

## 5

# Regímenes de política monetaria y cambiaria

Roberto Frenkel

Desde hace unos diez años, cuando la crisis de México puso en evidencia la fragilidad de los tipos de cambio fijos, la doctrina del Fondo Monetario Internacional se hizo bipolar. O se adoptaba una fijación “dura” (*currency board* o dolarización, por ejemplo) o se debía librar el tipo de cambio a una flotación pura. Como Argentina era el ejemplo preferido de la fijación “dura”, el prestigio de este polo se desacreditó con la crisis de la convertibilidad. La preferencia se volcó más a la flotación pura.

En la flotación pura el banco central se desentiende del mercado de cambios y se enfoca exclusivamente en objetivos internos. No se sigue de aquí que la inflación deba ser el único objetivo de la política monetaria. Podría haber objetivos múltiples - inflación y nivel de empleo, por ejemplo - como es el caso de Estados Unidos. Este país es el ejemplo más destacado de la flotación pura, así como también de una política monetaria de objetivos múltiples.

En cambio, en la doctrina del FMI para países como el nuestro, la flotación debe ir acompañada de una política monetaria con la inflación como único objetivo. Conviene resaltar que esto no se deriva de la recomendación de flotación pura (como lo ilustra el ejemplo de Estados Unidos). El objetivo inflacionario único es un aditamento, fundado esencialmente en una profunda desconfianza en la capacidad de los gobiernos para sujetarse a una disciplina monetaria.

La política monetaria de objetivo único puede practicarse de varias maneras. En la manera monetarista más tradicional el banco central establece metas de inflación y las instrumenta a través de metas temporales de cantidad de dinero, a las cuales sujeta su política monetaria. Una manera más moderna es el *inflation targeting*: el banco central instrumenta las metas de inflación mediante el manejo de una tasa de interés de referencia, que incide en la determinación de las expectativas inflacionarias, la demanda agregada y los precios.

La práctica de algunos países está próxima a la preferencia doctrinaria del FMI. Cito como ejemplo los casos de México, Brasil y Gran Bretaña. En estas prácticas ocurre que el tipo de cambio es un importante mecanismo de transmisión del instrumento – sea la cantidad de dinero o la tasa de interés – a la tasa de inflación. La



restricción monetaria o el aumento de la tasa de interés inciden sobre la inflación principalmente a través de la apreciación del tipo de cambio. La inflación se reduce en buena medida por la caída del tipo de cambio. Debe ser así – dijo hace un tiempo Mervyn King, gobernador del Banco de Inglaterra, en respuesta a una crítica – no se puede tener la mitad del mecanismo de transmisión (vía la demanda agregada) sin tener también la otra mitad (vía la caída del tipo de cambio). Esto es lo que quiere el FMI que hagamos: facilitar la política antiinflacionaria sacrificando objetivos de crecimiento y empleo.

Argentina tiene un régimen cambiario de flotación *de jure* y una política cambiaria de flotación administrada (*managed floating*). No es lo que pregona la doctrina del FMI. El banco central interviene precisamente para evitar la caída del tipo de cambio. No estamos solos en esto. Un estudio de 44 países que declaran tener un régimen de flotación muestra que 77% de los países intervienen en el mercado con un objetivo de tipo de cambio, 10% intervienen para suavizar fluctuaciones abruptas y sólo 13% practican una flotación pura. Tan extendida es la flotación administrada que el propio FMI – a través de su Departamento de Sistemas Monetarios y Financieros – preparó en 2003 un manual de “mejores prácticas” de esta política, basado en un estudio empírico previo de noventa países. No se sorprenda el lector: el FMI es una organización compleja y a veces contradictoria.

Lo que hacen Argentina y muchos otros países puede hacerse sin perder el control de la política monetaria porque en un régimen de flotación administrada el banco central tiene dos instrumentos para sus dos metas intermedias: la intervención en el mercado de cambios para manejar el tipo de cambio y la intervención en el mercado monetario para determinar la cantidad de dinero o la tasa de interés. Si la intervención en el mercado de cambios expande la base monetaria en cantidades que el banco central juzga excesivas, la intervención en el mercado de dinero compensa esa expansión (la “esteriliza”) mediante operaciones de absorción, vía colocación de papeles de banco central, reducción de la deuda de los bancos con el banco central y otros mecanismos.

No hay simetría entre las intervenciones vendedoras y compradoras. La intervención vendedora en el mercado de cambios enfrenta el problema del límite en las reservas disponibles (recordemos lo que ocurrió en 2001). Pero la intervención compradora, como la que se practica actualmente en nuestro país, no tiene restricciones.

¿Dónde está, entonces, el problema de la intervención compradora, que genera tanto ruido y merece la atención del FMI? Un problema puede estar en que se



genere un déficit cuasi-fiscal excesivo, resultante de que la tasa de interés que el banco central paga por sus papeles es mayor que la tasa de interés que percibe por sus reservas. Sin embargo, este problema no es el motivo principal de muchos comentarios. La preocupación se expresa por el temor a la aceleración inflacionaria y no tiene fundamento, porque el banco central no pierde su capacidad de control de la política monetaria.

Una discusión más genuina debería enfocarse en los criterios para determinar la tasa de interés y la expansión monetaria más adecuadas, que el banco central puede manejar con autonomía, como explicamos arriba. De hecho, el banco central se ha ceñido a un programa de expansión de dinero cuyo cumplimiento podría hacer que la tasa de interés de intervención en el mercado de dinero tienda a quedar endógenamente determinada. El banco central basa su efectividad para incidir sobre las expectativas inflacionarias en el cumplimiento del programa anunciado. Hace bien, aunque todos sabemos que la relación entre esa expansión monetaria programada y la inflación que se experimente es, para decir lo menos, bastante dudosa.

Es por esa incertidumbre irreductible de la política monetaria que el banco central debe monitorear permanentemente la evolución de la inflación y el nivel de actividad, para ajustar flexiblemente sus metas monetarias y la tasa de interés de intervención a la información que va proveyendo la evolución de la economía. La flexibilidad es crucial, y bien explicada no debería afectar negativamente la credibilidad.