

Revista de la CEPAL

Secretario Ejecutivo
Gert Rosenthal

Secretario Ejecutivo Adjunto
Carlos Massad

Director de la Revista
Anibal Pinto

Secretario Técnico
Eugenio Lahera



NACIONES UNIDAS
COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE
SANTIAGO DE CHILE, DICIEMBRE DE 1992

SUMARIO

En busca de otra modalidad de desarrollo. <i>Pedro Sáinz y Alfredo Calcagno.</i>	7
El nuevo orden industrial internacional. <i>Michael Mortimore.</i>	41
La inversión europea en América Latina: un panorama. <i>Juan Alberto Fuentes.</i>	65
Una evaluación del comercio intraindustrial en la región. <i>Renato Baumann.</i>	87
Políticas industriales en Centroamérica. <i>Larry Willmore.</i>	101
Participación y medio ambiente. <i>Tonci Tomic.</i>	113
Una opción de financiamiento para la provisión de agua y servicios sanitarios. <i>Terence Lee y Andrei Jouravlev.</i>	123
¿Pensar lo social sin planificación ni revolución? <i>Martín Hopenhayn.</i>	137
Crecimiento y distribución del ingreso en países de mediano desarrollo. <i>Eduardo Sarmiento.</i>	149
Política monetaria con apertura de la cuenta de capitales. <i>Roberto Zahler.</i>	165
Orientaciones para los colaboradores de la <i>Revista de la CEPAL.</i>	175
Publicaciones recientes de la <i>CEPAL.</i>	177

Política monetaria con apertura de la cuenta de capitales

*Roberto Zahler**

Este artículo analiza algunas de las complicaciones que enfrenta la autoridad monetaria cuando opera en un contexto de movilidad internacional de capitales y examina específicamente el conflicto que surge entre dos objetivos de la política monetaria: el control inflacionario y la estabilidad del tipo de cambio.

Hay consenso en que el principal objetivo de un Banco Central es el de controlar la inflación. La manera de organizarse y de hacer política monetaria de los institutos emisores en los distintos países del mundo se basa, en gran medida, en la búsqueda de la mejor manera de lograrlo. Sin embargo, a pesar de la preeminencia de este objetivo sobre otros, sería exagerado suponer que la única finalidad del Banco Central es la estabilidad de precios. En efecto, a las autoridades monetarias se les suele asignar también otros objetivos, entre los cuales destaca la estabilidad del tipo de cambio, y se hallan además los de contribuir al logro de una tasa de crecimiento alta y sostenible en el tiempo, y asegurar la solvencia del sistema financiero y el normal desenvolvimiento de los pagos internos y externos. Evidentemente, estos propósitos no son independientes del objetivo antiinflacionario y también tienen relaciones recíprocas entre sí. De allí que el estudio de la política monetaria sea un campo de investigación fértil, ya que aún no hay respuestas acabadas para muchas de las preguntas claves que de él surgen.

En el artículo no se pretende hacer un análisis exhaustivo, sino más bien entregar algunas ideas y sugerencias para la evaluación de opciones de política de los banqueros centrales con miras a estimular un estudio más profundo del tema.

* Presidente del Banco Central de Chile. Este artículo se basa en una presentación realizada en la LIV Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de América Latina y España (San Salvador, 5 de mayo de 1992). El autor agradece a Rodrigo Vergara su valiosa colaboración en la preparación de este trabajo.

I

Política monetaria en ausencia de movilidad internacional de capitales

Previo a analizar el tema central de este artículo, es decir, las características y restricciones de la política monetaria en un contexto de apertura de la cuenta de capitales, es importante desde el punto de vista metodológico hacer algunas referencias a la política monetaria en ausencia de dicha apertura. De esta manera, se facilita la comprensión de las principales dificultades que surgen cuando un país abre su economía a los mercados internacionales de capital.

Como es sabido, para reducir la inflación es preciso que en el largo plazo los bancos centrales mantengan un estricto control sobre el crecimiento de los agregados monetarios. Sin embargo, la situación se complica debido a la inestabilidad que suele presentar la demanda de dinero. Una demanda de dinero inestable lleva a que una política monetaria orientada a establecer metas rígidas de crecimiento de los agregados monetarios en el corto plazo induzca a grandes fluctuaciones en la tasa de interés, afectando la inversión y el nivel de actividad. Es, justamente, la inestabilidad de corto plazo que ha exhibido la demanda de dinero en diversos países durante la última década, la que ha provocado una tendencia generalizada a utilizar una estrategia de política monetaria basada en metas de tasas de interés.

La inestabilidad de la demanda de dinero ha sido atribuida a factores como las innovaciones tecnológicas en el mercado financiero, la desregulación de dicho mercado desde fines de los años setenta (Goldfeld, 1976; Judd y Scadding, 1982), y una alta volatilidad de la tasa de inflación en el corto plazo que se traduce en cambios bruscos en el costo de mantener dinero.¹

En una política monetaria basada en metas de tasas de interés, éstas se guían considerando el equilibrio interno (una tasa deseada de inflación) y los agregados monetarios pasan a ser

¹ En rigor, esta última situación dice relación con la inestabilidad en uno de los argumentos de la función de demanda de dinero y no de la función misma.

básicamente endógenos.² En este caso, las cifras monetarias no constituyen una meta intermedia, sino un indicador de política monetaria. Es decir, la evolución del dinero en el corto plazo no es una meta en sí misma, pero un crecimiento muy elevado de éste puede ser un indicio, incluso una luz de alerta, de que la demanda agregada está creciendo muy rápidamente y, por lo tanto, se corre el riesgo de sobrepasar la meta inflacionaria.

En este contexto, la autoridad monetaria puede contrarrestar las presiones inflacionarias induciendo un incremento de las tasas de interés de mercado a través de un aumento de la tasa de redescuento o de la tasa de interés aplicable a las operaciones de mercado abierto. Al subir la tasa de interés se desestimula el gasto tanto en bienes de consumo como de inversión, con lo que las

presiones inflacionarias ceden. En caso de que la economía muestre signos de debilitamiento y no haya presiones inflacionarias, se utiliza el mismo mecanismo, pero con signo opuesto; es decir, mediante una disminución en las tasas de interés.

Finalmente, debe mencionarse que, en la práctica, luego de los experimentos monetaristas de principios de los años ochenta y debido a los indicios cada vez más abundantes de que no hay una relación estable entre dinero e ingreso nominal, la mayor parte de los países cambió políticas monetarias basadas en metas de agregados monetarios por políticas monetarias basadas en metas de tasas de interés.³ Chile no ha sido una excepción. La gran inestabilidad que presenta su demanda de dinero en el corto plazo ha hecho recomendable una política monetaria basada en dichas tasas⁴.

II

Política monetaria con movilidad internacional de capitales

1. Algunas reflexiones en torno a los beneficios y costos de abrir la cuenta de capitales

La apertura de la cuenta de capitales plantea un dilema de política a la autoridad monetaria. Para comprenderlo mejor, es conveniente comenzar por discutir brevemente los beneficios y costos de dicha apertura. En lo que sigue, se supone que la apertura produce una entrada neta de capitales, es decir, que la tasa de interés interna, ajustada por las expectativas de devaluación y por el riesgo de invertir en el país en cuestión (riesgo-país), es superior a la externa. La razón de este supuesto se basa en la experiencia chilena, en la de otros países de América Latina y en la de países europeos como España y Portugal, entre otros, en los últimos años.

² La literatura sobre la forma óptima de hacer política monetaria tiene su origen, al menos en forma rigurosa, en un conocido artículo de Poole (1970). A partir de entonces aparece una nutrida literatura, sobre el tema, en la que destacan artículos como los de B. Friedman (1975 y 1988), Sargent y Wallace (1975), y McCallum (1981, 1985, 1988 y 1990).

³ En rigor, sería inexacto sostener que la política monetaria seguida por la mayor parte de los países es estrictamente una política de tasas de interés. Es más exacto decir que el énfasis, al menos en el corto plazo, ha cambiado desde el

En un modelo estático y sin imperfecciones en los mercados, la apertura de la cuenta de capitales resulta ampliamente beneficiosa, ya que per-

control de agregados monetarios hacia metas de tasas de interés. Un buen resumen de la forma como se hace política monetaria en el grupo de los principales países industrializados se encuentra en Batten, Blackwell, Nocera y Ozeki (1989).

⁴ Una de las principales críticas que se hace a la política monetaria basada en metas de tasas de interés es la de que al no existir un "ancla" nominal se produciría la indeterminación del nivel de precios. Este resultado se prueba rigurosamente en un conocido artículo de Sargent y Wallace (1975). La idea central es que, dado que la oferta de dinero responde pasivamente a la demanda del mismo, cualquier expectativa de inflación será validada por la autoridad. Así, si la expectativa de inflación aumenta, los agentes privados actuarán conforme a esta nueva expectativa y el banco central proveerá la mayor cantidad nominal de dinero demandada por los agentes, validando así la mayor expectativa de inflación. McCallum (1981) disputa este resultado, argumentando que es válido sólo si la tasa de interés se fija aleatoriamente, como lo suponen Sargent y Wallace. Si la tasa de interés se fija a base de algún criterio específico, entonces la indeterminación desaparece. En términos rigurosos, si hay una regla para la tasa de interés se estaría introduciendo una nueva ecuación al sistema, lo que le daría a éste una solución única. En el caso chileno, por ejemplo, la meta de tasa de interés se fija en base al equilibrio macroeconómico interno, lo que se traduciría, según lo anterior, en una tasa de inflación determinada.

mite diversificar el riesgo y financiar una mayor inversión, a la vez que reemplaza ahorro interno relativamente caro por ahorro externo más barato. En otras palabras, se produce una mejora de eficiencia en la asignación de los recursos de ahorro e inversión. El problema, con este enfoque, es que no considera los costos asociados al período de transición (que puede ser bastante largo) entre lo que sería un equilibrio con apertura de la cuenta de capitales, y uno sin ella. Estos costos, que se analizan a continuación, sugieren que aunque es deseable tender hacia una apertura de la cuenta de capitales, es necesario ser prudente respecto a la modalidad específica y a la velocidad con que este proceso se lleva a cabo, siendo una apertura gradual lo que parece más razonable. La experiencia de una serie de países de América Latina a comienzos de los años ochenta es ilustrativa al respecto. En efecto, las crisis de deuda externa e interna estuvieron, en muchos casos, asociadas a aperturas indiscriminadas al endeudamiento externo. La generalidad de los países de la Comunidad Económica Europea, por otro lado, se decidieron por la apertura gradual de sus mercados de capitales, esto es, se han dado plazos holgados antes de llegar a una apertura total.

Al abrirse la cuenta de capitales, la tasa de interés interna tiende a bajar a los niveles de la tasa de interés internacional.⁵ Esto eleva la inversión y reduce el ahorro interno, lo que se ve reflejado en un mayor déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Dependiendo de la diferencia entre las tasas de interés interna y externa antes de la apertura y de las sensibilidades del ahorro y la inversión a la variación de la tasa de interés, este déficit en cuenta corriente será mayor o menor. El problema es que si la apertura es muy precipitada y se produce una masiva entrada de capitales, el déficit en cuenta corriente puede alcanzar proporciones insostenibles en el mediano plazo. Si esto es así, más temprano que tarde el riesgo (riesgo-país) o las expectativas de devaluación de la moneda local se incrementarán, y el flujo de capitales se revertirá, teniendo como consecuencia principal una severa recesión. En síntesis, la autoridad debe velar porque la apertura de la cuenta de capitales no se traduzca

⁵ En el apartado 2 se examina más rigurosamente la relación de arbitraje entre las tasas internas y externas, al incluir las expectativas de devaluación y el riesgo-país.

en un déficit en cuenta corriente que sea insostenible en el mediano plazo, pues ello finalmente no sólo tiene consecuencias negativas para la actividad real (cuando se detiene la entrada neta de capitales), sino que suele producir una sobrerreacción en contra de la política de apertura, que termina revirtiendo dicho proceso. Así, es muy probable que si la apertura financiera se lleva a cabo en forma demasiado acelerada, el resultado final sea justamente contrario al objetivo deseado, es decir, se llegue a una economía aún más cerrada en la cuenta de capitales.

La afirmación de que al abrirse la cuenta de capitales tienden a igualarse las tasas de interés interna y externa, suele no considerar el carácter más o menos transable de los distintos activos internos, financieros y reales, ni los efectos del hecho de que en ausencia de un incremento fuerte y generalizado de la inversión, dicha "igualdad" puede requerir de abruptos cambios de precios internos.⁶ En términos muy resumidos, una entrada masiva de capitales también produce presiones al alza sobre el precio de los activos internos. No es extraño comprobar que el primer síntoma de un país que empieza a recibir flujos importantes de divisas provenientes de una fuerte entrada de capitales sea el alza del precio de las propiedades, de la tierra y de las acciones. Esto produce un efecto riqueza que incentiva aún más el consumo, incrementando el déficit en cuenta corriente y, por lo tanto, la probabilidad de tener que enfrentar problemas de balanza de pagos en el futuro.

Es evidente que hay que calificar algunos de los argumentos anteriores. Así, por ejemplo, es menor la probabilidad de una crisis futura de balanza de pagos si la sensibilidad del ahorro a la tasa de interés es muy baja y no se produce el efecto riqueza recién mencionado. En este caso, el ahorro interno se vería mínimamente afectado, y disminuiría la posibilidad de un desequilibrio mayor en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Así, sería deseable que junto con el proceso de apertura, se dieran incentivos para elevar el ahorro interno. Asimismo, si la entrada de capitales, además de complementar el ahorro interno, se reflejara en aumentos de la capacidad productiva orientada principalmente a sectores

⁶ Véase una elaboración rigurosa de este punto en Zahler y Valdivia (1987).

productores de bienes transables internacionalmente, el país se estaría cubriendo ante potenciales disminuciones en la entrada de capitales, por lo que disminuiría la probabilidad de enfrentar futuros problemas de balanza de pagos.

Es necesario recalcar que los argumentos mencionados no descalifican la apertura de la cuenta de capitales. Por el contrario, si bien es deseable una creciente y decidida inserción del país en los mercados financieros internacionales, es crucial, sin embargo, tener claro que el éxito del proceso depende, en buena medida, de que no se generen mayores trastornos para la economía nacional, por lo que la apertura financiera debe ser llevada a cabo en forma cuidadosa y gradual.

2. Política monetaria

El grado de apertura del país al flujo internacional de capitales produce una disminución en la capacidad de la autoridad monetaria para controlar las tasas de interés y, a través de éstas frenar un exceso de gasto. En efecto, si la tasa de interés interna (definida como aquella que produce un gasto interno compatible con la meta inflacionaria) es superior a la externa, entonces habrá una entrada de capitales que introducirá mayor liquidez en la economía y hará caer la tasa de interés, y se incrementará el gasto, con lo que se correrá el riesgo de no cumplir con el objetivo antiinflacionario. Además, la entrada de capitales produce una caída en el tipo de cambio real, que incentiva un mayor déficit en cuenta corriente (el que, a su vez, es la contrapartida de la entrada de capitales). Es claro que, con el fin de mantener el control sobre la inflación, la autoridad puede evitar que la tasa de interés baje, esterilizando el efecto monetario de la entrada de divisas; para ello debe estar dispuesta a adquirir divisas masivamente, o bien a dejar caer el tipo de cambio real. Evidentemente, también se puede optar por una combinación de esterilización y apreciación. De tomarse esta última opción, cabe tener presente que ajustar muy gradualmente el tipo de cambio puede generar expectativas de revaluación. Tal como se discute más adelante, éstas tienden a agravar aún más el problema.

Antes de continuar, es necesario hacer explícita la relación existente entre el arbitraje de tasas de interés y el flujo de capitales. Para hacerlo es

útil presentar la relación de arbitraje en términos matemáticos:

$$i = i^* + E_t(\text{dev}) + p \quad (1)$$

donde i es la tasa nominal de interés interna, i^* la tasa externa, $E_t(\text{dev})$ las expectativas de devaluación en términos porcentuales en el período t , y p una medida del riesgo-país. La misma ecuación expresada en términos reales es:

$$r = r^* + E_t(\text{dep}) + p \quad (2)$$

donde r representa la tasa de interés real interna, r^* la tasa de interés real internacional, y $E_t(\text{dep})$ las expectativas de depreciación real de la moneda nacional.

Entrarán capitales desde el exterior si la tasa de interés interna es superior a la externa ajustada por las expectativas de devaluación y por el riesgo-país: es decir, si el valor del lado izquierdo de las ecuaciones anteriores es mayor que el del lado derecho. En otras palabras, entrarán capitales si la rentabilidad financiera esperada, ajustada por el riesgo de invertir en el país en cuestión, es superior a la rentabilidad esperada de invertir en el país de donde provienen los capitales. La combinación de un alza en la tasa de interés interna, un menor riesgo-país, una baja en la tasa de interés internacional o expectativas de revaluación de la moneda (por mejoras en las cuentas externas, o porque se estima que se usará el tipo de cambio como instrumento antiinflacionario, por ejemplo), tienen un efecto positivo en la entrada de capitales, puesto que se incrementa la rentabilidad de invertir en dicho país.

Es fácil vislumbrar entonces el dilema de política que enfrenta el banquero central que por un lado tiene un objetivo antiinflacionario y, por el otro, también un objetivo de tipo de cambio real. Si la tasa de interés consistente con el objetivo antiinflacionario es superior a la internacional, entonces la entrada de capitales hará caer el tipo de cambio real, vulnerándose este objetivo. Si se deja caer la tasa de interés interna entonces se vulnerarán ambos objetivos, puesto que el mayor gasto inducido por las menores tasas de interés presionará sobre los precios, a la vez que hará caer el tipo de cambio real.

Cabría preguntarse: ¿por qué preocuparse del tipo de cambio real?, ¿por qué no dejar que éste

simplemente baje hasta llegar a un nivel tal que las expectativas de devaluación o el aumento del riesgo-país sean suficientes para contrarrestar la diferencia entre las tasas de interés internas y las externas? La respuesta tiene que ver con la naturaleza de las fuerzas que están induciendo el ingreso de capitales y, por lo tanto, la caída del tipo de cambio real. Si se tratara de fuerzas estructurales —como una mejora permanente en las cuentas comerciales externas, un cambio de tendencia en la inversión externa directa en el país, o un mayor acceso, más estable y sostenido, a los mercados de capitales internacionales (debido, por ejemplo, a un cambio político)—, entonces no tendría sentido aferrarse a un tipo de cambio real más alto que el del nuevo equilibrio. Sin embargo, si las fuerzas que estimulan la entrada de recursos externos, con la consecuente caída del tipo de cambio real, son de carácter transitorio, entonces el análisis cambia. En efecto, la volatilidad de un precio clave como el tipo de cambio real suele tener efectos adversos sobre la inflación, los flujos de comercio y la inversión, debido a que causa incertidumbre. Una menor inversión y más bajo nivel de comercio, a su vez, afectan negativamente el crecimiento de la economía en su conjunto. Por esto, es preferible suavizar aquellos movimientos en el tipo de cambio real que, por su carácter de transitorios, se revertirán en el futuro cercano. Para apoyar esta conclusión se debe destacar que hay abundante evidencia empírica respecto a los efectos negativos de la volatilidad del tipo de cambio en la inversión.⁷ En todo caso, es claro que mientras mayor sea el desarrollo del mercado de capitales en cuanto a instrumentos de cobertura de riesgos (opciones, futuros, créditos recíprocos) menor será el papel del Banco Central en la estabilización del tipo de cambio. En efecto, la existencia de estos instrumentos permite que los propios agentes privados se cubran ante fluctuaciones inesperadas del valor de la divisa.

En este punto, cabe destacar también la importancia de las elasticidades de las cuentas externas (exportaciones e importaciones) al tipo de cambio real. En países donde la mayor parte de las exportaciones son materias primas y las importaciones corresponden a bienes de capital, es probable que la elasticidad de la balanza comercial al tipo de cambio real sea relativamente pe-

queña. En este sentido es posible que la entrada de capitales requiera una caída muy brusca del tipo de cambio real para eliminar el exceso de divisas. Si esto es así, mayor será la inestabilidad del tipo de cambio y mayores los efectos negativos sobre la actividad real.

Desde una perspectiva macroeconómica, las consecuencias que puede tener una afluencia “excesiva” de capitales sobre el nivel del tipo de cambio real son incluso más importantes que aquellas derivadas de una mayor volatilidad de éste. En efecto, si el tipo de cambio se mantiene bajo el equilibrio por un tiempo demasiado prolongado, se producen al menos dos tipos de efectos no deseados. En primer lugar, se corre el riesgo de afectar negativamente al sector transable de la economía. Bien es sabido que gran parte de las economías exitosas en los últimos años (especialmente las economías pequeñas) han basado su desarrollo en el dinamismo del sector exportador. Este ha sido el sector que ha liderado el avance y las innovaciones tecnológicas en dichos países y, por lo tanto, se ha constituido en un pilar fundamental del crecimiento. Un tipo de cambio apreciado por un período largo puede traducirse en la quiebra de empresas y en un desincentivo a la inversión en dicho sector, con el consecuente efecto negativo sobre el desarrollo. En segundo lugar, tal como se mencionó anteriormente, tarde o temprano el valor de la divisa deberá volver a su nivel de equilibrio de largo plazo (o incluso superar ese valor por algún tiempo), lo que ejercerá presiones sobre los precios, arriesgando así la meta de control de la inflación.

Conviene detenerse brevemente a reflexionar sobre la naturaleza de las desviaciones del tipo de cambio de corto plazo de su nivel permanente o de largo plazo. Ya vimos que esto es lo que justifica la intervención de la autoridad, pero ¿por qué se puede equivocar el mercado en determinar cuál es el tipo de cambio de largo plazo? Si éste es superior al de corto plazo ¿por qué los especuladores no adquieren divisas esperando que el tipo de cambio suba? Esta intervención de los especuladores tendría un efecto estabilizador deseado, ya que haría subir el tipo de cambio al contado. Hay al menos dos respuestas para estas interrogantes. En primer lugar, se podría argumentar que el mercado tiene menos información que la autoridad. El Banco Central tiene proyecciones más informadas de balanza de pagos y de

⁷ Véase en Servén y Solimano (1992) una síntesis de lo que se ha escrito sobre el tema.

flujos de capitales, y lo que es más importante, tiene certeza sobre su función objetivo, es decir, sobre lo que va a hacer en el futuro. Estas proyecciones le permiten tener una visión más exacta de cuál es el tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo. En segundo lugar, el horizonte de planeación del especulador es bastante corto. El puede estimar que el tipo de cambio va a subir dentro de un año, pero lo que le interesa es lo que suceda durante el próximo mes o en las próximas semanas. En este sentido, ante una diferencia en las tasas de interés, seguirán ingresando al país capitales de corto plazo, con las consiguientes presiones hacia una apreciación de la moneda en el futuro inmediato. Este caso es asimilable al de una "burbuja" especulativa. El valor de los activos internos es transitoriamente mayor a su valor de fundamento. El especulador lo sabe, pero sólo le interesa que durante el período que dure su especulación dicha burbuja no estalle.

Si bien es efectivo que la autoridad puede tener mayor información que el mercado, también es cierto que su información es limitada. En este sentido, aferrarse a un tipo de cambio único puede ser peligroso. Así, la utilización de bandas cambiarias centradas en un tipo de cambio de referencia, al estilo de las utilizadas en el Sistema Monetario Europeo, puede resultar conveniente.

Si es deseable evitar fluctuaciones transitorias en el tipo de cambio real, la pregunta que sigue es: ¿cómo hacerlo sin comprometer el objetivo inflacionario? Una primera opción sería pensar en mayor ahorro interno. Un mayor nivel de ahorro hace viable una tasa de interés más baja, lo que desalienta la entrada de capitales, evitando así la revaluación de la moneda. Aunque la alternativa de aumentar el ahorro es ciertamente atractiva y se debe hacer lo posible por implementarla, es también necesario ser realista. El ahorro privado suele ser lento en responder, y por lo tanto es difícil basarse en él para atenuar fluctuaciones transitorias del tipo de cambio. El ahorro público puede ser una herramienta más adecuada, aunque muchas veces tampoco es fácil cambiar un presupuesto una vez que ha pasado el trámite legislativo. Además, muchas partidas presupuestarias son bastante inflexibles, al menos en el corto plazo. Tampoco es claro que sea adecuado alterar la política de gasto fiscal sobre la base de fenómenos transitorios. Por otro lado, el esfuerzo de ahorro fiscal necesario para soste-

ner unos puntos de tipo de cambio real puede estar fuera de lo que es política y económicamente factible. Por último, y dado que estamos hablando de bancos centrales, es claro que una medida de ahorro fiscal no es resorte de la autoridad monetaria. En todo caso, debe destacarse que si de alguna manera se logra fomentar el ahorro nacional (privado o público), el tipo de cambio real de equilibrio será más alto, no sólo en el corto plazo, sino también en el largo plazo (o al menos mientras dure la mayor tasa de ahorro). En este sentido, una política destinada a incrementar el ahorro tiene efectos positivos sobre el manejo de la política monetaria, pues permite mayor discrecionalidad en el manejo de las tasas de interés (y, por lo tanto, de la demanda agregada interna) sin que esto se traduzca en fuertes fluctuaciones en el tipo de cambio real.

Otra de las opciones que suele mencionarse es la disminución de aranceles, de modo de incrementar la demanda de importaciones. Pero la política arancelaria debe ser aplicada sobre la base de una estrategia comercial, tributaria y de desarrollo de largo plazo, y no a partir de situaciones coyunturales. No es que se esté negando la importancia de los aranceles bajos en cuanto a sus beneficios sobre la asignación de recursos y el crecimiento del país; sólo se está dudando de que modificar la política arancelaria para hacer frente a una abundancia transitoria de divisas sea la medida óptima. Algo similar ocurre con las proposiciones orientadas a acelerar la apertura de la cuenta de capitales, de modo de facilitar la salida de divisas. Aquí, se suele olvidar que el grado y la velocidad de dicha apertura deben estar guiados por consideraciones de estrategia de desarrollo y de eficiencia microeconómica (por ejemplo, de diversificación de riesgo) y no por fenómenos transitorios. De otro lado, cabe destacar que una mayor libertad para la salida de capitales con el fin de hacer frente a un exceso de divisas trae consigo mayor seguridad para la entrada de financiamiento externo, por lo que el efecto neto que una mayor apertura financiera tiene sobre el mercado cambiario es incierto.

Otra alternativa es la de que el Banco Central compre las divisas que ingresen al país y esterilice su efecto monetario mediante la colocación de deuda interna. De hecho, ésta es la forma más natural de actuar frente a un fenómeno transitorio de ingreso de capitales. Sin embargo, la situación

se complica si los montos involucrados son importantes y si la entrada de capitales se prolonga más allá de lo proyectado inicialmente. De ser así, esta intervención puede tener un costo patrimonial importante para el instituto emisor. Esto se debe a que el Banco Central invierte las divisas obtenidas a la tasa de captación internacional, la que es, por definición del problema al cual nos estamos refiriendo, menor que la tasa a la cual puede colocar su deuda interna: en otras palabras, capta dinero a un costo superior a la rentabilidad obtenida por dichos fondos. Estas pérdidas, que contribuyen al denominado déficit cuasifiscal, corresponden a un desahorro del sector público mirado en conjunto, lo que implica mayor gasto interno con sus correspondientes presiones inflacionarias. Además, si la pérdida del instituto emisor es importante, puede llegar a comprometer su política monetaria en el futuro, cuando deba servir las deudas contraídas. Si la deuda interna del Banco Central llegara a ser tan alta como para poner en duda su solvencia, éste sería incapaz de colocar más deuda no monetaria. En ese momento sólo quedarían dos opciones: apoyo fiscal o mayor inflación.

El problema para el Banco Central se acentúa cuando además hay expectativas de revaluación. Al intervenir en el mercado comprando divisas el instituto emisor impide que el tipo de cambio disminuya. Sin embargo, si la situación se prolonga o si se percibe alguna probabilidad de que se está frente a cambios permanentes en relación con el tipo de cambio de equilibrio, entonces habrá expectativas de revaluación. Estas expectativas inclinan aún más la balanza del arbitraje hacia el mayor ingreso de capitales, ya que una revaluación esperada disminuye el costo esperado de endeudarse en el exterior, lo que incentiva la entrada de capitales. Además, disminuye el manejo que el Banco Central pueda tener sobre las tasas de interés y con ello sobre la inflación. En efecto, si se estima, por ejemplo, que hay un exceso de gasto, la política natural sería la de subir las tasas de interés. Sin embargo, esto estimulará aún más la entrada de capitales. Una baja en las tasas de interés, por otro lado, si bien ayuda en el problema del arbitraje, acentúa la presión inflacionaria interna. En esencia, el problema del Banco Central al abrirse la cuenta de capitales es el de compatibilizar dos objetivos: el control de la inflación y la mantención de un tipo de cambio real dentro de un rango determinado.

Tal como se aprecia, se trata de una situación compleja. El Banco Central ve disminuir su manejo sobre la política monetaria, a la vez que puede acumular reservas por montos más allá de los deseados, con el fin de sostener el tipo de cambio real. Ya se dijo que, dado lo transitorio⁸ de la situación, no es deseable permitir que el tipo de cambio disminuya hasta desincentivar totalmente la entrada de capitales. Sin embargo, tampoco es deseable perder el control sobre la política monetaria en el corto plazo. Por esto, los países que han enfrentado esta situación han utilizado una serie de medidas para desestimular la afluencia de capitales de corto plazo -motivados esencialmente por diferencias de tasas de interés- y de esta manera aumentar el control sobre la política monetaria.

Tales medidas buscan homogeneizar el costo del crédito para todos los agentes económicos, lo que implica incrementar el costo de endeudarse en moneda extranjera de modo de desestimular la entrada de capitales. Las más típicas son los impuestos o encajes a las fuentes de financiamiento en moneda extranjera. Al incrementarse el costo del financiamiento externo, disminuye la diferencia entre la tasa de interés interna y externa, lo que frena la entrada de capitales. De esta manera, se introduce una cuña entre ambas tasas de interés, la que da un rango de manejo de la política monetaria sin sacrificar el objetivo del tipo de cambio. En términos de la ecuación de arbitraje:

$$i = i^*(1 + t) + E_t(\text{dev}) + p \quad (3)$$

donde t representa la tasa de encaje al financiamiento externo.

Cabe destacar que los encajes a los créditos externos, al aumentar la tasa de interés internacional relevante para los agentes internos, tienden a equiparar la tasa externa con la tasa de interés interna. Se recupera así el control sobre la política monetaria y, con ello, sobre la inflación. En

⁸ Evidentemente, discriminar entre cambios transitorios y permanentes no es fácil, lo que suele complicar la situación. En efecto, si el banco central estima que se trata de un evento transitorio deberá defender el tipo de cambio. Sin embargo, si el mercado le asigna alguna probabilidad significativa de que sea permanente, especulará a favor de una revaluación lo que, como ya se mencionó, dificulta aún más el manejo monetario.

efecto, tal como se mencionó anteriormente, si se permite la libre entrada de capitales se estaría validando la tasa de interés internacional para la economía interna. Sin embargo, esta tasa de interés puede no ser consistente con el objetivo inflacionario, si implica un crecimiento del consumo y la inversión que van más allá del crecimiento de la oferta agregada. Un encaje a los créditos externos es una forma que tiene la autoridad monetaria para elevar el costo interno de la tasa de interés internacional y así frenar las presiones inflacionarias, sin que esto signifique una compra masiva de divisas ni una brusca apreciación del tipo de cambio real.

Aunque el principal objetivo de una medida como ésta sea el control de la inflación, también produce efectos deseados sobre el tipo de cambio. En efecto, al incrementarse el costo de endeudarse en el exterior disminuye la entrada de capitales, con lo que el tipo de cambio aumenta o disminuye más lentamente. En rigor, los dos efectos son parte de un mismo proceso, ya que esa menor entrada de capitales contribuye a una menor demanda agregada (debido a que no se valida una tasa de interés menor) y a un mayor tipo de cambio.

Una de las ventajas de medidas como los encajes al financiamiento externo es que permiten ganar tiempo para dilucidar si una situación o evento es transitorio o permanente. Evidentemente, es muy difícil distinguir si se trata de uno u otro, por lo que la autoridad necesita por lo general de algún tiempo para tener información y análisis más precisos. Si se observa, por ejemplo, un incremento en el flujo de financiamiento externo, esto puede deberse a una mejor percepción de la situación del país, lo que a su vez puede significar un mayor flujo de capitales en forma permanente; o bien puede deberse a una situación coyuntural, por diferencias de tasas de interés, que no se espera que perduren en el tiempo. En el primer caso, la autoridad no debiera tratar de sostener el tipo de cambio; en el segundo sí, porque se trata de una situación por una sola vez. Pero ¿cómo saber de antemano si se trata de un flujo permanente de recursos externos y no sólo de movimientos transitorios? La autoridad, si es que estima que las fluctuaciones transitorias del tipo de cambio no son deseables, debe esperar, acumular mayor información y ver cómo se desarrollan los acontecimientos antes de decidir qué curso de acción tomará en relación con el tipo

de cambio. Una vez que la situación se aclare, el Banco Central estará en condiciones más adecuadas para tomar las medidas que corresponda.

Otra de las ventajas de los encajes al financiamiento externo es que pueden permitir, al menos en algún grado, discriminar entre capitales de corto y de largo plazo. Así, se puede imponer encajes a los flujos de capitales de corto plazo y dejar exentos a los de largo plazo ya que los flujos transitorios de capital que llegan a un país atraídos por las diferencias de tasas de interés son esencialmente de corto plazo; es decir, llegan para salir en cualquier momento, y especialmente en cuanto estiman que habrá un cambio en las condiciones. Estos son, precisamente, los flujos que desestabilizan el tipo de cambio y que, por lo tanto, es deseable desincentivar. Los flujos de largo plazo tienen, por definición, un carácter más permanente. Por lo mismo no es deseable poner trabas a su ingreso. Sin embargo, es necesario reconocer que en la práctica es difícil dejar totalmente exentos a los capitales de largo plazo, ya que una típica forma de evasión del encaje por parte de los capitales de corto plazo sería la de "disfrazarse" de capitales de largo plazo al ingresar, y luego salir anticipadamente. Una forma de resolver este problema es la de aplicar tasas de encaje marginales diferentes, dependiendo del plazo. Así, a mayor plazo, menor tasa de encaje. El beneficio de esta alternativa es que se limitan las filtraciones por medio del mecanismo recién descrito, y su costo es que los capitales verdaderamente de largo plazo son también gravados (aunque a una tasa media menor a medida que aumenta el plazo).

Cabe señalar, sin embargo, que los encajes e impuestos a la entrada de capitales también tienen costos. En primer lugar, la experiencia práctica de diversos países indica que el efecto de este tipo de medidas es decreciente en el tiempo. Esto se debe a que el mercado busca mecanismos para evadir, gradual pero sostenidamente, el encarecimiento de las fuentes de financiación en moneda extranjera. Una forma de evasión es simplemente no declarar el crédito externo. Dependiendo de la normativa y del control de cambios, al igual que del control y la regulación financieros, esta evasión será más o menos costosa, pero es inevitable que alguna filtración se produzca. A medida que se prolonga la imposición del encaje o del gravamen, más mecanismos para evadirlos van apareciendo. Así, es necesario

que la autoridad esté atenta a ellos para tratar de evitarlos y, en lo posible, prevenirlos.

En segundo lugar, la imposición de encajes o impuestos tiene costos de naturaleza microeconómica, debido al encarecimiento del crédito al que tienen acceso las empresas e individuos del país. Sin embargo, la racionalidad básica, de naturaleza macroeconómica, de aquella imposición, deriva de que los beneficios de la mayor estabilidad cambiaria (y por lo tanto del sostenimiento del déficit en cuenta corriente en el mediano plazo) y del más adecuado manejo monetario, superan a los costos mencionados.

Antes de concluir es necesario referirse a la estructura de tasas de interés. Hasta el momento se ha hablado de "la tasa" de interés. Esta, tal como se ha mencionado anteriormente, tiene un efecto sobre la demanda agregada y también sobre el flujo de capitales. Sin embargo, hay que tener claro que la tasa de interés que afecta a la demanda agregada no es la misma que afecta a los flujos de capitales especulativos. En efecto, los capitales especulativos de corto plazo responden a la diferencia entre las tasas de interés interna y externa de corto plazo, puesto que en períodos más largos el riesgo cambiario es muy grande. Por otro lado, la demanda agregada responde en medida importante a la tasa de interés de largo plazo. Así

visto, el dilema de la autoridad monetaria entre inflación y tipo de cambio real tendría aparentemente una solución fácil. Bastaría, si hay presiones inflacionarias, aplicar medidas para elevar la tasa de interés de largo plazo y para mantener baja la de corto plazo. La primera produciría una reducción en la demanda agregada, mientras que la segunda desincentivaría la entrada de capitales de corto plazo. El problema es que, obviamente, la autoridad monetaria no puede manejar la estructura de tasas de interés a su arbitrio. Si intenta presionar sobre las tasas de largo plazo, es inevitable que en alguna medida las tasas de corto plazo suban junto a ellas. Una política monetaria contractiva, por ejemplo, tiende a subir la totalidad de la estructura de tasas. Dependiendo de las expectativas sobre el futuro y del premio por liquidez, será el mercado, y no el Banco Central, el que determine cuál ha de ser la pendiente de la curva de retorno de las tasas de interés. Evidentemente, si el Banco Central pudiera "manejar" esta curva de retorno, ganaría grados de libertad en su política monetaria. La experiencia en general indica, sin embargo, que lo que se puede hacer a este respecto es poco y bastante limitado en el tiempo. Esto mismo lleva a concluir que, para el tipo de problema analizado en este artículo, es adecuado haberse referido a "la tasa" de interés.

III Comentarios finales

El objetivo de este artículo ha sido destacar algunos de los problemas que enfrenta la autoridad monetaria cuando la economía del país exhibe un alto grado de apertura financiera externa. Específicamente, se ha analizado el caso en que se produce un conflicto entre dos objetivos del Banco Central: el control inflacionario y la estabilidad del tipo de cambio. Este dilema está adquiriendo creciente importancia en la actualidad, ya que los países de la región están recibiendo importantes flujos de divisas provenientes de la repatriación de capitales, junto con acceder progresivamente -y en algunos casos aceleradamente- a diversas formas de financiamiento externo de naturaleza voluntaria, pero al parecer más volátil que en el pasado, y experimentar fuertes entradas de capitales estimuladas por la tasa de interés extraordinariamente baja que

ha registrado en el último tiempo la economía de los Estados Unidos.

La apertura de la cuenta de capitales hace perder un grado de libertad a la autoridad monetaria, en el sentido que la tasa de interés interna no puede ser demasiado diferente de la tasa de interés externa ajustada por las expectativas de devaluación. En este artículo se discuten los problemas que esto significa en términos de la política cambiaria, así como los costos y beneficios de diferentes opciones para recobrar el grado de libertad perdido. También se analizan los costos y beneficios de la apertura de la cuenta de capitales y se sugiere que en esta materia un avance gradual es superior a avances precipitados y no planificados que por lo general terminan en rotundos fracasos.

Bibliografía

- Batten, D., M. Blackwell, I. Kim, S. Nocera e Y. Ozeki (1989): *The instruments and Operating Procedures for Conducting Monetary Policy in the Group of Five Countries*, IMF Working Paper (WP/89/57), Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional, Departamento de Tesorería, 21 de julio.
- Friedman, Benjamin (1975): Targets, indicators and instruments of monetary policy, *Journal of Monetary Economics*, Amsterdam, North-Holland Publishing Company, octubre.
- (1988): Monetary policy without quantity variables, *American Economic Review*, vol. 78, N° 2, Nashville, TN, American Economic Association, mayo.
- Goldfeld, Stephen (1976): The Case of the missing money, *Brookings Papers on Economic Activity*, N° 3, Washington, D.C., The Brookings Institution.
- Judd, John y John Scadding (1982): The search of a stable money demand function: a survey of the post-1973 literature, *Journal of Economic Literature*, vol. 20, N° 3, Nashville, TN, The American Economic Association, septiembre.
- McCallum, Bennett (1981): Price level determinacy with an interest rate policy rule and rational expectations, *Journal of Monetary Economics*, vol. 8, N° 3, Amsterdam, North-Holland Publishing Company, noviembre.
- (1985): On consequences and criticisms of monetary targeting, *Journal of Money Credit and Banking*, N° 17, Columbus, Ohio, Ohio State University Press, noviembre.
- (1988): Robustness properties of a rule for monetary policy, *Carnegie Rochester Conference Series*, vol. 29, Amsterdam, North-Holland Publishing Company, otoño.
- (1990): Targets, indicators, and instruments of monetary policy, *IMF Working Paper*, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional, abril.
- Poole, William (1970): Optimal choice of monetary policy instruments in a simple stochastic macro model. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, N° 2, Cambridge, Mass., The President and Fellows of Harvard College, Harvard University, mayo.
- Sargent, Thomas y Neil Wallace (1975): Rational expectations, the optimal monetary instrument, and the optimal money supply rule, *Journal of Political Economy*, vol. 83, N° 2, Chicago, Ill., The University of Chicago Press, abril.
- Servén, Luis y Andrés Solimano (1992): Private investment and macroeconomic adjustment: a survey, *The World Bank Research Observer*, N° 7, Washington, D.C., Banco Mundial, enero.
- Zahler, Roberto y Mario Valdivia (1987): Asimetrías de la liberalización financiera y el problema de las deudas interna y externa, C. Massad y R. Zahler (eds.), *Deuda interna y estabilidad financiera*, Buenos Aires, Grupo Editor Latinoamericano.