a esta visión, el Banco Central debería abocarse a combatir las presiones inflacionarias, elevando las tasas de interés y dejando flotar (apreciar) al peso.

La política sugerida no es adecuada, a nuestro entender. Lo que sigue en este trabajo está dedicado al tema. En la siguiente sección desarrollamos brevemente la justificación de la necesidad de preservar un TCRCE. Luego discutimos las críticas que frecuentemente se exponen con relación a dicha política. Finalmente, presentamos una propuesta de régimen macroeconómico con una meta de TCRCE, basada en la experiencia argentina reciente.

III. El rol del TCRCE en el desarrollo económico

Conviene comenzar señalando que la noción de que el TCRCE favorece al desarrollo tiene larga tradición en la teoría económica. Quienes promovían la estrategia de desarrollo orientada «hacia fuera» durante los años sesenta y setenta, por ejemplo, señalaban al TCRCE como un instrumento crucial para conducir dicha estrategia (Balassa, 1971 y Díaz Alejandro, 1979). De acuerdo a esta visión, una paridad competitiva propicia el crecimiento al relajar la restricción externa y estimular las actividades que, por estar sujetas a la competencia extranjera, son más dinámicas.

Estos aspectos han sido recientemente objeto de una actualización por parte de varios economistas (Williamson, 2003; Rodrik, 2003 y Dooley, Folkerts-Landau and Garber, 2003). Además de mencionar los efectos tradicionalmente resaltados, consideran que la política de TCRCE resulta

un instrumento de protección que no requiere demasiada administración (*market-friendly*) y que es compatible con contextos de libre comercio.

Se han enfatizado también aspectos beneficiosos que derivan de la creciente integración financiera de las economías en desarrollo a los mercados internacionales de capital. Es un hecho ampliamente documentado que en esos contextos y bajo regímenes de flotación, el comportamiento del tipo de cambio en el corto plazo resulta sumamente volátil e imposible de predecir a corto y mediano plazo. La evidencia sugiere que dicho comportamiento está más asociado con la naturaleza fluctuante de los movimientos de capitales –susceptibles al desarrollo de burbujas especulativas y comportamientos de manada– que a la evolución de fundamentos macroeconómicos observables (Frankel y Rose, 1995). La indeterminación de los tipos de cambio ha llevado a precisamente a argumentar a favor de la necesidad de administrar la tasa de cambio y a fundamentar la capacidad efectiva de los gobiernos para hacerlo (Blecker, 2005 y Wollmerhäuser, 2003). Existe evidencia que sugiere que la acumulación de reservas que deriva de esta política promueve mayor estabilidad y crecimiento económico (Polterovich y Popov, 2002). Si bien las argumentaciones que fundamentan esta relación son variadas (Redrado, Bastourre, Carrera e Ibarlucia, 2006), la de mayor predicamento sostiene que la acumulación de reservas sirve a los países de garantía para cubrirse de la volatilidad de los mercados financieros internacionales, previniendo las crisis externas y morigerando la inestabilidad macroeconómica (Feldstein, 1999 y Dooley, Folkerts-Landau y Garber, 2004).

También ha sido objeto de análisis reciente la incidencia del tipo de cambio real sobre el empleo. Los estudios se han centrado fundamentalmente en la experiencia de países latinoamericanos que fueron escenario, desde fines de los años ochenta, de varios episodios de apreciación y depreciación cambiaria prolongada. Los análisis han mostrado que los tipos de cambio competitivos (apreciados) estimulan (desincentivan) el crecimiento del empleo. No tenemos suficiente espacio aquí para desarrollar los argumentos, pero una presentación sintética resulta conveniente.¹¹

El tipo de cambio real afecta al empleo a través de tres canales. El canal macroeconómico es aquel que resulta de la incidencia que tiene el tipo

¹¹ Para una presentación detallada véanse Frenkel (2004b) y Frenkel y Taylor (2006).

de cambio real en la determinación de los niveles de actividad y empleo en el corto plazo. Dejando de lado los distintos efectos contractivos inmediatos de una devaluación, es claro que un tipo de cambio competitivo conduce a mayores exportaciones netas y, en consecuencia, a mayores niveles de demanda agregada y empleo.

El segundo es el canal de desarrollo. Este resulta de la influencia del tipo de cambio real sobre la tasa de crecimiento del PIB e, indirectamente, sobre el ritmo de creación de nuevos puestos de trabajo. Un TCRCE implica un sesgo en los precios domésticos a favor de los sectores transables con respecto a los no-transables, logrando una mayor protección de las actividades que compiten con importaciones y, al mismo tiempo, una mayor competitividad de la producción exportable. De este modo, el TCRCE favorece el crecimiento del empleo en el largo plazo debido a su incidencia sobre la tasa de crecimiento del PIB, la cual se acelera porque la inversión en actividades transables estimula el crecimiento de la productividad y genera externalidades positivas en otros sectores de la economía doméstica.

151

El tercer canal es el de la intensidad laboral. El mismo se refiere a la incidencia del tipo de cambio real sobre la intensidad en el uso de mano de obra en los procesos productivos; vale decir, cómo afecta el nivel del tipo de cambio real a la demanda de trabajo, dado el nivel de producción o su tasa de crecimiento. Un TCRCE favorece una producción más intensiva en mano de obra, principalmente en los sectores transables, pero también en los no-transables. Este canal es especialmente relevante en los países en que los bienes de capital tienen una alta componente importada, como ocurre en América Latina.¹²

IV. Las objeciones frecuentes a la política del TCRCE: el *trilema*

Dado que se cuenta con un considerable volumen de material teórico y empírico que apoya la noción de que un TCRCE promueve el crecimiento y el empleo, desempeñando además funciones precautorias contra las crisis externas y la inestabilidad macroeconómica ¿por qué dicha política es motivo de tanta crítica? Es importante notar que las críticas no se dirigen a la política en sí misma, sino a la capacidad que disponen los

¹² Un modelo formal y su respectiva evidencia empírica se presentan en Frenkel y Ros (2006).

gobiernos para conducirla. En esencia, la objeción es que la administración del tipo de cambio real se encuentra –como cualquier variable real– fuera del alcance de la acción pública. Sin embargo, dada la escasa capacidad explicativa que muestran los distintos modelos sobre la determinación de los tipos de cambio –tanto en el corto como en el largo plazo– las objeciones relevantes para la formulación de la política económica han tendido a basarse en el *trilema* o trinidad imposible.^{13,14} El *trilema* dice que es imposible mantener simultáneamente libre movilidad de capitales, política monetaria activa y control sobre el tipo de cambio nominal. Las autoridades deben renunciar a una de estas tres opciones.

Como ya mencionamos, ésta es la principal objeción que han expuesto los críticos de las políticas monetaria y cambiaria en Argentina durante el periodo de post-convertibilidad. Se argumenta que si la intervención en el mercado de cambios tiene como objetivo el TCR (en lugar del tipo de cambio nominal), no hay ancla nominal para que el público configure expectativas inflacionarias. Además, como el banco central no puede controlar la oferta monetaria, la tasa de inflación queda fuera de control. En consecuencia, se insiste desde mediados de 2003, la incompatibilidad para manejar adecuadamente las políticas monetaria y cambiaria derivará invariablemente en una apreciación real, sea por una aceleración de la inflación (si se persiste con la política) o por una apreciación nominal (si se opta por la flotación).

El *trilema* es un argumento normativo, derivado lógicamente del modelo Mundell-Fleming. Como postulado general, válido para toda circunstancia, el *trilema* es falso. La conclusión de que el banco central no puede determinar simultáneamente el tipo de cambio y la tasa de interés (o base monetaria) en un contexto de libre movilidad de capitales (en el que los activos financieros domésticos y externos no son perfectos sustitutos)

¹³ La evidencia respecto a la indeterminación de los tipos de cambio reales en el corto plazo parece concluyente. Su comportamiento aparece correlacionado (casi) completamente con el tipo de cambio nominal. Existen grandes divergencias teóricas con respecto a los factores que determinan el tipo de cambio real en el largo plazo. La hipótesis que goza actualmente de cierto consenso es la paridad de poder de compra (Taylor y Taylor, 2005). La evidencia reflejaría que existe una lenta convergencia al nivel de PPP (en sus siglas en inglés) en el muy largo plazo. No obstante, la robustez de los resultados es controvertible, entre otras razones, porque los resultados son muy sensibles a los datos y a las técnicas de estimación empleadas. De todas maneras, la objeción principal es que la regresión a la media que muestran las series de tiempo no constituye prueba de la validez de la PPP.

¹⁴ Para una presentación reciente véase Obstfeld, Shambaugh y Taylor (2004).

depende, entre otras hipótesis, de suponer que la autoridad monetaria no hace (o no puede hacer) cambios en la composición de su portafolio en compensación por los cambios en los portafolios domésticos causados por los flujos de capitales privados (Taylor, 2004 cap. 10).

La hipótesis es difícilmente aplicable al caso de una economía desarrollada. La Reserva Federal de los Estados Unidos, por ejemplo, puede fácilmente realizar operaciones compensatorias gracias a sus abultadas tenencias de activos domésticos y externos. Los bancos centrales de otros países desarrollados disponen también de amplios márgenes de maniobra, aunque éstos difieren en casos de ingresos y egresos de capitales. La posibilidad de compensar ingresos de capitales es muy amplia porque los bancos centrales disponen de una capacidad virtualmente ilimitada para emitir pasivos en el mercado doméstico.¹⁵ En cambio, en casos de salida de capitales, la posibilidad compensatoria de la autoridad monetaria se encuentra más restringida, porque su *stock* de reservas internacionales es agotable y su capacidad de vender bonos en los mercados externos puede estar limitada.

La posibilidad de realizar operaciones compensatorias en países en desarrollo es más acotada. El margen de maniobra es menor no sólo en contextos de salida, sino también en los de entrada de capitales. Un motivo fundamental es que, en estos países, la cantidad de activos que dispone la autoridad monetaria –reservas internacionales y activos domésticos– así como el tamaño de los mercados financieros domésticos son pequeños en relación al tamaño de los flujos de capitales. Aún con estas limitaciones, la norma es que los bancos centrales llevan a cabo permanentemente operaciones de compensación con significativos márgenes de libertad. El caso de la Argentina durante el período de post-convertibilidad, analizado en la sección previa, es ilustrativo al respecto.

El *trilema* depende también de otro supuesto crítico. La conclusión de que es imposible conducir una política monetaria activa bajo un régimen de tipo de cambio fijo deriva del supuesto de paridad de tasas de interés. Bajo ese supuesto, todo cambio en la tasa de interés local provocado por una política activa –ya sea con objetivos anti-inflacionarios o de em-

¹⁵ Dejamos para más adelante la discusión del impacto cuasi-fiscal que estas operaciones pueden involucrar.

pleo— alterará la igualdad de rendimientos entre activos domésticos y externos. En tal situación, de no existir restricciones que impidan el arbitraje —vale decir, restricciones sobre la cuenta capital— se pondrán en marcha cambios de cartera (activos domésticos por externos o vice-versa) a fin de aprovechar las ganancias de arbitraje. Los movimientos de capital resultantes terminarán por devolver la tasa de interés local al nivel inicial —si es que no se deja ajustar al tipo de cambio nominal— neutralizando así la política monetaria inicial.

En un mundo en que no existen mercados de futuros plenamente constituidos, rasgo particularmente válido para economías en desarrollo, la condición de paridad de tasas es la descubierta (UIP, por sus siglas en inglés). Como es sabido, ésta indica que para que exista igualdad de rendimientos entre los activos domésticos y los externos, la tasa de interés doméstica (i) debe igualar a la internacional (i^*) más la expectativa de variación del tipo de cambio nominal ($E(\hat{e})$):

$$i = i^* + E(\hat{e}) = i^* + \frac{e^E - e}{e} \quad (1)$$

Es importante notar, en primer lugar, que la expectativa de variación del tipo de cambio implica conjeturas sobre el futuro (incierto), que razonablemente difieren entre los individuos que participan del mercado. La divergencia de opiniones sobre el futuro es un rasgo que no debería soslayarse dado que, en principio, no toda alteración de las tasas de interés conllevará necesariamente movimientos de capitales en una sola dirección. Si, por ejemplo, una modificación de la tasa de interés doméstica es interpretada de manera opuesta por distintos agentes, la misma puede derivar un movimiento neto de capitales nulo: la salida bruta de fondos provocada por la medida puede ser compensada exactamente por la entrada bruta, dejando al mercado de cambios inalterado.

Más importante para estas consideraciones son las implicancias que se derivan de un segundo rasgo implícito en la condición de UIP. El hecho de que no haya posibilidad de realizar contratos de futuro implica que los agentes asumen irremediamente un riesgo cambiario. En consecuencia, los activos cuyos rendimientos se están comparando no son sustitutos perfectos (Smithin 2003). Aún cuando exista una expectativa compartida respecto al valor esperado del tipo de cambio en el futuro, existe un riesgo de que éste difiera del valor efectivo. La condición de UIP, hacien-

do explícita la existencia de riesgo cambiario puede representarse por la siguiente expresión, en donde \bar{e} es el valor esperado del tipo de cambio en el futuro y ρ es la prima de riesgo cambiario.

$$i = i^* + \frac{\bar{e} - e}{e} \pm \rho \quad (2)$$

Esta expresión pone en evidencia que, aún bajo comunión de expectativas, la condición de UIP se da, no para un único valor de i , sino para un rango de valores. De este modo, la existencia de riesgo cambiario introduce un umbral (*threshold*) en el que existe paridad de tasas (Lavoie, 2003). En otras palabras, la incertidumbre respecto al valor futuro del tipo de cambio genera una banda de inacción dentro de la cual los rendimientos esperados pueden diferir sin que haya cambios de carteras motivados por la intención de obtener ganancias de arbitraje. La magnitud de dicha banda dependerá del riesgo (incertidumbre) cambiaria: cuanto mayor sea ρ , mayor será su amplitud. Del mismo modo, mayor será la independencia de la política monetaria doméstica cuando mayor sea la incertidumbre. Es importante notar, sin embargo, que el riesgo cambiario no se anula ni siquiera bajo un régimen de tipo de cambio fijo, puesto que siempre existe la posibilidad de que éste sea abandonado. Naturalmente es razonable esperar que sea mayor la autonomía monetaria cuando mayor es la volatilidad de corto plazo del tipo de cambio nominal.

En resumen, la validez del *trilema* depende críticamente de dos supuestos cuya relevancia es, al menos, cuestionable. Desconocer que los bancos centrales realizan operaciones de esterilización y que la posibilidad de arbitrar activos domésticos y externos se encuentra limitada por la incertidumbre cambiaria no parece aconsejable cuando se analizan las políticas económicas de los países. En otras palabras, es incorrecto considerar al *trilema* como una restricción ineludible.

Esta conclusión no debe interpretarse, sin embargo, como equivalente a que la conducción de las políticas monetaria y cambiaria está exenta de restricciones. Tal como se mencionara previamente, los bancos centrales, especialmente los de países en desarrollo, enfrentan límites en su capacidad de compensar los efectos monetarios de los flujos de capitales. La asimetría entre ingresos y salidas de capitales, por ejemplo, se refiere a esas limitaciones. De manera similar, aún bajo condiciones de incertidumbre, fallas de mercado, problemas de información y divergencia de

opiniones, es claro que en los mercados internacionales de capital existen fuerzas tendientes al arbitraje de activos. De modo que, aún cuando se sustenten en supuestos extremadamente restrictivos, las objeciones basadas en el *trilema* apuntan a situaciones que ciertamente pueden dificultar la implementación de las políticas monetaria y cambiaria en contextos de apertura de la cuenta capital.

Las posibilidades prácticas de instrumentación simultánea de las políticas dependen de las magnitudes de las cantidades involucradas. El interés de nuestro análisis se enfoca al caso de una política orientada a preservar un TCRCE, el cual típicamente se caracteriza por una situación de exceso de oferta en el mercado de cambios.¹⁶ En tal contexto, la capacidad de la autoridad monetaria para conducir dicha política depende del tamaño de sus intervenciones cambiarias *vis-a-vis* los límites efectivos para esterilizar. El volumen de intervención del banco central resulta del exceso de oferta (o demanda) en el mercado de cambios. Este depende, a su vez, del contexto internacional, pero también de las expectativas (e incertidumbre) sobre la evolución futura del tipo de cambio, las cuales pueden ser influidas por el comportamiento y señales que realice la autoridad monetaria. El margen de esterilización, por su parte, depende en buena medida de la profundidad de los mercados financieros domésticos y de la dirección de los flujos de capitales. Analizamos estas cuestiones en las próximas secciones.

V. El régimen macroeconómico de TCRCE

Nuestro interés en esta sección es delinear las principales características de un régimen de política macroeconómica que tenga como meta intermedia la preservación de un TCRCE. El mismo debe ser consistente con el contexto de globalización financiera y atender los objetivos domésticos de inflación y empleo. Sin embargo, tal como lo ilustra la reciente evolución económica en Argentina, pueden existir conflictos en la atención de los objetivos. Es importante señalar, en este sentido, que en el régimen propuesto no existe segmentación entre objetivos e instrumentos. La preservación del TCRCE y el control de la inflación establecen las priorida-

¹⁶ Cabe notar que la mayor parte de la discusión referida al manejo de las políticas monetaria y cambiaria bajo libre movimiento de capitales se ha centrado, por el contrario, al caso de salida de capitales. Las situaciones de entrada de fondos no ha capturado mayor atención. Véase, por ejemplo, Canales-Kriljenko (2003) y Canales-Kriljenko, Guinaraes y Karacadag (2003).

des y marcan las restricciones a las que deben atender las políticas monetaria, cambiaria y fiscal, las cuales deben formularse en forma coordinada a fin de garantizar la consistencia entre los objetivos.

V.1. La política cambiaria

El objetivo principal de la política cambiaria debe ser señalar la estabilidad del tipo de cambio real en el mediano y largo plazo, de modo de estimular los comportamientos descritos en la tercera sección. En particular, las tendencias a la apreciación deben evitarse por dos motivos. Primero, porque las burbujas auto-convalidadas incrementan los costos monetarios de la intervención cambiaria. En segundo lugar, los efectos de las trayectorias esperadas del tipo de cambio real no son simétricos. En muchos países que han experimentado largos períodos de apreciación cambiaria, se ha dañado la rentabilidad de los sectores transables, tornando a muchas firmas inviables y obligándolas a cerrar. La inversión en este tipo de actividades es mayormente irreversible. Resulta crucial, entonces, reducir el riesgo de apreciación para incentivar la inversión y el empleo en las actividades transables.

157

Procurar la estabilidad del tipo de cambio real en el mediano y largo plazo no debe confundirse con indexación del tipo de cambio nominal al comportamiento de los precios domésticos. En la estrategia de preservar un TCRCE, deben conservarse las ventajas de la flexibilidad de los regímenes de flotación. Como señalamos arriba, la incertidumbre cambiaria de corto plazo favorece el manejo de la autoridad monetaria, al evitar corrientes masivas privadas de venta (o compra) en el mercado de cambios. De modo que las intervenciones del banco central deben procurar dos objetivos conflictivos: preservar la estabilidad del TCRC en el mediano y largo plazo y permitir una libre flotación de corto, a fin de desincentivar los flujos de capital especulativos. El intervalo de intervención debe ser lo suficientemente estrecho como para cumplir el primer objetivo y lo suficientemente holgado para procurar el segundo.

La regla de las bandas ajustables (*crawling-bands*), implementada, por ejemplo, en Chile a principio de los noventa, apunta al cumplimiento de ambos objetivos. Su instrumentación es posible, pero las recientes experiencias de reglas cambiarias que desembocaron en crisis terminaron erosionando la credibilidad de toda regla. Tomando en cuenta la historia

reciente, parece más aconsejable evitar el anuncio de reglas o compromisos y brindar señales de manera implícita a través de las intervenciones del banco central en el mercado. No obstante, en aras de contribuir a la formación de expectativas, es importante que el gobierno y la autoridad monetaria transmitan al público la importancia de preservar un TCRCE en la estrategia de desarrollo del país, aun cuando esto no implique un compromiso formal. El mercado cambiario se comporta como un mercado de activos. Las decisiones de compra y venta están en buena medida basadas en expectativas. Si las intervenciones y señales del banco central estabilizan las expectativas alrededor de la meta de TCRCE –para lo cual es imprescindible la consistencia de las políticas monetaria, cambiaria y fiscal y la robustez de las cuentas del sector externo– las fuerzas de mercado tenderán a estabilizar el tipo de cambio real. Las necesidades de intervención de la autoridad monetaria serán menores. Por ello, para potenciar el efecto sobre las expectativas cambiarias, las intervenciones del banco central deben ser contundentes, mostrando al mercado la voluntad y la fuerza del organismo rector.

158

El análisis hasta aquí desarrollado supuso que los flujos de compra y venta de moneda extranjera son manejables; vale decir, que el banco central puede compensar la contracción o expansión del dinero resultante de sus intervenciones cambiarias, manteniendo las fluctuaciones del stock de dinero dentro de límites tolerables. ¿Qué ocurre si tienden a traspasarse dichos límites?

Los argumentos basados en el *trilema* contra la estrategia de TCRCE suponen implícitamente situaciones de exceso de oferta que hacen inmanejables las intervenciones cambiarias. Si las entradas de capitales son masivas –por encima del punto en el cual la política monetaria comienza a hacerse incontrolable– el argumento basado en el *trilema* (y sus supuestos) es correcto. Pero es importante notar que dicha situación puede en buena medida ser un resultado endógeno de la propia política cambiaria. Los flujos masivos de capital pueden obedecer a la existencia de una «excesiva» estabilidad cambiaria de corto plazo que estimule apuestas especulativas en una única dirección (*one way market*). Es en estas situaciones que se nota la relevancia de la volatilidad cambiaria de corto plazo, requerida para el manejo de la política de TCRCE. Como se comentara previamente, la volatilidad torna más inciertas las ganancias de arbitraje, reduciendo la entrada de capitales y facilitando el manejo monetario.

Obviamente, puede ocurrir que, aún con una adecuada volatilidad de corto plazo, los flujos de capitales hagan inviable el manejo de la política monetaria. Pensamos, por ejemplo, en los casos de abundante liquidez internacional. En situaciones como esas parece tener poco sentido arriesgar la estabilidad macroeconómica para preservar el principio de libre movimiento de capital. La preservación del régimen de TCRCE requiere en este caso regulaciones de la cuenta capital que restrinjan el ingreso de fondos y faciliten el manejo de las políticas monetaria y cambiaria. Existe un menú de medidas capaces de cumplir esta función. No pocos advierten sobre la baja efectividad de estas medidas. Sin embargo, aun cuando no cumplan su objetivo a la perfección, existe evidencia de que los controles contribuyen a suavizar los flujos de capital en los momentos de auge.¹⁷ La necesidad de políticas restrictivas no es permanente, ellas hacen su trabajo solamente en los momentos de auge, y sabemos bien que estas fases no duran para siempre.

Conviene considerar el caso opuesto, en que existe un exceso de demanda en el mercado de cambios inmanejable con las políticas normales. Con el fin de sostener el tipo de cambio, las intervenciones en el mercado podrían causar una contracción monetaria excesiva y el aumento en la tasa de interés desencadenar una recesión. La defensa de algún tipo de cambio nominal puede disparar un ataque especulativo afectando las reservas del banco central. La situación tiene similitudes con las crisis en los regímenes de tipo de cambio fijo. Sin embargo, hay una diferencia importante. Si no hay razones fundamentales para esperar una devaluación —generada, por ejemplo, por una importante expectativa de déficit del balance de pagos—, las políticas monetaria y fiscal son consistentes con el objetivo de TCRCE y la inflación está bajo control, el régimen de política macroeconómica debería ser preservado. Esto podría ser posible sólo si se imponen controles cambiarios y restricciones a las salidas de capitales. Si no hay razones fundamentales que induzcan los excesos de demanda de moneda extranjera, no hay necesidad de controlar ni regular por mucho tiempo.

La ortodoxia rechaza las regulaciones a la salida de capitales con particular énfasis. Detrás de este rechazo hay un argumento implícito que

¹⁷ Las medidas aplicadas en Chile y Colombia en los años noventa, por ejemplo, no lograron detener completamente los ingresos de capitales, pero consiguieron afectar su volumen y composición (Ocampo y Tovar, 2003 y Le Fort y Lehman, 2003). Véase también Palma (2002) y Epstein, Grable y Jomo (2003).

está profundamente enraizado en la visión predominante sobre el funcionamiento del mercado. A priori, esta visión omite la posibilidad de corridas hacia la moneda externa no explicadas por razones fundamentales. Si se observa esta situación, habría razones fundamentales que la explican, aún si éstas no fueran detectadas por las autoridades del país, ni por los analistas. Pero es evidente que corridas sin una motivación fundamental pueden tener lugar, como por ejemplo, aquellas desencadenadas por la quiebra de un banco importante o por una crisis política. El contexto de globalización financiera ha ampliado los potenciales disparadores de salidas de capital por contagio internacional.

V.2. La política monetaria

En un régimen de TCRCE, la política monetaria no debe estar enfocada exclusivamente en la inflación; debe atender simultáneamente al tipo de cambio real, la actividad y la inflación. Una propuesta de política monetaria que atienda a objetivos múltiples va a contramano de la visión predominante. Actualmente prevalece la noción de que la política monetaria debe tener como objetivo central el control de la inflación –preferentemente a través de un esquema de *inflation targeting*– y ser conducida por un banco central independiente.

La promoción de un objetivo exclusivo en el control de la inflación no es una conclusión derivada del *trilema*. Con controles a los movimientos de capital o en un contexto de flotación pura, el *trilema* sostiene que el banco central puede llevar adelante una política monetaria autónoma. ¿Por qué tendría que estar exclusivamente enfocada en la inflación? Hay diferentes argumentos que justifican esa elección, pero esencialmente todos se basan en la hipótesis de «tasa de desempleo de no aceleración inflacionaria» (*non-accelerating inflation rate of unemployment*, NAIRU). Mas allá de los argumentos teóricos, en los fundamentos del mandato exclusivo al control de la inflación se encuentra una profunda desconfianza sobre la capacidad del gobierno para ocuparse de la inflación y ajustarse a una disciplina monetaria.

Las razones que usualmente se exponen a favor de la independencia del banco central apuntan a robustecer la credibilidad de quien conduce la política monetaria. Es ciertamente probable que la designación de un banco central independiente centrado exclusivamente en mantener la

estabilidad de precios contribuya a consolidar su credibilidad ante la opinión media del mercado. Pero la mayor credibilidad para conformar las expectativas inflacionarias se alcanza al costo de una pérdida sustancial de la política monetaria para lograr otros objetivos, como el tipo de cambio real y el nivel de actividad.

Merece destacarse que la atención a objetivos múltiples, como en el régimen de TCRCE, puede muchas veces procurarse de manera coadyuvante. En América Latina y otras economías en desarrollo, el tipo de cambio es el principal mecanismo de transmisión monetario sobre los precios domésticos.¹⁸ Una meta de tipo de cambio real induce al banco central a conducir una política monetaria que precisamente tiende a evitar las fluctuaciones de la paridad nominal.¹⁹ En este sentido, la estrategia de TCRCE cumple una función preventiva contra la aceleración inflacionaria.

Pasemos ahora al manejo de la política monetaria bajo un régimen de TCRCE. Nos referimos a las operaciones normales que la autoridad monetaria puede implementar, de ser necesario, para compensar sus intervenciones en el mercado de cambios. Fuera de las situaciones extremas discutidas arriba, la autoridad monetaria puede manejar diferentes instrumentos con este fin.

El más frecuente es el uso de operaciones de esterilización. Consisten en la venta de títulos del banco central o del sector público con el objetivo de absorber moneda emitida en las intervenciones cambiarias. Estas operaciones pueden acarrear costos financieros para el tesoro o banco central, proporcionales a la diferencia entre la tasa de interés de los títulos emitidos y la tasa ganada por el banco central por las reservas internacionales. En rigor, el resultado neto de las operaciones de esterilización depende también de los efectos de los precios, tasa de interés y tipo de cambio sobre los activos y pasivos del banco central. Por ejemplo, si el tipo de cambio nominal se incrementa en la misma proporción que la diferencia entre la tasa de interés que paga el título emitido por el banco central y la que se recibe por las reservas, el resultado neto es neutro (Bofinger y Wollmerhäuser, 2003).

¹⁸ Este no es un rasgo exclusivo del mundo en desarrollo; sino que ocurre también en países desarrollados. Véase, por ejemplo, UK Parliament (1999) para el caso de Gran Bretaña.

¹⁹ Por la misma razón, un objetivo exclusivo en el control de la inflación genera, por el contrario, incentivos a la apreciación real.

En términos más generales, el conjunto de instrumentos disponibles por el banco central para compensar intervenciones cambiarias depende, por un lado, del contexto institucional y normativo y, por el otro, de la estructura y tamaño relativo –*vis-a-vis* el sistema financiero– de los activos y pasivos de la autoridad monetaria. En principio, las posibilidades de compensación son muy variadas.

Las acreencias del banco central contra el sistema bancario, por ejemplo, pueden utilizarse como un instrumento de control monetario (Lavoie, 2001). Los depósitos del sector público en el banco central son factibles de un uso similar. Algunas regulaciones prudenciales pueden orientarse con el mismo fin, particularmente cuando el problema es contener la expansión monetaria. Por ejemplo, el banco central puede elevar los encajes bancarios, implicando menores efectos expansivos de su operatoria en el mercado cambiario. Otras regulaciones prudenciales pueden apuntar directamente a suavizar las presiones vendedoras en el mercado de cambios. Por ejemplo, si los bancos locales tienen limitado el otorgamiento de crédito en moneda extranjera, hay menos incentivos para que obtengan financiamiento internacional. Por otra parte, la existencia de bancos públicos con un significativo peso en el mercado puede facilitar el manejo monetario. Su accionar puede ser coordinado con el fin de ayudar al banco central en el manejo de liquidez y en las intervenciones en el mercado cambiario. Como se ha descrito en la segunda sección, gran parte de estos instrumentos ha sido utilizada exitosamente en el manejo monetario durante el período de post-convertibilidad.

Debe enfatizarse que las operaciones del banco central orientadas a neutralizar o atenuar la expansión monetaria resultante de la intervención en el mercado cambiario pueden tener efectos incrementales en las tasas de interés. En ocasiones, aquellos efectos pueden constituir un incentivo adicional a los flujos de capital, frustrando el propósito de las operaciones de esterilización. En este aspecto, la efectividad de las políticas de esterilización depende, como se discutió arriba, de la magnitud de las presiones vendedoras en el mercado cambiario. Si las operaciones mencionadas no son suficientes –dado el exceso de oferta en el mercado de cambios– deberían reforzarse con restricciones a la entrada de capitales, o intentarse otras medidas para reducir directamente las presiones vendedoras en el mercado de cambios.

El manejo de los instrumentos mencionados debería permitir al banco central mantener la expansión monetaria bajo control. Pero hay otro problema: la demanda de dinero es incierta. Esto es particularmente cierto en los países en desarrollo. En estos casos la evolución de la demanda de dinero puede ser particularmente incierta porque crece a un ritmo desconocido a lo largo del proceso de desarrollo. Lo mismo ocurre en otro proceso frecuente en el mundo en desarrollo: en el de remonetización durante una fase de recuperación tras una crisis.

El problema de incertidumbre, sin embargo, afecta del mismo modo a la política monetaria con foco exclusivo en la inflación e implementada a través de metas cuantitativas de dinero. Este ha sido, de hecho, el principal motivo para abandonar estas políticas y adoptar la estrategia más moderna de *inflation targeting*.

El régimen de TCRCE propuesto sufre los mismos problemas de incertidumbre de las otras políticas monetarias. Así, en la procuración de sus múltiples objetivos, el banco central debe evaluar frecuentemente la evolución macroeconómica del país y actuar discrecionalmente -en oposición a reglas rígidas – operando con todos sus instrumentos. Aún siendo una institución independiente, el banco central debería coordinarse con el resto de las políticas de gobierno. La transparencia del análisis y las decisiones de política indudablemente contribuyen a la credibilidad de las señales emitidas por el banco central.

Referencias

- **Balassa, B. (1971):** «Trade Policies in Developing Countries», *American Economic Review*, Vol. 61, N° 2.
- **Blecker, R. (2004):** «Financial Globalization, Exchange Rates and International Trade», en Epstein, G. (Ed.), *Financialization in the World Economy*, Northampton, MA and Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- **Bofinger, P. y Wollmerhäuser, T. (2003):** «Managed Floating as a Monetary Policy Strategy», *Economics of Planning*, Vol. 36, issue 2.
- **Canales-Kriljenko, J. I. (2003):** «Foreign Exchange Intervention in Developing and Transition Economies: Results of a Survey», *IMF WP 03/95*.
- **Canales-Kriljenko, J. I., R. Guimaraes y C. Karacadag (2003):** «Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Elements of Best Practice», *IMF WP 03/152*.
- **Damill, M., R. Frenkel y M. Rapetti (2005):** «La Deuda argentina: historia, default y reestructuración», *Desarrollo Económico*, Vol. 45, N° 178.
- **Díaz Alejandro, C. (1979):** «Algunas vicisitudes históricas de las economías abiertas en América Latina», *Desarrollo Económico*, Vol. 19, N° 74.
- **Dooley, M., D. Folkerts-Landau y P. Garber (2003):** «An Essay on the Revived Bretton Woods System», *NBER Working Paper*, N° 9971.
- **Dooley, M., D. Folkerts-Landau y P. Garber (2004):** «The US Current Account Deficit and Economic Development: Collateral for a Total Return Swap», *NBER Working Paper*, N° 10727.
- **Epstein, G., I. Grabel, y K.S. Jomo (2003):** «Capital Management Techniques in Developing Countries: An Assessment of Experiences from the 1990s and Lessons for the Future», *PERI Working Paper* N° 56, University of Massachusetts, Amherst.
- **Feldstein, M. (1999):** «Self-Protection for Emerging Markets», *NBER Working Paper*, N° 6907.

- **Frankel, J. y Rose, A.K. (1995):** «Empirical Research on Nominal Exchange Rates» en G. M. Grossman and K. Rogoff (Eds.), *Handbook of International Economics, Vol. III*. Amsterdam: Elsevier.
- **Frenkel, R. (2004a):** «Remuneraciones, mercado de trabajo y política salarial en la recuperación. Argentina 2003-2004», trabajo preparado para el proyecto «Enfrentando los retos del trabajo decente», OIT-Ministerio de Trabajo de Argentina.
- **Frenkel, R. (2004b):** «Real Exchange Rate and Employment in Argentina, Brazil, Chile and Mexico», trabajo preparado para el G-24, Washington DC.
- **Frenkel, R. y J. Ros (2006):** «Unemployment and the Real Exchange Rate in Latinamerica», *World Development*, Vol. 34, Issue 4.
- **Frenkel, R. y L. Taylor (2006):** «Real Exchange Rate, Monetary Policy and Employment» *DESA Working Paper*, N° 19, United Nations.
- **Frenkel, R. y M. Rapetti (2006):** «Monetary and Exchange Rate Policies in Argentina after the Convertibility Regime Collapse», en G. Epstein y E. Yeldan (Eds.) *Socially Productive Alternatives to Inflation Targeting Central Banks*, University of Massachusetts at Amherst / DESA – UN. Forthcoming.
- **Lavoie, M. (2001):** «The Reflux Mechanism in the Open Economy», in: Rochon L. P. and M. Vernengo (Eds.), *Credit, Interest Rates and the Open Economy: Essays on Horizontalism*, Cheltenham: Edward Elgar.
- **Lavoie, M. (2003):** «Interest Parity, Risk Premia and Post Keynesian Analysis», *Journal of Post Keynesian Economics*, Winter 2002-3, Vol. 25, N° 2.
- **Le Fort, G. y S. Lehmann (2003):** «The Unremunerated Reserve Requirement and Net Capital Flows: Chile in the 1990s», *CEPAL Review*, N° 81, CEPAL.
- **Obstfeld, M., J.C. Shambaugh y A. Taylor (2004):** «Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies and Capital Mobility», *NBER Working Paper* N° 10396.

- **Ocampo, J. A. y C. E. Tovar (2003):** «Colombia's Experience with Reserve Requirements on Capital Inflows», *CEPAL Review*, N° 81, CEPAL.
- **Palma, G. (2002):** «The Three Routes to Financial Crisis: The Need for Capital Controls», en: Eatwell, J. and L. Taylor (Eds.), *International Capital Markets. Systems in Transition*, Oxford University Press Inc., New York.
- **Polterovich, V. y V. Popov (2002):** «Accumulation of Foreign Exchange Reserves and Long Term Growth», *Working Paper*, New Economic School, Moscú.
- **Redrado, M., Bastourre, D., J. Carrera y J. Ibarlucia (2006):** «La Política Económica de la Acumulación de Reservas: Nueva Evidencia Internacional», BCRA, Serie Estudios N° 2.
- **Rodrik, D. (2003):** «Growth Strategies», *NBER Working Paper*, N° 10050.
- **Smithin, J. (2003):** «Interest Parity, Purchasing Power Parity, «Risk Premia» and Post Keynesian Economic Analysis», *Journal of Post Keynesian Economics*, Winter 2002-3, Vol. 25, N° 2.
- **Taylor, A. y M. Taylor (2004):** «The Purchasing Power Parity Debate», *Journal of Economics Perspectives*, Vol. 18, N° 4.
- **Taylor, L. (2004):** «Reconstructing Macroeconomics. Structuralist Proposals and Critiques of the Mainstream», Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.
- **UK Parliament (1999):** «Report of the Select Committee on Monetary Policy Committee of the Bank of England», (www.publications.parliament.uk/pa/ld199899/ldselect/ldmon/96/9601.htm)
- **Williamson, J. (2003):** «Exchange Rate Policy and Development», trabajo preparado para el proyecto «Capital Market Liberalization Task Force» Initiative for Policy Dialogue (IPD), Columbia University.
- **Wollmershäuser, T. (2003):** «A Theory of Managed Floating», PhD. Thesis, Universität Würzburg, *mimeo*.