

Ensayos Económicos | 75

Noviembre de 2020

**El retorno del banco central intervencionista:
El péndulo de los regímenes monetarios en América Latina**
Esteban Pérez Caldentey y Matías Vernengo



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

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

ISSN 1850-6046
Edición electrónica

Banco Central de la República Argentina
San Martín 235 / Edificio San Martín Piso 7, Oficina 701 (C1003ABF)
Ciudad Autónoma de Buenos Aires / Argentina
Tel.: (+5411) 4348-3582/3814
Email: ensayos.economicos@bcra.gov.ar
Página Web: http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Ensayos_economicos.asp

Fecha de publicación: Noviembre 2020

Diseño de tapa e interior | Gerencia Principal de Comunicación y Relaciones con la Comunidad, BCRA
Diagramación | Subgerencia General de Investigaciones Económicas, BCRA

Ensayos Económicos está orientada a la publicación de artículos de economía de carácter teórico, empírico o de política aplicada, y busca propiciar el diálogo entre las distintas escuelas del pensamiento económico para contribuir a diseñar y evaluar las políticas adecuadas para sortear los desafíos que la economía argentina enfrenta en su proceso de desarrollo. Las opiniones vertidas son exclusiva responsabilidad de los autores y no se corresponden necesariamente con la visión institucional del BCRA o de sus autoridades.

Esta revista apoya el acceso abierto a su contenido bajo el principio de que la libre disponibilidad de la investigación para el público estimula un mayor desarrollo global del intercambio de conocimiento. Para facilitar una mayor difusión y utilización, los artículos se encuentran bajo la licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-CompartirIgual 4.0 Internacional.



Esta licencia permite copiar y redistribuir el material en cualquier medio o formato, y transformar y construir a partir del material original, mientras no sea con fines comerciales, se mencione el origen del material de manera adecuada, brindando un enlace a la licencia e indicando si se han realizado cambios, y se distribuya bajo la misma licencia del original.

El retorno del banco central intervencionista: El péndulo de los regímenes monetarios en América Latina

Esteban Pérez Caldentey

Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)

Matías Vernengo*

Bucknell University, Estados Unidos

Resumen

Este artículo recorre la historia de los regímenes monetarios y de los bancos centrales en la periferia, con énfasis en América Latina. Sugiere que ha habido un péndulo entre situaciones en la que se ha buscado mayor integración a la economía global, con regímenes monetarios que privilegian el automatismo de la política monetaria, con periodos de afirmación del desarrollo, y énfasis en la necesidad de intervención de los bancos centrales. El artículo sugiere que las dos últimas crisis, y la renovación del ciclo financiero global, marcan un cambio en el régimen monetario internacional y la necesidad de un retorno del banco central intervencionista.

Clasificación JEL: E58, F38, O54.

Palabras Clave: banco central, ciclos financieros, América Latina.

* Las opiniones vertidas en este trabajo son responsabilidad de los autores y no necesariamente reflejan las de las instituciones con las cuales están afiliados, las del BCRA o sus autoridades. Enviar correspondencia a esteban.perez@un.org o mv012@bucknell.edu.

The Return of the Interventionist Central Bank: The Pendulum of Monetary Regimes in Latin America

Esteban Pérez Caldentey

Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)

Matías Vernengo

Bucknell University, Estados Unidos

Summary

This article reviews the history of monetary regimes and central banks in the periphery, with an emphasis on Latin America. It suggests that there has been a pendulum between situations in which integration into the global economy has increased, implementing monetary regimes that privilege the automaticity of monetary policy, with periods of affirmation of development, and emphasis on the need for intervention by central banks. The article suggests that the last two crises, and the renewal of the global financial cycle, mark a change in the international monetary regime and the need for a return from the interventionist central bank.

JEL: E58, F38, O54

Keywords: central bank, financial cycles, Latin America.

1. Introducción

Dos graves crisis económicas globales sobrevinieron en las dos primeras décadas del siglo veintiuno. En la Crisis Financiera Global de 2008-2009 hubo un consenso de que las políticas macroeconómicas contracíclicas, en particular las fiscales, eran de hecho necesarias, con muchos economistas hablando de un retorno de las ideas keynesianas (Skidelsky, 2009). En la actual crisis la idea se ha extendido a la discusión sobre la necesidad de planificar ciertos aspectos de la economía para hacer frente a la pandemia. Sin embargo, cuando se trata de la discusión sobre el papel de los bancos centrales, por lo general, el argumento es que la imposibilidad de reducir las tasas cerca del piso cero para la tasa de interés, o la ineficacia de las tasas negativas, reduciría la eficiencia de la política monetaria (e.g. Bernanke et al., 2019).

La discusión convencional enfatiza la necesidad de políticas no convencionales para afectar las expectativas de los agentes económicos. Se ha prestado menos atención al papel que los bancos centrales en el centro han tenido desde la Crisis Financiera Global como agentes fiscales del tesoro, o sea garantizando tasas relativamente bajas a lo largo de la curva de rendimientos. El aumento de la cartera de los bancos centrales en el centro, con la llamada expansión cuantitativa, fue tan importante como el cambio cualitativo en la cartera, con una acumulación mayor de títulos del gobierno de largo plazo, y de otros activos de mayor riesgo. Los bancos centrales en el centro, de hecho, surgieron como agentes fiscales de los gobiernos y, aunque durante la era Victoriana se alejaron de esa función, en alguna medida, con la crisis de los años 30 volvieron a ella hasta la aceleración inflacionaria de los 70 y el retorno del banco central Victoriano (Goodhart, 2011).

Los vaivenes de los regímenes monetarios en el centro, en gran medida, circunscriben lo que pueden hacer los bancos centrales en la periferia. Tanto en el mundo periférico como en el centro, en el periodo de la primera globalización, al final del siglo diecinueve y principios del veinte, las necesidades de integración con la economía global forzaron un ajuste automático de la política monetaria doméstica a los flujos de capital, reduciendo el papel de la banca central. Los bancos públicos y cajas de conversión creados en ese contexto tenían un papel limitado. Es en la etapa posterior que los bancos centrales, muchos creados justamente frente al colapso de la globalización, y en medio de la Gran Depresión, como el mismo Banco Central de la República Argentina (BCRA), toman un rol más activo. En el caso de la periferia, no solo hay que actuar como agente fiscal del estado, mantener bajas las tasas de interés de la deuda en moneda local, y apoyar la política fiscal anticíclica, sino también hay que manejar los flujos de capital que crean volatilidad adicional, en países donde la deuda en moneda extranjera es siempre un elemento que incrementa la profundidad de las crisis.

Todo indica que estas dos últimas décadas son, como los años 30 y los 70 del siglo pasado, un punto de inflexión para los regímenes monetarios internacionales, con tasas de interés permanentemente bajas en el centro, con un aumento de los flujos brutos de capital, y con una creciente volatilidad y fragilidad financiera, que es más peligrosa en la periferia, donde la mayor dependencia de la deuda en moneda extranjera causa daño adicional. En este artículo sugerimos que la vuelta

del banco central intervencionista en la periferia es inevitable, y que medidas más allá de las normalmente utilizadas hasta ahora en el marco del modelo convencional, asociado al uso explícito o implícito de metas de inflación y centradas en el uso exclusivo de la tasa de interés de corto plazo para el manejo de la política monetaria, son necesarias.

El resto de este trabajo está subdividido en cinco secciones. La primera analiza los regímenes monetarios de la primera globalización y los problemas implícitos en el manejo de los flujos de capital en ese contexto. La siguiente sección analiza la creación de los bancos centrales intervencionistas en el marco de la Revolución Keynesiana, y del surgimiento de las ideas Estructuralistas en América Latina, seguida por un análisis del retorno del banco central Victoriano, preocupado solo por la inflación a partir de los años 70. Los problemas de la dependencia financiera, y del llamado ciclo financiero global sugieren la necesidad de un retorno del banco central intervencionista en la cuarta sección. Una breve conclusión cierra el trabajo.

2. Los regímenes monetarios automáticos

El análisis de los regímenes monetarios basados en el patrón oro, ejemplificados por la caja de conversión argentina del siglo diecinueve y los bancos centrales creados con base en las misiones de Edwin Kemmerer de principios del siglo veinte, muestran que su objetivo era garantizar la estabilidad cambiaria, más que la estabilidad interna de precios per se. A su vez, el objetivo de estabilidad cambiaria respondía a un motivo ulterior: garantizar la primacía de la clase terrateniente y exportadora en el caso de la caja de conversión y fortalecer la expansión comercial y financiera de los Estados Unidos y de Gran Bretaña. También ambos ejemplos muestran que la estabilidad interna de la moneda derivaba directamente de la estabilidad externa y que ésta dependía de la prosperidad del resto del mundo.

La caja de conversión fue establecida en 1899 por José María Rosa y Pons, ministro de finanzas durante la segunda presidencia del General Julio A. Roca. Rosa formuló la Ley de Conversión de 1899¹ cuyo objetivo último era poner fin al conflicto distributivo entre las clases sociales causado por las variaciones en la prima del oro en relación al peso argentino en favor de la clase terrateniente.² Así lo señala John H. Williams en su estudio seminal sobre el comercio en Argentina entre 1880 y 1900 (1920: p. 156): “La intención principal de Rosa... era poner un fin al continuo aumento y caída del premio sobre el oro, tan perjudicial para los intereses comerciales del país”.³ De la misma manera lo expresa Alec G. Ford en su análisis sobre el patrón oro en Gran Bretaña y Argentina entre 1880 y 1914 (1962: p. 91) al señalar que “las consecuencias distributivas del valor de la moneda son de la mayor importancia para entender las acciones del Congreso que reflejaban los

¹ Para una discusión sobre el funcionamiento de la caja de conversión véase Della Paolera y Taylor (2001). Para una alternativa véase Pérez Caldentey y Vernengo (2007).

² Sin embargo, es interesante notar que el patrón oro garantizaba, en la medida que el tipo de cambio fuera relativamente apreciado, un salario real elevado para la clase trabajadora. Por eso Juan B. Justo, el líder del Partido Socialista, y el traductor del Capital de Marx para el castellano, era favorable al patrón oro (Portantiero, 1999). Sobre el debate entre Raúl Prebisch y Justo sobre el patrón oro, véase Dosman (2008).

³ Prebisch, autor intelectual del proyecto de creación del BCRA, brevemente discutido en la próxima sección, tradujo el libro de Williams. Sobre la similitud de la visión de Prebisch y Williams véase Brenta (2017).

deseos de estos poderosos intereses (los de los terratenientes y exportadores) en temas monetarios”.

Un incremento de la prima de oro sobre el peso generaba un diferencial entre ingresos en oro y costos en peso y, por lo tanto, ganancias extraordinarias para la clase terrateniente y exportadora. Además, la consecuente depreciación del peso en términos de oro licuaba sus deudas. Por esta razón, mientras la prima del oro sobre el peso aumentaba, como ocurrió entre 1886 y 1896, éstos se oponían a cualquier cambio en las reglas monetarias. Tomando como base el año 1886, la prima del oro sobre el peso aumentó de 100 a 239 en 1892 y a 257 en 1894. A partir de 1896, mayores inlfujos de oro se tradujeron en una reducción de la prima del oro sobre el peso que comenzó a mostrar una tendencia a la baja y fue esto justamente lo que incentivó a las mismas clases sociales a pedir un cambio en las reglas monetarias y de hecho la unificación entre el peso y el oro.

La entrada neta de inlfujos de capital (oro) a partir de 1895 y que de hecho continuaría de manera ininterrumpida hasta el año 1914 permitió que la caja de conversión funcionara de acuerdo con sus objetivos, de manera automática y sin un control deliberado (Ford, 1962: pp. 96-98; Williams (1920: p. 154). Así, tal como lo señaló el periódico británico *The Economist* (1907: p. 583), la convertibilidad de la moneda, y por consiguiente la estabilidad monetaria, dependía de la prosperidad y, más específicamente, de la prosperidad externa y no de la existencia de una caja de conversión. Argentina volvería a aprender esta lección de historia económica con el segundo intento en su historia, en la primera mitad de la década de 1990, de poner en marcha una caja de conversión para garantizar la estabilidad de precios (Pérez Caldentey y Vernengo, 2007).

La oficina de cambios propuso mantener la convertibilidad fija del peso al oro mediante el establecimiento de un fondo de conversión, que garantizaría que cualquier adición a la oferta monetaria tuviera un respaldo equivalente en oro. De la misma manera, cualquier retiro de oro estaría acompañado por la retirada de una cantidad equivalente de pesos de papel. También se permitió la intervención en el mercado cambiario para mantener la paridad entre el peso y el oro. La oficina de cambios funcionó sin problemas entre su entrada en vigor en 1900 y el período 1912-1913. Las condiciones externas favorables facilitaron sus operaciones y su buen funcionamiento. Los términos de intercambio fueron favorables para los productos agrícolas de exportación de la Argentina, lo que a su vez mejoró la calificación crediticia del país, una vez que la percepción de riesgo crediticio del país dependía del valor de sus principales exportaciones, que eran de productos agrícolas. En 1914, la disminución de las exportaciones producto del inicio de la Primera Guerra Mundial y de condiciones climáticas desfavorables afectó negativamente a la balanza de pagos a la vez que tuvo un efecto negativo sobre la riqueza, i.e. sobre el precio de la tierra. Este conjunto de factores se tradujo en una disminución de los inlfujos financieros hacia Argentina.

La lógica de funcionamiento de la caja de conversión amplificó este mecanismo de transmisión. La disminución de los flujos financieros se tradujo en una contracción de la liquidez y el crédito. Esto a su vez redundó en una caída del ingreso, un aumento del desempleo y un nuevo desplome de los precios de los activos, de los precios de la tierra, agravando la precaria situación financiera de los agricultores. Esto a su vez mermó la confianza de los inversionistas, y la crisis sobrevino. La

oficina de cambios solo reanudó sus operaciones en 1927, pero se cerró definitivamente en 1929, al inicio de la Gran Depresión, como resultado del deterioro de las condiciones internacionales y, en particular, del cierre de los mercados internacionales de capitales.

Un segundo intento de establecer un régimen monetario basado en el patrón oro tuvo lugar en las primeras décadas del siglo veinte, con las misiones de Kemmerer a Colombia (1923), Chile (1925), Ecuador (1927), Bolivia (1928) y Perú (1931). Las misiones Kemmerer establecieron los primeros bancos centrales en América Latina. Los bancos Kemmerer se establecieron con la supuesta finalidad de mantener la estabilidad del tipo de cambio con menos automatismo en su diseño que el que conllevaba una caja de conversión. Misiones similares en el área de influencia británica, en particular las misiones de Sir Otto Niemeyer a Argentina (1933) y Brasil (1931) fueron menos influyentes, ya que en el caso argentino el proyecto del Banco Central creado en 1935 no fue del Doctor Monetario inglés, y en Brasil el banco central solo sería creado en 1964.⁴

No obstante, al igual que en el caso de la caja de conversión, los motivos posteriores eran otros. Su fin primordial era facilitar y fortalecer la expansión comercial y financiera de los Estados Unidos. La importancia y significado de estas misiones se explica por la expansión económica y comercial exterior de los Estados Unidos y también por su creciente importancia como acreedor internacional. Entre 1913 y 1929, las inversiones de Estados Unidos en América del Sur aumentaron de US\$ 72 millones a más de US\$ 900 millones, cifra que superó la alcanzada por las inversiones británicas, en el contexto de la transición de la hegemonía de la libra hacia el dólar, algo no completado hasta Bretton Woods.⁵

Para cumplir con este fin, las misiones Kemmerer establecieron no sólo un esquema monetario de patrón oro sino también una férrea ortodoxia fiscal destinada a restringir el gasto fiscal y los déficits públicos para garantizar la credibilidad de las reformas y la confianza de los inversores extranjeros y evitar una rebaja en la calificación crediticia del país. Según lo explicó Kemmerer (1927: p. 4): “es el deseo por parte de los gobiernos extranjeros poner orden en sus finanzas y dar una impresión favorable a los banqueros e inversionistas estadounidenses, para facilitar el préstamo de dinero por el gobierno en el mercado americano y alentar el flujo de capital estadounidense a sus costas para empresas privadas. Desde la guerra, la gran mayoría de los préstamos extranjeros en el mundo se originan directa o indirectamente en el mercado estadounidense; y es probable que esta situación continúe en el futuro”.

En sintonía con este fin, el principal resultado de las misiones de Kemmerer en América Latina no fue un mejor desempeño macroeconómico sino el aumento de la inversión extranjera y el financiamiento. Los datos disponibles en el caso de Colombia muestran que en 1914 la inversión extranjera alcanzó los US\$ 60 millones y aumentó a US\$ 236 millones en el período comprendido

⁴ Sobre la creación del BCRA y las diferencias del plan de Prebisch con la propuesta de Niemeyer véase Sember (2018). Sobre la misión Niemeyer a Brasil véase Abreu y Souza (2011). Cabe notar que varios autores nacionalistas veían al BCRA como un instrumento del imperialismo británico, y lo mismo se podría decir de su creador, que había participado activamente del Pacto Roca-Runciman, en 1933, visto como central para los intereses de la corona británica en Argentina. Véase, por ejemplo, Scalabrini Ortiz (1935). Para los efectos negativos del tratado sobre la industrialización argentina véase Fodor y O'Connell (1973).

⁵ Véase Seidel (1972) y Eichengreen y Flandreau (2009).

entre 1926 y mediados de 1928 (Daalgard, 1980: p. 102). En el caso de Chile, entre 1927 y 1928 los préstamos contratados aumentaron de US\$ 228 millones a US\$ 513 millones (Glaser, 2003: p. 173).

Tal como ocurrió en el caso de caja de conversión, el funcionamiento del patrón oro también dependía de la prosperidad externa y no de la austeridad fiscal, más allá del efecto que ésta pudiera tener sobre el nivel de actividad y las importaciones, y mucho menos de la confianza, que resultaba de la existencia o ausencia de dicha prosperidad externa. El estallido de la Gran Depresión en 1929 con la consecuente restricción de los flujos financieros y del crédito internacional acabaron con los bancos Kemmerer en América Latina, en un modo similar al cual el estallido de la primera guerra mundial en 1914 terminó con la caja de conversión.

3. La banca central intervencionista

La Gran Depresión y sus efectos devastadores en América Latina cambiaron la percepción del papel que la banca central debía jugar en la economía y la sociedad. La banca central pasó de ser una institución al servicio de los intereses privados, ya sea nacionales o internacionales, a una institución de carácter público cuyo objetivo primordial era promover el desarrollo económico interno a través de una política contracíclica. La creación del Banco Central de Argentina en 1935 y su transformación desde un banco ortodoxo hacia uno de carácter más heterodoxo bajo la efectiva dirección de Raúl Prebisch es, sin lugar a dudas, el ejemplo más ilustrativo de este giro copernicano de la banca central en América Latina (Prebisch, 1991a: pp. 102-103).⁶

La principal lección que se puede extraer de este experimento es que una política monetaria contracíclica abocada a la economía interna necesitaba necesariamente aislar el impacto de las fluctuaciones externas. Esto constituyó definitivamente un paso adelante en el diseño e implementación de la política monetaria. El fomento al desarrollo económico interno requería una política de expansión de la demanda agregada interna y la puesta en marcha de una política industrial que sólo podía llevarse a cabo si se aislaba la economía de las fluctuaciones externas. Las crisis que conllevaron al fracaso de las cajas de conversión y de las misiones Kemmerer demostraron que el comportamiento de los flujos financieros externos determina en gran medida el éxito o fracaso de los regímenes monetarios en economías periféricas.

La manera de aislar los vaivenes del sector externo del desempeño económico interno se centró en el diseño de controles cambiarios. En el caso particular de Argentina, Prebisch desarrolló los lineamientos de una política nacional autónoma que buscaba reducir al máximo posible la vulnerabilidad de la economía argentina a “las fluctuaciones y contingencias de la economía internacional” y a la vez “trazar una política económica, monetaria y financiera que propenda al crecimiento máximo de la economía nacional” (1991b: p. 123). La propuesta de Prebisch consistió en expandir la demanda a través del crédito y políticas fiscales expansivas. El uso del control de cambio debía

⁶ Para una discusión de los cambios de la banca central en el centro y en la periferia, en particular en Estados Unidos con Marriner Eccles y en la Argentina con Prebisch, véase Pérez Caldentey y Vernengo (2014).

impedir que la expansión de la demanda interna repercutiera en el sector externo bajo la forma de un mayor déficit de la balanza de pagos.⁷

En la periferia, debido al proceso de desarrollo tardío, que requería la importación de bienes intermedios y de capital para hacer frente al proceso de industrialización, los bancos centrales pasaron a ser el instrumento por excelencia de la administración de la restricción externa. El control de cambios buscaba administrar el nivel y la composición de la demanda de importaciones, ya que ésta tenía un elevado grado de movimiento conjunto con el ciclo económico y se situaba fuera del control de las autoridades nacionales de las economías de la periferia. La propuesta específica del control de cambios pretendía establecer un orden jerárquico en las importaciones, diferenciando las categorías de importaciones que debían adaptarse al ciclo económico de aquellas que debían aislarse de las fluctuaciones del ciclo económico (Prebisch 1991: pp. 127-128). Se trataba de dar prioridad a las importaciones más necesarias para satisfacer las necesidades esenciales y llevar a cabo la producción. Con la modalidad del control de cambios se buscaba administrar las importaciones variando el tipo de cambio en lugar de imponer controles cuantitativos que Prebisch consideraba demasiado complicados de aplicar y, además, económicamente ineficientes.

El uso de controles de cambio no era un instrumento de política económica inusual en la década de los 40. John Maynard Keynes defendió los controles de cambio, que él denominó de modo más general controles de capital, como eje central de su propuesta para la posguerra con el fin de permitir el uso de la tasa de interés doméstica para lograr el pleno empleo (Keynes, 1980, CW, Vol. XXV: p. 275). Pese a su menos enérgica posición a favor de los controles de capital durante la negociación del acuerdo de Bretton Woods, tal vez por su rol como representante de los Estados Unidos, Harry Dexter White recomendó, en una misión a Cuba en 1942, la utilización de controles de cambio para hacer frente a desequilibrios del sector externo (Board of Governors of the Federal Reserve System, 1942: p. 795).⁸ Así, no es de extrañar que la propuesta de Prebisch fuera elogiada por varios economistas tales como Harberler (1947), Nurske (1944) y también Triffin (1944).

Triffin (1947: p. 60) calificó la experiencia de la Argentina con los controles de cambios como un "acontecimiento extraordinario", esencial para evitar que el centro traspasara el costo del ajuste a los países de la periferia en tiempos de crisis. También afirmó que, en el corto período desde 1935, el BCRA se había convertido en una institución destacada entre los bancos centrales no solo en América Latina, sino también en los países más desarrollados, con bancos centrales más establecidos. De hecho, Triffin (1944) pensaba que el principio de la banca central moderna, es decir de la banca central contracíclica, en América Latina empieza con la experiencia del BCRA.

La experiencia del BCRA conlleva tres lecciones importantes para el manejo monetario. En primer lugar, este ejemplo demuestra que la autoridad monetaria no puede ceñirse sólo al objetivo de

⁷ Sobre los controles de cambio, véase Triffin (1946a), y sobre el uso posterior en las misiones del Federal Reserve en la región, en particular a Paraguay y Santo Domingo en las cuales participó Prebisch, véase Pérez Caldentey y Vernengo (2019a).

⁸ Tanto Keynes como White creían que los flujos de capital debían ser controlados y que no deberían perturbar al comercio internacional como lo habían hecho en los años 30 (Boughton, 1998). En alguna medida el rol del Fondo Monetario Internacional (IMF) terminó siendo algo diferente de lo que proponían Keynes y White.

estabilidad de precios. Debe tener, además, un objetivo en torno al producto real. En segundo lugar, pone de manifiesto que el manejo monetario contracíclico requiere aislar de alguna forma el manejo de la demanda interna de las fluctuaciones externas. En tercer lugar, ejemplifica que el tipo de cambio juega un papel central en los mecanismos de transmisión de las fluctuaciones externas hacia la economía interna.

La experiencia argentina, conjuntamente con la política de buen vecino del presidente de los Estados Unidos Franklin D. Roosevelt, allanó el camino para la reforma de la banca central en América Latina en la década de los 40 bajo la tutela de misiones de asistencia técnica de la Reserva Federal de los Estados Unidos lideradas por Robert Triffin y Henry Wallich a Honduras (1943), el Paraguay (1943-1944), Guatemala (1945), la República Dominicana (1946) y Venezuela (1948).⁹ Las reformas lideradas por Triffin y Wallich tenían como fin utilizar la política monetaria al servicio del desarrollo económico. Tal como destacó Triffin (1981: pp. 242-248): "... las reformas que propuse fueron verdaderamente revolucionarias en ese momento. Trataron de poner la política monetaria y bancaria al servicio de los objetivos de desarrollo, previamente ignorados en las legislaciones de la banca central, copiadas una sobre otra e intentando simplemente imitar un modelo del Banco de Inglaterra o de la Reserva Federal de los Estados Unidos, distante y en gran parte inapropiado".

Con este fin, se propuso concentrar el manejo de las actividades bancarias y financieras en el banco central con el fin de proveer crédito a mediano y largo plazo a los sectores económicos y asignar el crédito en consonancia con los objetivos de desarrollo del país (Triffin, 1946b: p. 115). También se propusieron la acumulación de reservas para amortiguar los vaivenes externos y su esterilización, controles a los flujos financieros y se incluyó la propuesta de Prebisch sobre controles cambiarios, sobre la base de la experiencia del BCRA. Las reformas a la banca central en América Latina sirvieron de modelo a las reformas monetarias impulsadas por Triffin y otros funcionarios de la Reserva Federal en otros países del mundo, incluidos Filipinas (1949), Corea del Sur (1950) y Ceilán (1950) (Helleiner, 2003: p. 251).

En la década de 1940, otros bancos centrales de América Latina, incluidos los de Chile, Colombia y Perú, que fueron creados originalmente por las misiones Kemmerer, además de los de Guatemala y México, adoptaron también una postura de política anticíclica a través de la gestión de las reservas internacionales y el uso de controles de capital para sortear choques externos. Los controles de capital también fueron fundamentales para otro objetivo, además del de estabilidad de precios y financiera, el de promover el desarrollo económico y el crecimiento a través de la política monetaria (Pérez Caldentey y Vernengo, 2019a). Este objetivo respondía a las directrices del gobierno que se plasmaban en algunos casos, en particular en Colombia, México y Perú, en un activo involucramiento del Ministro de Hacienda en la determinación de las directrices de política monetaria.

Los controles de capital, que adoptaron la forma de tipos de cambio diferenciados y múltiples, permitieron una mayor autonomía política para limitar las perturbaciones en el mercado cambiario,

⁹ También se realizaron misiones de asistencia técnica en el Brasil (1948-1949), Costa Rica (1944), Cuba (1945 y 1949), el Ecuador (1947), El Salvador (1948 y 1949), Haití (1948) y México (1949).

favorecer la inversión en algunos sectores y promover la propiedad interna de actividades específicas. También se utilizaron controles de capital para fomentar la industrialización interna. Los controles de capital se combinaron con el uso de requisitos de reserva no remunerados, en algunos casos establecidos o modificados por el gobierno, para dirigir la asignación del crédito, mediante la compra de títulos públicos, a actividades económicas específicas y, también, para financiar los déficits públicos. La evidencia disponible para Argentina y Perú muestra que en 1950 y 1970, los préstamos al gobierno representaron el 5% y más del 70% del total en el caso del primero y el 60% y el 50% en el caso del segundo.

La legislación del Banco Central estableció un límite mínimo y máximo para la tasa de los encajes de reserva, que se aplicaban a los distintos pasivos bancarios. También se contempló la posibilidad de introducir tipos marginales a los encajes de reserva y se especificaba el tipo de activos (efectivo, depósitos, y títulos), que calificaban como reservas. Se utilizaron controles cuantitativos para evitar un crecimiento excesivo del crédito con el fin de controlar las presiones inflacionarias. Los controles cualitativos se utilizaron para asignar crédito a actividades productivas a través del redescuento de los títulos de la banca comercial en el banco central. Las cuotas de crédito para los bancos comerciales se establecieron sobre la base de su capital y se concedieron tipos de interés diferenciales en función del vencimiento del préstamo y del tipo de actividad económica (Jacome, 2015: pp. 21-23).

4. La inflación y el retorno de los regímenes monetarios automáticos

El período de la banca central al servicio del desarrollo económico, en los años 50 y 60, coincidió con un aumento de las tasas de inflación, y un aumento proporcional en los años 70, cuando hubo una aceleración global denominada la Gran Inflación, como contraste con la Gran Depresión de los 30. La aceleración ocurrió principalmente en América del Sur, como lo ejemplifican los casos de Argentina, Bolivia, Brasil, Chile y Uruguay. Entre 1945-1955 y 1975-1979, las tasas de inflación para Argentina y Uruguay aumentaron del 20% al 204%, y del 9% al 60,3% respectivamente. En el caso de Chile, la inflación se expandió de 28,4% a 227,1% en 1970-1975. En el caso de Brasil, los datos disponibles muestran un aumento de la inflación del 14,7% en 1945-1955 al 101% en 1981. Finalmente, para Bolivia la inflación se aceleró del 40,4% en 1945-1955 al 123% en 1982.

Sin embargo, con la excepción de Bolivia, las inflaciones más altas se registraron en la década de 1990 después de la crisis de la deuda de los años 80, que fue una crisis financiera, y que llevó a lo que se denominó la década perdida. La mediana de la tasa anual de inflación de este grupo de países alcanzó el 9,8% en el período 1935-1945, aumentando al 34,8% entre 1955-1965, alcanzando un máximo del 594,8% en el período 1979-1992. Dentro de esta agrupación se encuentran Brasil (1.021,4% en 1993-1996), Bolivia (993% en 1979-1992), Perú (917,5% en 1979-1992) y Argentina (594,8% en 1979-1992), con las tasas más elevadas. Estos casos de alta inflación fueron en general denominados casos de hiperinflación, por la similitud con las tasas de inflación experimentadas por algunos países europeos después de la Primera y la Segunda Guerra Mundial, en particular, el famoso caso de la hiperinflación alemana de 1923. El aumento de los precios de algunos países europeos en ese período fue mucho mayor que el de los países de América Latina. La tasa

récord de inflación se atribuye a Hungría, que entre agosto de 1945 y julio de 1946 registró una tasa media de inflación del 19.800% mensual con un máximo de $4,2 \times 10^{16}$ % en julio de 1946 (Cagan, 1987). Además, las hiperinflaciones europeas duraron mucho más que las llamadas hiperinflaciones en América Latina. Desde una perspectiva más detallada, las inflaciones latinoamericanas resultan ser nada más que un caso de inflación alto y extremadamente volátil, la clasificación desacertada como procesos hiperinflacionarios sirvió para justificar programas de ajuste drásticos, la desregulación y un cambio en la orientación de la política monetaria (Véase Pérez Caldentey y Vernengo, 2019b).

Es en este momento que el FMI se transformaría más directamente en un agente de los intereses de los acreedores internacionales (Boughton, 2001). La creciente preocupación de la inflación como fuerza desequilibradora dio lugar inicialmente a dos interpretaciones diferentes y opuestas del aumento y la persistencia de este fenómeno, la explicación estructuralista y monetarista, con importantes implicaciones para la política monetaria (Vernengo, 2006a). Según el primer enfoque, la inflación tiene sus raíces en el ámbito real más que en el monetario. El modelo canónico de inflación estructural distingue entre las presiones inflacionarias (básicas, circunstanciales y acumulativas) y los mecanismos de propagación. Las presiones básicas incluyen los choques externos, relacionados a la restricción externa, o de productividad, asociados en la literatura clásica del estructuralismo latinoamericano con la inelasticidad de la producción de alimentos, bienes básicos que afectarían los costos laborales. Las presiones circunstanciales se refieren a eventos o decisiones exógenas, mientras que las presiones acumulativas son endógenas a la inflación. La endogeneidad de la inflación permite incorporar la retroalimentación de la inflación a otras variables al tiempo que da un carácter dinámico al enfoque estructural. El mecanismo de propagación por excelencia es la puja distributiva entre los diferentes agentes/sectores de la economía. Además, mecanismos de indexación formales e informales permitirían el mantenimiento de la inflación en niveles elevados.¹⁰

La opinión contraria, adoptada por los bancos centrales, centrada en la teoría cuantitativa del dinero, atribuyó el aumento del proceso inflacionario al exceso de oferta sobre la demanda de dinero. A su vez el exceso de oferta monetaria radicaba en el aumento de los déficits fiscales. Después de la crisis de la deuda de los años 80 y particularmente en la década de 1990, el enfoque preferido para hacer frente a la inflación fue el enfoque monetario de la balanza de pagos (EMBP) que surgió directamente de la teoría cuantitativa del dinero.¹¹ De hecho, se convirtió en uno de los principales instrumentos analíticos para formular políticas de estabilización en América Latina y el Caribe durante los años 80 y 90.

En correspondencia con los principios metodológicos de la teoría económica ortodoxa, se aplicó independientemente de la posición y condición particulares o características estructurales de cada

¹⁰ En la primera etapa, en los años 50 y 60, los trabajos de Juan Noyola Vázquez, Celso Furtado y Osvaldo Sunkel fueron centrales para entender la aceleración inflacionaria. Los trabajos de los economistas llamados inercialistas, o en ocasiones, nuevos estructuralistas, fueron centrales en la era posterior, en los años 70 y 80, en particular los trabajos de Pêrsio Arida, Luiz Carlos Bresser-Pereira, Adolfo Canitrot, Roberto Frenkel, André Lara-Resende, Francisco López, y Yoshiaki Nakano, para citar algunos. Véase Vernengo (2006).

¹¹ Para discusiones sobre los planes de estabilización basados en el EMBP, particularmente en el Cono Sur, véase Blejer (1983) y Díaz-Alejandro (1979). Para una evaluación crítica Taylor (1988).

país. El ajuste consistió en restablecer el equilibrio macroeconómico y la adopción de políticas destinadas a imponer la disciplina del libre mercado a las diferentes esferas de la actividad económica, el comercio, el mercado financiero y de capitales y, finalmente, el mercado laboral.¹² La adopción del EMBP fue el componente monetario de la codificación de las políticas orientadas al libre mercado, incluida la liberalización financiera y comercial, del llamado Consenso de Washington, que se convirtió en la década de 90 en el pilar principal para lanzar una crítica devastadora de las políticas de desarrollo seguidas en América Latina hasta ese momento. Se instó y se presionó a los países a seguir el mantra neoliberal: estabilizar, privatizar y liberalizar (Rodrik, 2006).

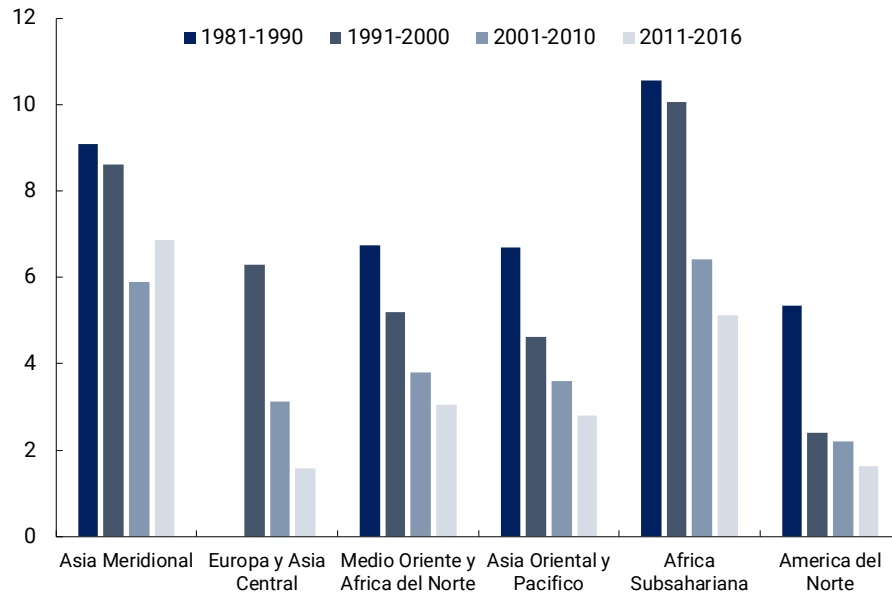
En consonancia con estos cambios, algunos bancos centrales de la región reformaron su legislación colocando la estabilidad de precios como objetivo principal o único de la política monetaria, y excluyendo cualquier referencia a la promoción del desarrollo económico o del crecimiento por medios monetarios, siendo el Plan de Convertibilidad en la Argentina el caso extremo (Sember y Vernengo, 2018). Con este fin, los bancos centrales debían estar libres de interferencias políticas en el diseño y la aplicación de la política monetaria, incluidas las de tener que otorgar los préstamos al gobierno para cubrir los déficits fiscales. Esto implicaba independencia política y operativa. La independencia política consistió en otorgar mandatos a las juntas directivas de los bancos centrales que coincidían o superaban a los del gobierno de turno. Además, se excluyó la posibilidad de voto de los representantes gubernamentales en las juntas directivas y consejos de administración pese a que estos podían participar en dichas reuniones. En gran medida, estas reformas buscaban incrementar el papel de las fuerzas automáticas del mercado en el ajuste de desequilibrios, y reducir el papel discrecional de los bancos centrales.

Durante los años 90, las tasas de inflación de tres dígitos o más desaparecieron de la región y la mayoría de las economías de América Latina y el Caribe fueron testigo de una disminución en sus tasas de inflación, más o menos con una década de retraso con relación a los países avanzados. La tasa media de inflación disminuyó del 336% entre 1979 y 1992, al 82,8% en el período 1993-1996, al 13,4% para 1996-2000. En el período 1979-1992, ningún país de América Latina tenía una tasa de inflación de un dígito. En 1993-1996, cuatro países tenían una tasa de inflación de un dígito y en el período 1996-2000, la mitad de los países de América Latina reportaron tasas de inflación de un dígito. Estos se convirtieron en la norma en la década de 2000. Como se ha documentado en la literatura sobre el tema, la disminución de la inflación fue mundial en lugar de un fenómeno específico para los países latinoamericanos. La evidencia disponible para el período 1981-2016 tanto para las regiones desarrolladas (América del Norte) como para las regiones en desarrollo (Asia meridional, Europa y Asia central, Asia oriental y el Pacífico y el África Subsahariana) muestran una disminución de las tasas medias de inflación correspondientes que comenzaron en la década de 1990 (ver el Gráfico 1). Nicholas Kaldor (1987) sugería que la caída del precio de las *commodities* fue central para la estabilización.¹³

¹² Véase Pérez Caldentey y Vernengo (2019b) para una descripción de la aplicación del EMBP en América Latina.

¹³ Explicaciones similares para la llamada Gran Moderación, que sugieren que ha sido el reducido poder de negociación de los trabajadores, en parte por los efectos de la globalización, lo que permitió la estabilidad de precios han sido discutidas en Cline y Perry (2016) y Stansbury y Summers (2020).

Gráfico 1 | Evolución de la tasa de inflación para regiones seleccionadas del mundo 1981-2016



Fuente: sobre la base de los indicadores de desarrollo del Banco Mundial (2018).

El control y reducción de la inflación por causas ajenas al EMBP no significó el control o mejora de la estabilidad nominal. La liberalización y mayor integración financiera contribuyeron por una parte a acentuar la frecuencia de los episodios de inestabilidad financiera. La evidencia empírica para el período 1970-2017 muestra un aumento de las crisis bancarias y monetarias (ver el Cuadro 1). A nivel mundial, el número de crisis bancarias y monetarias sistémicas aumentó de 35 en la década de los 70, a 123 en la década de los 80, a 148 en la década de 1990. Desde el año 2000-2017, ha habido 81 crisis bancarias y monetarias. Por su parte, los episodios de crisis soberanas o de restructuración de deuda tocaron un máximo en la década de los 80, 40 episodios, para luego situarse en 5 en la década de los noventa y en 18 para el período 2000-2017 (Laeven y Valencia, 2019). Los datos disponibles para 24 países de América Latina y el Caribe revelan que durante las décadas de los 80 y 90 persistieron las crisis monetarias, 24 y 14, respectivamente, y el número de crisis bancarias aumentó, 12 y 14 casos para los mismos períodos, respectivamente. En el período 2000-2017 se registraron 12 crisis bancarias y monetarias. Las crisis de deuda soberana tuvieron su auge en la década de los 80, 16 casos. Desde los 90 se han registrado en total 7 casos de crisis de deuda soberana.

Cuadro 1 | Número de crisis bancarias, monetarias, y de deuda soberana en América Latina y el Caribe por década para el periodo 1970-2017

Décadas	Crisis bancarias	Crisis monetarias	Crisis de deuda soberana	Crisis de restructuración de deuda soberana
1970	1	9	2	0
1980	12	24	16	1
1990	14	14	1	17
2000	4	8	6	6

Nota: la década de los 2000 incluye el periodo 2000-2017.

Fuente: Sobre la base de Laeven y Valencia (2019).

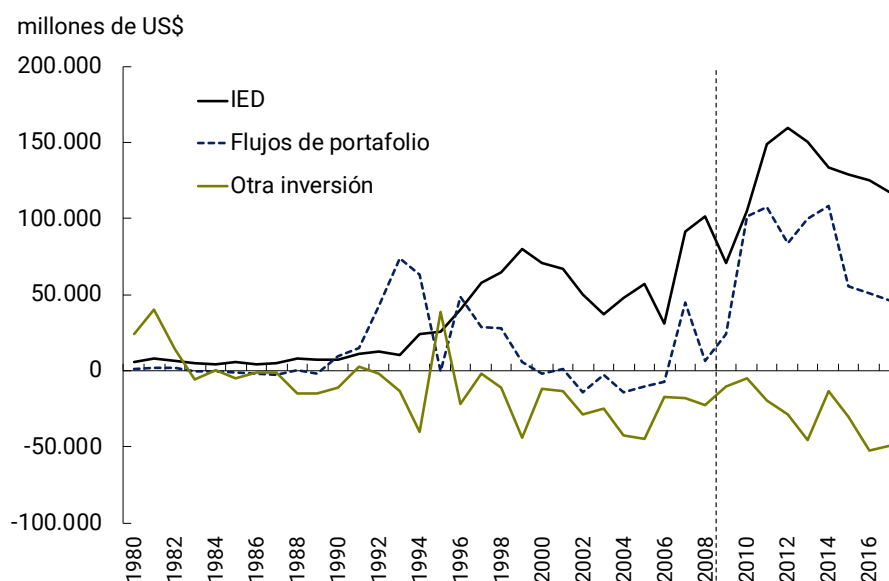
Por otra parte, desde mediados de la década de los 90, las crisis han mostrado un carácter más sistémico. Las crisis tienden a afectar a los países que no están en el epicentro de las mismas haciéndolos más vulnerables al contagio. Como señala Calvo (2016: p. 7), durante las crisis del Tequila y la crisis rusa la percepción de riesgo no sólo aumentó de manera repentina y drásticamente para estas economías sino también para el conjunto de economías emergentes. En el primer caso el Índice de los Bonos de los Mercados Emergentes (EMBI, por su sigla en inglés) aumentó de 500 a 2000 puntos básicos. En el caso de la crisis rusa, el EMBI anotó un aumento similar. Esto implica que una economía, especialmente en el caso de la periferia, no solo puede verse enfrentada a una mayor frecuencia de choques externos, sino que además puede verse afectada con independencia de sus condiciones macroeconómicas internas. La estabilidad de precios, o los equilibrios macroeconómicos poco pueden tener que ver con la vulnerabilidad financiera, depreciaciones cambiarias o la fuga de capitales que un país de la periferia pueda experimentar.

5. El ciclo financiero y la necesidad del banco central intervencionista

La relevancia del canal financiero externo y su impacto en las condiciones económicas internas se ha hecho aún más patente al observar la importancia que han tomado los flujos financieros externos de corto plazo, en particular flujos de portafolio, y sobre todo las entradas de corto plazo a partir de la Crisis Financiera Global (ver el Gráfico 2).¹⁴ La evidencia disponible muestra que los flujos netos de portafolio pasaron de US\$ 11,1 mil millones a US\$ 81,1 mil millones en promedio para los periodos 1980-2009 y 2010-2017. Los flujos de portafolio representaron para estos periodos 33% y 61% de los flujos netos de inversión extranjera directa, respectivamente. La evolución de los flujos de portafolio netos refleja el aumento significativo de las entradas brutas. Para los periodos 2001-2009 y 2010-2019, éstas representaron 16,9% y 30,8% del total de los flujos brutos. Las entradas brutas combinadas de los flujos de portafolio y otra inversión representaron 32% y 38% del total de flujos.

¹⁴ La preocupación por la importancia de los flujos financieros en lo que se podría llamar de dependencia financiera ha sido enfatizada por Conceição Tavares (Vernengo, 2006b; Medeiros, 2008). Los economistas del Bank of International Settlements (BIS) también han notado la importancia de los ciclos financieros, en particular Borio y Disyatat (2011).

Gráfico 2 | América Latina y el Caribe. Flujos netos de inversión extranjera directa, portafolio y otra inversión. 1980-2017



Fuente: sobre la base de FMI (2020).

La descomposición de las entradas de corto plazo muestra que éstas se explican por el mayor endeudamiento de las economías de América Latina en el mercado internacional de bonos. El endeudamiento se concentra en el sector gobierno y el sector corporativo no financiero, con 49% y 34% del total en promedio para el periodo 2010-2019, respectivamente (ver el Gráfico 3). Estos resultados a nivel agregado esconden un importante grado de heterogeneidad entre los países de América Latina. En general, la participación del endeudamiento del sector gobierno general supera al de los otros sectores, sector corporativo no financiero y sector financiero. El endeudamiento del sector gobierno predomina en Argentina, Costa Rica, Ecuador, Guatemala y Panamá, en promedio 84%, 57%, 97%, 62% y 59% de total de la deuda para el periodo 20010-2019, respectivamente. El sector corporativo no financiero tiene una participación importante del total en Brasil, Chile, Colombia Perú y Venezuela, en promedio 26%, 64%, 26%, 24% y 35% del total para el mismo periodo, respectivamente.

Gráfico 3 | América Latina y el Caribe. Evolución del acervo de bonos internacionales por sector de actividad económica. 1990-2019



Fuente: BIS (2020).

Debido a las fuertes pérdidas de la banca internacional durante la Crisis Financiera Global, las iniciativas de regulación posteriores, los niveles históricamente bajos de las tasas de interés internacionales, las políticas de expansión cuantitativa que impulsaron la rentabilidad de los activos de las economías emergentes aunado al mayor apetito por riesgo por parte de los inversores internacionales, el mercado internacional de bonos adquirió un papel significativo en el financiamiento internacional. De hecho, con una participación del 52% en el financiamiento transfronterizo el mercado de bonos superó a la de la banca internacional.

La creciente importancia del mercado de bonos se ha visto acompañada de un mayor protagonismo del sector financiero no bancario incluyendo a los inversores institucionales (fondos de pensiones), las compañías de seguros y, sobre todo, de la industria de administración de activos que es altamente procíclica, concentrada, e interconectada con el resto del sistema financiero.¹⁵ Además ostenta una proporción importante de la deuda soberana.

La mayor dependencia de los flujos de corto plazo aunado al aumento del endeudamiento externo, y a la naturaleza de los cambios en el sistema de intermediación financiera internacional imponen importantes condicionantes al manejo de la política monetaria. Esto se refleja con particular nitidez en el caso de los marcos monetarios que utilizan la tasa de interés como la principal variable de política, como es el caso de los esquemas de metas de inflación. Los condicionantes que enfrenta la política monetaria en este contexto se pueden ejemplificar mediante el análisis de la dinámica

¹⁵ La industria de administración de activos es altamente procíclica debido a que su desempeño depende en esencia de la rentabilidad esperada por los inversores. Es una industria interconectada con la banca internacional. Finalmente es una industria concentrada. La principal empresa de administración de activos, Black Rock, tiene activos por un monto de US\$ 6 billones lo que sobrepasa a los activos de cualquier banco internacional.

entre tasas de interés (interna y externa), tipo de cambio y condiciones financieras internas en el contexto de un modelo de metas de inflación.

El esquema de metas de inflación puede considerarse como una estrategia óptima derivada de una función objetivo explícita de la autoridad monetaria, que en última instancia permitiría que la regla monetaria para la tasa de interés alcance simultáneamente el producto potencial de pleno empleo y la meta de inflación.¹⁶ La tasa de interés del banco central tendría que estar al nivel de la tasa natural o neutral.¹⁷ Tal y como se especifica el modelo de metas de inflación, el sector externo se incorpora a través de la inclusión del tipo de cambio.¹⁸ El papel del tipo de cambio se relaciona exclusivamente con el objetivo jerárquico de estabilidad de la inflación. Las variaciones en el tipo de cambio son un canal directo para la transmisión de la política monetaria. Por un lado, afectan el precio doméstico de los bienes importados finales y por ende el índice de precios. A su vez, el tipo de cambio afecta el costo de los bienes producidos internamente, a través del precio en moneda nacional de los insumos importados y vía salarios. También, las variaciones cambiarias actúan de manera indirecta reforzando el canal de transmisión de la demanda agregada ya que cambia la relación entre bienes domésticos e importados.

Aparte del efecto monetario, el tipo de cambio también puede tener un impacto en las condiciones financieras internas y externas. Este canal plantea importantes limitantes y dilemas a la política monetaria pero no está incorporado en el esquema de metas de inflación. El principal dilema que puede generar el tipo de cambio para la política monetaria es la coexistencia de estabilidad de precios con mayor fragilidad financiera. El efecto financiero del tipo de cambio se refiere al impacto en las hojas de balance derivados de apreciaciones o depreciaciones cambiarias. El cambio en las hojas de balance ocurre para los no residentes que invierten en moneda local como para los residentes que invierten en moneda extranjera. Una apreciación cambiaria se traduce, por una parte, en una presión a la baja de la tasa de inflación. Por otra parte, la apreciación cambiaria genera ganancias de capital para los no residentes que tienen sus inversiones en títulos valores en moneda local. La apreciación cambiaria incentiva mayores flujos de corto plazo, una mayor demanda de títulos en moneda local, lo cual redundará en un aumento en el precio de dichos títulos, y una disminución en su rendimiento.

De acuerdo a BIS (2019), este canal de transmisión es una de las principales razones que explica que el diferencial del rendimiento de los bonos externos del EMBI, la diferencia entre las tasas de interés que pagan los bonos denominados en dólares emitidos por países emergentes y los Bonos

¹⁶ Esto se conoce en la literatura como la coincidencia divina. Implica que los banqueros centrales solo tienen que preocuparse de la inflación y que esto garantiza que el nivel de producto se sitúe alrededor de su nivel potencial.

¹⁷ Para una crítica de la noción de la tasa natural y de las estimativas en la literatura reciente véase Levrero (2019).

¹⁸ El tipo de cambio nominal, y de manera más específica la desviación del tipo de cambio actual con respecto a su meta, puede incorporarse de manera directa en la función objetivo. También se puede suponer que entra en la función objetivo a través de su impacto en las brechas de inflación. Esto presupone que las autoridades actúan sólo cuando el efecto de las variaciones cambiarias se manifiesta en cambios en dicha brecha (De Gregorio, Tokman y Valdés, 2005). La primera alternativa, en principio, no tiene ventajas evidentes sobre la segunda, ya que puede plantear inconsistencias en el manejo de la política monetaria tanto en cuanto conlleva la presuposición que la autoridad monetaria tiene dos anclas nominales, el nivel de precios y de tipo de cambio.

del Tesoro de los Estados Unidos, considerados libres de riesgo, tiende a moverse de manera inversa con el tipo de cambio. Esto es, una apreciación cambiaria viene acompañada de una expectativa de mayor ganancia, una disminución en la percepción de riesgo y una mayor demanda de activos denominados en moneda local, con el consecuente aumento en su precio.¹⁹ La contraparte a nivel interno es un mayor endeudamiento en moneda local y una mayor expansión de la liquidez. A la vez, puede haber un aumento en la composición de la deuda ya que una apreciación cambiaria genera un contexto más favorable para la emisión de deuda en moneda extranjera por parte de los residentes. El consecuente aumento de los flujos financieros de corto plazo pone presión adicional a la apreciación cambiaria amplificando los mecanismos de transmisión aquí descritos.

Este escenario puede perfectamente dar lugar a un contexto de fragilidad financiera, para usar la expresión de Hyman Minsky. La fragilidad financiera se refiere a una situación en la que el mayor endeudamiento genera compromisos crecientes de pago que eventualmente superarán los flujos de ingresos. La fragilidad financiera es el resultado del funcionamiento de una economía en la que los préstamos y el endeudamiento tienen lugar sobre la base de una disminución en el tamaño de los márgenes de seguridad. El tamaño de los márgenes de seguridad determina si una estructura financiera es frágil o robusta y, a su vez, refleja la capacidad de los agentes económicos para absorber cambios en las condiciones de liquidez y endeudamiento sin enfrentar problemas de deuda. En una economía abierta el principal determinante de los márgenes de seguridad son las variaciones esperadas del tipo de cambio futuro, que a su vez depende de los rendimientos futuros esperados resultantes de mantener activos denominados en moneda nacional o extranjera (Eatwell y Taylor, 2000: p. 62). A su vez, las variaciones esperadas del tipo de cambio determinan el nivel de tipo de cambio spot.

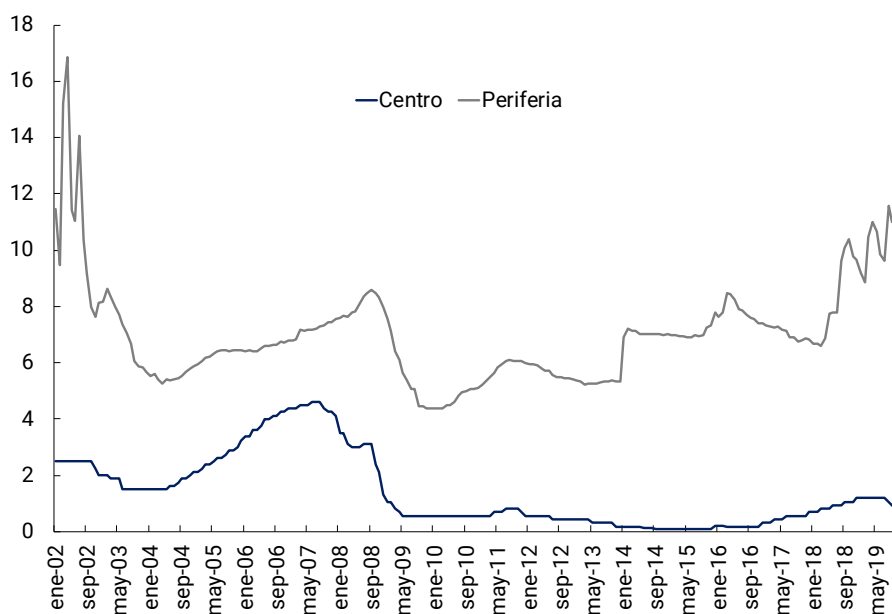
Una parte importante de las explicaciones del tipo de cambio y su relación con la política monetaria se articula alrededor de la noción de arbitraje ya sea en los mercados de activos, a través de los teoremas de paridad cubierta y descubierta de las tasas de interés, o en los mercados de bienes a través de la teoría del poder de paridad adquisitiva. Para que el arbitraje, que da lugar a estas relaciones, pueda cumplir con su función de igualar los retornos de activos expresados en distintas monedas y también permitir la cobertura de posiciones financieras, los activos en cuestión deben ser sustitutos cercanos. No obstante, la jerarquía de monedas entre países desarrollados y en desarrollo hace que la moneda particular, ya sean dólares de los Estados Unidos o la moneda de una economía de América Latina, en la cual se establecen los compromisos de pago, importa. Así, si las monedas de estos dos grupos de países no son sustitutos cercanos, tampoco lo son los activos en sus respectivas monedas.²⁰

¹⁹ El EMBI se basa en el comportamiento de la deuda externa emitida por cada país. A menor certeza de que un país cumplirá con sus obligaciones, más alto será su EMBI y viceversa. La tasa mínima que exigiría un inversionista para invertir en determinado país sería igual a la tasa de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos más su EMBI.

²⁰ En ese sentido, el espacio para la política contracíclica en el centro y en la periferia no es equivalente, en particular porque la restricción externa es financiera, y el país con la moneda hegemónica tiene ventajas extraordinarias. En realidad, las políticas contracíclicas también son posibles en los países periféricos, y en moneda doméstica no hay riesgo de default, como han notado los autores de la Teoría Moderna del Dinero (MMT, por sus siglas en inglés). Pero en la periferia hay que manejar la restricción externa, y no basta con tener un tipo de cambio flexible para evitar crisis externas (Ver Pérez-Caldentey y Vernengo, 2020).

Esto tiene tres importantes implicancias para la política monetaria. En primer lugar, el tipo de cambio futuro no depende de los fundamentos macroeconómicos. Puede perfectamente ser el resultado de un concurso de belleza como el aludido por Keynes en la Teoría General, que captura la idea de que la expectativa de un agente del precio de un activo depende de las expectativas del resto de los agentes. En segundo lugar, si no hay posibilidad de cobertura de posiciones financieras, los agentes económicos operan bajo condiciones de descalce de moneda lo cual aumenta la vulnerabilidad. En tercer lugar, los diferenciales de tasas de interés son condición necesaria pero no suficiente para determinar los flujos de capital, y de hecho los países periféricos han mantenido tasas más elevadas (ver el Gráfico 4). Esto implica que cualquier cambio en las circunstancias que conlleve la expectativa de una depreciación cambiaria puede dar lugar a un ciclo de salidas de flujos financieros, acompañado de depreciaciones cambiarias y un proceso de desapalancamiento que implica que para que la política monetaria tenga un efecto en el tipo de cambio, puede requerirse de cambios significativos y bruscos en las tasas de interés y no solamente de modificaciones marginales. As su vez, esto puede ser una fuente importante de inestabilidad.

Gráfico 4 | Tasas básicas reales de los bancos centrales en el centro^a y periferia^b (2002-2019)



^a Incluye la tasa del Federal Reserve de Estados Unidos y el Banco Central Europeo.

^b Incluye las tasas de Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, India, México, Malasia, Perú, Tailandia, y África del Sur.

Fuente: BIS y cálculos de los autores.

En estas circunstancias, mientras los bancos centrales en el centro se ven obligados a mantener las tasas de interés cercanas a cero, o incluso en niveles negativos, y a utilizar medidas no convencionales para garantizar tasas de interés bajas para la deuda pública, y permitir la expansión fiscal necesaria para manejar la corriente crisis del COVID-19, en los países periféricos las restricciones

impuestas a los bancos centrales son aún mayores.²¹ Más allá de las políticas no convencionales de los países avanzados, en la periferia, la acumulación de reservas internacionales, las intervenciones cambiarias, los controles de capitales y, en general, la política macro prudencial son complementos necesarios al uso de la tasa de interés para manejar la volatilidad de los flujos de capital, y la experiencia de los años 30, cuando se fundó el BCRA, bajo la conducción de Prebisch, vuelve a tener relevancia.²² De hecho varios bancos centrales de América Latina, incluyendo de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, adoptaron una serie de medidas monetarias convencionales y no convencionales para evitar los efectos desestabilizadores del COVID-19 (ver el Cuadro 2).

Cuadro 2 | Medidas adoptadas por el banco central de países seleccionados de América Latina para hacer frente a los efectos del COVID-19

Medida	Países
Aumento en la disponibilidad de liquidez	Brasil, Chile, Colombia, México y Perú
Compras de activos	Colombia y México (gobierno); Chile (sector financiero)
Intervenciones en el mercado cambiario	Brasil (spot); Brasil, Chile, Colombia y México (Swaps)
Regulaciones y normas prudenciales	Brasil, Colombia y México (reducción de encajes); Brasil, Chile, México y Perú (reducción de colchones de capital y liquidez)

Fuente: Aguilar y Cantú (2020)

6. Conclusión

Las tasas de interés bajas en el centro han obligado a repensar el papel de los bancos centrales. Muchos han visto en este desarrollo el fin de la efectividad de la política monetaria, una especie de vuelta de la Trampa de la Liquidez keynesiana, y la muerte del banco central. En realidad, ni hay trampa de liquidez, ni los bancos centrales han muerto. Ha muerto el banco central Victoriano, preocupado solo por la inflación, e independiente del Tesoro. En el centro los bancos centrales han vuelto, en alguna medida, a ser agentes fiscales del gobierno, la tarea para la cual en realidad fueron creados, y que también mantuvieron durante el largo período de la Gran Depresión a la aceleración inflacionaria de los años 70, incluido ahí el período de gran prosperidad de la llamada Era Dorada del Capitalismo, que fue el de la industrialización liderada por el estado en América Latina y buena parte de la periferia.

En la periferia el ciclo financiero global ha generado mayor volatilidad, y un incremento de las crisis externas soberanas, obligando a los bancos centrales a aumentar increíblemente las reservas de monedas convertibles, y a repensar el rol de los controles de capital, más allá de mantener por lo

²¹ La evidencia para América Latina muestra que al igual que otros países periféricos, los bancos centrales de México y Colombia dispusieron 12 billones de pesos colombianos (24/03/2020) y 100 mil millones de pesos mexicanos (21/04/2020) para la compra de activos gubernamentales para hacer frente a los efectos del COVID-19 (Harley y Rebucci, 2020).

²² Las reservas internacionales para América Latina y el Caribe aumentaron de US\$ 566 mil millones a US\$ 875 mil millones entre 2009 y 2020 (primer semestre). Las intervenciones cambiarias se concentran en el mercado spot aunque de manera creciente se han orientado hacia los derivados y tipo de cambio futuro. Algunos de los países de América Latina que han optado por este tipo de intervenciones incluyen a Brasil, Colombia, México y Perú (BIS, 2019).

general tasas de interés más elevadas que en el centro. En la ausencia de un régimen global que permita reducir la volatilidad de los flujos de capital y sus efectos sobre la economía doméstica, como en el período de Bretton Woods, los bancos centrales de la periferia tendrán que buscar marcos regulatorios y medidas políticas para estimular la acumulación de liquidez en monedas domésticas, ayudando a desarrollar un mercado de bonos menos vulnerable a los vaivenes de la economía global.

Referencias

- Abreu, M. P. y P. C. L. Souza (2011); "Palatable Foreign Control: British money doctors and central banking in South America, 1924-1935", Texto para Discussão, PUC-RJ, N° 597.
- Aguilar, A. y C. Cantú (2020); "Monetary policy response in emerging market economies: why was it different this time?", BIS Bulletin, N° 32, noviembre. <https://www.bis.org/publ/bisbull32.pdf>.
- Banco Mundial (2020); *Indicadores Mundiales de Desarrollo Económico*, Washington, D.C.: Banco Mundial.
- Bernanke, B., M. Kiley y J. Roberts (2019); "Monetary Policy Strategies for a Low-Rate Environment", *American Economic Association Papers and Proceedings*, 109, pp. 421-26.
- BIS (2019); "Monetary policy frameworks in EMEs: inflation targeting, the exchange rate and financial stability", BIS Annual Economic Report 2019, Basle: BIS. Disponible en <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2019e2.pdf>.
- BIS (2020); *Debt Statistics*, Basle: BIS.
- Blejer, M. (1983); "Liberalization and Stabilization Policies in the Southern Cone Countries: An Introduction", *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*, 25(4), pp. 431-444.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (1942); "Report of the American Technical Commission to Cuba", Federal Reserve Bulletin, agosto, pp. 774-801.
- Borio, C. y P. Disyatat (2011); "Global imbalances and the financial crisis: link or no link?", BIS Working Paper, N° 346.
- Boughton, J. M. (1998); "Harry Dexter White and the International Monetary Fund", *Finance & Development*, 35(3), disponible en <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1998/09/boughton.htm>.
- Boughton, J. M. (2001); *Silent Revolution: The International Monetary Fund, 1979-1989*. Washington, DC: IMF.
- Brenta, N. (2017); "Las coincidencias del pensamiento de John H. Williams y Raúl Prebisch acerca del orden económico internacional de posguerra", *América Latina en la historia económica*, 24(2), pp. 235-258.
- Calvo, G. (2016); *Macroeconomics in Times of Liquidity Crisis*, New York: MIT Press.
- Dalgaard, B. (1980); "Monetary reform, 1923-30: a prelude to Colombia's economic development", *The Journal of Economic History*, 40, N° 1, marzo.
- Diaz-Alejandro, C. F. (1979); "Southern Cone Stabilization Plans", Center Discussion Paper, N° 330, Yale University, Economic Growth Center.
- Della Paolera, G. y A. Taylor (2001); *Straining at the Anchor: The Argentine Currency Board and the Search for Macroeconomic Stability, 1880-1935*. Chicago: NBER and University of Chicago Press.
- Dosman, E. (2008); *The Life and Times of Raul Prebisch, 1901-1986*. Montreal y Londres: McGill-Queen's University Press.

Eatwell, J. y L. Taylor (2000); *Global Finance at Risk: The Case for International Regulation*, New York: The New Press.

Eichengreen, B. y M. Flandreau (2009); "The rise and fall of the dollar (or when did the dollar replace sterling as the leading reserve currency?)", *European Review of Economic History*, 13, pp. 377-411.

FMI (2020); *Estadísticas Internacionales Financieras*. Washington D.C.: FMI.

Ford, A. G. (1962); *The Gold Standard, 1880-1914: Britain and Argentina*. Oxford: Clarendon.

Fodor, J. y A. O'Connell (1973); "La Argentina y la Economía Atlántica en la Primera Mitad del Siglo XX", *Desarrollo Económico*, 13, pp. 3-65.

Glaser, E. (2003); "Chile's monetarist money doctors, 1850-1988", en *Money Doctors: The Experience of International Financial Advising 1850-2000*, M. Flandreau (ed.), Nueva York, Routledge, pp. 166-189.

Goodhart, C. A. E. (2011); "The Changing Role of Central Banks", *Financial History Review*, 18(2), pp. 135-154.

Harberler, G. (1947); "Comments on National Central Banking and the International Economy", *International Monetary Policies*, L. Metzler, R. Triffin y G. Haberler, Washington, D.C., Junta de Gobernadores de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Hartley, J. y A. Rebucci (2020); "An Event Study of COVID-19 Central Bank Quantitative Easing in Advanced and Emerging Economies", disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3607645> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3607645>, 22 de mayo.

Jácome, L. (2015); "Central banking in Latin America: from the gold standard to the golden years", IMF Working Papers, N° 15/60, Washington, D.C., FMI.

Kaldor, N. (1987); "The role of commodity prices in economic recovery", *World Development*, 15(5), pp. 551-558.

Kemmerer, E. (1927); "Economic advisory work for governments", *The American Economic Review*, vol. 17, N° 1, marzo.

Keynes, J. M. (1980); "Shaping the Post-War World: The Clearing Union", en *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. XXV, editado por D. Moggridge. Cambridge University Press: New York.

Laeven, L. y F. Valencia (2018); "Systemic Banking Crisis Revisited", IMF Working Paper, WP/18/206.

Levrero, S. (2019); "Estimates of the Natural Rate of Interest and the Stance of Monetary Policies: A Critical Assessment", INET Working Paper N° 88.

Medeiros, C. (2008); "Financial dependency and growth cycles in Latin American countries", *Journal of Post Keynesian Economics*, 31(1), pp. 79-99.

Nurske, R. (1944); *International Currency Experience. Lessons of the Inter-War Period*, Ginebra, Sociedad de las Naciones.

Pérez Caldentey, E. y M. Vernengo (2007); "A Tale of Two Monetary Reforms: Argentinean Convertibility in Historical Perspective", *Studi e Note di Economia*, XII (2), pp. 7-22.

Pérez Caldentey, E. y M. Vernengo (2014); "Heterodox Central Bankers: Eccles, Prebisch and Financial Reform in 1930s", en G. Epstein, T. Schlesinger y M. Vernengo (org.), *Monetary Policy and Financial Regulation*, Cheltenham: Edward Elgar.

Pérez Caldentey, E. y M. Vernengo (2019a); "Raúl Prebisch y su faceta de banquero central y doctor monetario: Textos publicados e inéditos en la década de 1940", *Revista de la CEPAL*, Suplemento Especial, N° 129: pp. 9-41.

Pérez Caldentey E. y M. Vernengo (2019b); "The Historical Evolution of Monetary Policy in Latin America", en: Battilossi S., Cassis Y., Yago K. (org.), *Handbook of the History of Money and Currency*. Berlin: Springer.

Pérez Caldentey, E. y M. Vernengo (2020); "Teoría moderna del dinero (MMT) en los trópicos: Finanzas funcionales en países en desarrollo", *Circus Revista Argentina de Economía*, N° 7, pp. 90-114.

Perry, N. y N. Cline (2016); "What caused the great inflation moderation in the US? A post-Keynesian view", *Review of Keynesian Economics*, 4(4), pp. 475-502.

Portantiero, J. C. (1999); *Juan B. Justo: Un fundador de la Argentina moderna*, Fondo de Cultura Económica: Buenos Aires.

Prebich, R. (1991a); "La política monetaria interna", *Raúl Prebisch: Obras. 1919-1948*, vol. III, Buenos Aires, Fundación Raúl Prebisch.

Prebich, R. (1991b); "Lineamientos de una política monetaria nacional", *Raúl Prebisch: Obras. 1919-1948*, vol. III, Buenos Aires, Fundación Raúl Prebisch.

Scalabrini Ortiz, R. (1935); "El Banco Central", en *Yrigoyen y Perón*, Buenos Aires: Lancelot, 2009.

Seidel, R. N. (1972); "American Reformers Abroad: The Kemmerer Missions in South America, 1923-1931", *Journal of Economic History*, 32, pp. 520-545.

Sember, F. (2018); "Challenging a Money Doctor: Raúl Prebisch vs Sir Otto Niemeyer on the Creation of the Argentine Central Bank", *Research in the History of Economic Thought and Methodology*, Vol. 36C, pp. 55-79.

Sember, F. y M. Vernengo (2018); "El Banco Central como Caja de Conversión, 1991-2002: En Tiempos de Convertibilidad", en M. Rougier y F. Sember (org.), *Historia Necesaria del Banco Central de la República Argentina: Entre la Búsqueda de la Estabilidad y la Promoción del Desarrollo*, Buenos Aires: Lenguaje Claro.

Skidelsky, R. (2009); *Keynes: The Return of the Master*, New York: Public Affairs.

Stansbury, A. y L. Summers (2020); "The Declining Worker Power Hypothesis: An Explanation for the Recent Evolution of the American Economy", NBER Working Paper N° 27193.

Taylor, L. (1988); *Varieties of Stabilization Experiences*, Oxford: Oxford University Press.

Triffin, R. (1944); "Central banking and monetary management in Latin America", *Economic Problems of Latin America*, S. Harris (ed.), Nueva York, McGraw-Hill.

Triffin, R. (1946a); "La Política Monetaria y el Equilibrio Internacional. Memoria". Primera Reunión de Técnicos sobre Problemas de Banca Central del Continente Americano. Ciudad de México, 15 al 30 de agosto de 1946.

Triffin, R. (1946b); *Monetary and Banking Reform in Paraguay*, Washington, D.C., Junta de Gobernadores de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Triffin, R. (1947); "National central banking and the international economy", *International Monetary Policies, Post War Economic Studies*, N° 7, L. Metzler, R. Triffin y G. Haberler, Washington, D.C., Junta de Gobernadores de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Triffin, R. (1981); "An economist's career: what? why? how?", *PSL Quarterly Review*, Vol. 34, N° 138.

The Economist (1907); 6 de abril, p. 583.

Vernengo, M. (2006a); "Money and Inflation", en P. Arestis y M. Sawyer (org.), *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, Cheltenham: Edward Elgar.

Vernengo, M. (2006b); "Technology, Finance, and Dependency: Latin American Radical Political Economy in Retrospect", *Review of Radical Political Economics*, 38(4), pp. 551-568.

Williams, J. H. (1920); *Argentine international trade under inconvertible paper money, 1880-1900*. Cambridge: Harvard University Press.