

“POLÍTICA MONETARIA EN ECONOMÍAS ABIERTAS: INFLACIÓN Y TIPO DE CAMBIO”¹

ROBERTO FRENKEL²

El trabajo que presentaré se refiere al tipo de cambio real competitivo, pero es más general, pues lo que voy a discutir es la posibilidad de hacer política monetaria cuando un Banco Central tiene dos metas: una meta de tipo de cambio - que en este caso es la de tipo de cambio real competitivo pero bastaría decir que es una meta de tipo de cambio -, y simultáneamente una meta de tasa de interés o de cantidad de dinero.

El mismo tiene tres partes. En el primer capítulo sucintamente presento las características de lo que llamamos un régimen de tipo de cambio real competitivo y estable. A continuación planteo que ese tipo de cambio, ese régimen de política macro, puede generar una presión inflacionaria permanente por los mismos mecanismos que estimulan altas tasas de crecimiento del producto y del empleo y esa presión debe ser compensada por un control sobre la demanda agregada, control ejercido a través de las

-
- 1 Panel de discusión en las XXIII Jornadas Anuales de Economía, 4 de agosto de 2008, integrado por Roberto Frenkel, John Selody y Aldo Lema.
 - 2 Roberto Frenkel es Investigador Titular de CEDES, Profesor Titular de la Universidad de Buenos Aires, Director del Programa de Especialización en Mercado de Capitales, profesor de la Universidad Torcuato Di Tella, profesor de la Universidad de San Andrés y regularmente profesor de la Universidad de Padua en Italia. Fue profesor de la Universidad de Chile, de la Universidad Católica de Río de Janeiro y la Universidad de San Diego. Es miembro del World Institute for the Development of Economic Research de la Universidad de Naciones Unidas, miembro del Comité de Asesores del Administrador del Programa Naciones Unidas para el Desarrollo en Nueva York. Actuó como consultor del Gobierno de Argentina, Uruguay, Colombia y Venezuela, y fue Subsecretario Jefe de Asesores del Ministerio de Economía de Argentina. Es consultor de diversos organismos internacionales como CEPAL, VITE, VID OCD OUTAL. Sus especialidades son Economía, Finanzas y Mercado de Trabajo, y ha publicado diversos libros y artículos en revistas especializadas en su país y otros. Esta presentación está basada en su trabajo “*Tipo de cambio real competitivo, inflación y política monetaria*” que será próximamente publicado en la revista de la CEPAL y continuación de otro trabajo también publicado allí el año pasado titulado “*La sostenibilidad de la política de esterilización monetaria*” y también como continuidad de trabajos en esta misma línea sobre tipo de cambio real que ha venido publicando desde hace mucho tiempo, pero particularmente como propuesta política desde el año 2004.

políticas fiscales y monetarias. El segundo capítulo discute la autonomía monetaria en un tipo de régimen de tipo de cambio real competitivo y estable, que es, como les digo, la autonomía monetaria bajo las condiciones en que hay una meta de tipo de cambio. La conclusión de este punto es que se cuenta generalmente con un considerable grado de autonomía monetaria que puede ser utilizado para ejercitar políticas monetarias activas. En el tercer capítulo – que probablemente no tenga tiempo de presentar porque estamos limitados de tiempo – discuto la efectividad de esa política monetaria. El primer punto dice que se puede hacer política monetaria activa, el segundo dice cuán efectiva es la política monetaria activa y aquí la conclusión es menos optimista y es que sí, se puede, pero sus efectos son débiles. De manera que la conclusión general del trabajo es que la mayor responsabilidad por el control de la demanda agregada en este contexto debe ser ejercida a través de la política fiscal.

La política de tipo de cambio real competitivo y estable

En base a las experiencias de períodos prolongados de apreciación del tipo de cambio³ y de algunas experiencias exitosas de períodos relativamente prolongados de depreciación del tipo de cambio⁴, en el año 2004 escribimos un trabajo⁵ donde fue la primera vez que planteamos que el tipo de cambio competitivo y estable es de las mejores contribuciones que puede hacer la macro al crecimiento y al empleo. Sintéticamente digo que, a través de los canales de transmisión macro de corto plazo y de desarrollo de largo plazo, el tipo de cambio competitivo provee un poderoso estímulo al crecimiento y al empleo. Segundo, a través de lo que llamamos el canal de intensidad laboral, el tipo de cambio real competitivo y estable establece un estímulo particular sobre el empleo, adicional al que resulta del ritmo de expansión real de la producción. O sea que el tipo de cambio real afecta la intensidad de trabajo dado cierto nivel de actividad o cierta tasa de crecimiento. Y por último, a través de sus efectos sobre los resultados de la cuenta corriente y la acumulación de reservas internacionales que resulta de la intervención del Banco Central para mantener el tipo de cambio, reduce la vulnerabilidad de la economía frente a shocks externos

3 Atrasos cambiarios de los noventa, de los ochenta y de los setenta.

4 Chile entre la mitad de los ochenta y la mitad de los noventa

5 "*Las políticas macroeconómicas, el crecimiento y el empleo.*", Capítulo II de OIT, Oficina regional para América Latina y el Caribe, Conferencia Regional de Empleo del MERCOSUR Generando trabajo decente en el Mercosur. Empleo y estrategia de crecimiento.

negativos reales y financieros y cumple también una función preventiva de tendencias insostenibles en el endeudamiento externo. Estas son las virtudes.

Ahora, desde las primeras formulaciones, planteamos que no se puede hablar de política cambiaria sola, sino que la política cambiaria debe ser presentada como componente de una propuesta de políticas macro que incluya las políticas fiscales y monetarias consistentes con esta política macroeconómica. Como les digo, esto fue motivo de preocupación desde las primeras formulaciones, que estaban centradas en la preocupación por la inflación. O sea, no se puede decir “hagamos tal política cambiaria” pero sí se puede decir “hagamos tal política cambiaria junto con tales políticas fiscales y monetarias.” Este régimen – el régimen que llamamos régimen de tipo de cambio real competitivo y estable – persigue simultáneamente objetivos de crecimiento, de empleo y de inflación. El tipo de cambio real es una meta intermedia del régimen, como pudo serlo cierta tasa de interés para la política monetaria o determinado superávit primario para la política fiscal.

Coordinar las políticas macroeconómicas en una instancia gubernamental con alto poder de análisis y de decisión es una cuestión esencial también de este régimen, porque en este régimen las tres políticas macroeconómicas – la cambiaria, la monetaria y la fiscal – son activas y concurren complementaria o competitivamente al logro de los objetivos. Como hay conflicto entre los objetivos, entonces la complementariedad debe ser necesariamente garantizada por una coordinación establecida por una fuente única de conducción. O sea, aunque el Banco Central sea independiente, en este régimen es necesario todo el tiempo que la política macro sea coordinada por una conducción que incluya la conducción de Hacienda y Economía y la conducción del Banco Central, responsable normalmente de las políticas monetarias y cambiarias.

Este aspecto – que tampoco voy a desarrollar sino que sólo voy a señalar – que en un régimen de tipo de cambio real, la diferencia con otros contextos de política está en un aspecto crucial. En este régimen la política cambiaria establece – o puede establecer, para decirlo de una manera menos aseverativa – un impulso expansivo permanente sobre la demanda que puede generar una presión permanente sobre la inflación, por los mismos mecanismos que tienden a generar altas tasas de crecimiento del empleo.

Digo lo siguiente: La idea de que un tipo de cambio real depreciado genera inflación es algo que está profundamente arraigado entre los economistas. En la *mainstream* a esto se lo suele explicar por dos ideas. Una es la idea de que el tipo de cambio siempre tiende al equilibrio, de tal manera que si el tipo de cambio está depreciado respecto a su valor de equilibrio, cualquiera sea su definición, y el Banco Central no deja que se aprecie el tipo de cambio nominal, entonces el tipo de cambio real tiende a ese equilibrio por la vía de los aumentos de los precios domésticos. Entonces la inflación es el mecanismo equilibrador, aunque en la mayor parte de los casos no se detallan los mecanismos de transición que llevan a esa necesaria convergencia (que es básicamente un hecho teórico con algún grado débil de verificación empírica). La otra idea es monetaria. También dentro de la *mainstream*, la idea es que si el Banco Central interviene en el mercado de cambios para sostener un tipo de cambio depreciado, como generalmente en ese contexto se ha generado superávit en el balance de pagos, la intervención (compradora) genera expansión de dinero, de base monetaria, que tiende a generar inflación. Esa es entonces la segunda explicación dentro de la *mainstream*.

En ninguna de esas dos visiones – en la segunda porque la política monetaria está endogenizada, esa es la idea base – se deja la posibilidad de que las políticas monetarias controlen ese efecto inflacionario que se supone intrínseco al tipo de cambio real alto, al tipo de cambio real depreciado.

Yo no concuerdo con esa idea. Mi idea es que un tipo de cambio real alto puede generar presión inflacionaria por los mismos mecanismos de efecto sobre la demanda agregada que genera el rápido crecimiento del nivel de actividad y del empleo, a través de la demanda sobre bienes de capital y de la demanda básicamente en el mercado de trabajo. Por estos mismos mecanismos que el tipo de cambio real alto genera demanda, se genera entonces presión inflacionaria.

Dicho así está claro que la presión inflacionaria no necesariamente es la misma según los diferentes países. Obviamente es distinta en China, por ejemplo, que es una economía que tiene 300 millones de trabajadores en un sector de subsistencia que está todo el tiempo, en forma continuada, generando nueva oferta en el mercado de trabajo, que en una economía como la de Argentina que no tiene estas características – que tuvo desempleo por razones macroeconómicas, pero que no es una economía que haya tenido desempleo estructural o bolsones de subsistencia como sí hay

otras economías latinoamericanas que los tienen. O sea que las economías latinoamericanas entre sí también deberían ser, o uno conjeturaría que son, diferentes en este aspecto.

Segundo, este efecto no necesariamente es el mismo a lo largo del tiempo. No es lo mismo la presión inflacionaria que se ejercería a lo largo de una recesión cuando hay capacidades ociosas y desempleo que después de varios años de crecimiento rápido donde naturalmente se ocupan cuellos de botella y las presiones inflacionarias tienden a generarse también, por ejemplo, en el mercado de trabajo.

Entonces, la cuestión básica respecto de esto es que sabemos cada vez más. En estos últimos dos años se han publicado varios trabajos importantes en el Fondo Monetario, Dany Rodrik, algunos economistas chilenos, trabajos empíricos – sabemos que hay una correlación entre el tipo de cambio real y el crecimiento. Cada vez hay más evidencia de esto. Pero lo que no sabemos es si esta correlación es lineal, si es estable, si tiene *thresholds*. Es decir, el tipo de cambio real no es un instrumento sobre el cual se pueda hacer *fine-tuning* en la relación tipo de cambio-crecimiento. Entonces, si ese tipo de cambio real que genera crecimiento genera presión inflacionaria, en ese contexto, en ese país, en esas circunstancias, entonces esto destaca el rol particular que las políticas macro tienen en este contexto. Es un rol de freno, el tipo de cambio real tiene un pie todo el tiempo sobre el acelerador. En un contexto como éste destaca mucho el rol de freno que deben ejercitar las políticas cambiarias y monetarias. En un régimen de tipo de cambio real competitivo y estable hay un sesgo de las políticas, las políticas monetarias y fiscales están sesgadas hacia los impulsos contractivos porque tienen que contrapesar el pie en el acelerador que significa tipo de cambio real alto.

¿Se puede hacer política monetaria?

La primera pregunta que nos hacemos es si en un régimen de tipo de cambio real competitivo y estable se cuenta con suficiente autonomía monetaria para hacer política activa. Nuestra conclusión es que sí, y ahora se los voy a mostrar. En segundo lugar, discutimos el poder regulador de esta política. Nuestra conclusión al respecto es la que ya adelanté: que no se puede poner la responsabilidad principal por el control de la demanda agregada en esta política monetaria. Vayamos al primer punto: la autonomía

monetaria en un régimen de tipo de cambio real, competitivo y estable – o también podríamos titularlo la economía monetaria en un régimen con meta cambiaria, que es el tema más general que está detrás de esto.

La principal objeción convencional u ortodoxa a la política de tipo de cambio competitivo o a la política de metas múltiples sostiene que ésta implica la pérdida de la autonomía monetaria. Es decir que no se puede tener metas múltiples. La crítica está basada en el llamado “trilema de la economía abierta al movimiento de capitales” que sostiene que el banco central (BC) no puede controlar simultáneamente el tipo de cambio y la tasa de interés, en un contexto de libre movilidad de capitales. En otras palabras: bajo libre movilidad, control de las condiciones monetarias, control de tipo de cambio, hay que elegir dos de las tres, las tres cosas son imposibles simultáneamente. El punto que voy a marcar es que el trilema es falso en determinadas circunstancias y por lo tanto es falso como caracterización general de las economías abiertas.

La condición que posibilita el control del tipo de cambio y la simultánea preservación de la autonomía monetaria – es decir la circunstancia en que es claramente falso el trilema – es la existencia de un exceso de oferta en el mercado cambiario al tipo de cambio meta del BC. Si al tipo de cambio meta del BC, el tipo de cambio que sostiene el BC, hay un exceso de oferta a nivel internacional, ese contexto entonces permite que la tasa de interés se pueda controlar. Entonces, la autoridad monetaria tiene dos instrumentos: puede determinar el tipo de cambio comprando el exceso de oferta en el mercado de cambios y puede controlar la tasa de interés esterilizando el efecto monetario mediante la colocación de papeles del Tesoro o del BC en el mercado monetario. Es un instrumento de intervención en el mercado cambiario y un instrumento de intervención en el mercado monetario.

Explicación: El exceso de oferta de moneda internacional al tipo de cambio meta del BC y a la tasa de interés vigente, dados la tasa de interés que está sosteniendo el BC y el tipo cambio meta que tiene, implica un exceso de demanda de activos domésticos. Si estaba en equilibrio y ahora hay exceso de oferta de moneda internacional, esto es equivalente a exceso de demanda de activos domésticos.

Entonces, la intervención completamente esterilizada puede imaginarse como una política en dos pasos. En el primer paso, la intervención

del BC genera un exceso de la expansión de la base monetaria. La situación resultante entonces mostraría un stock mayor de base monetaria, el stock inalterado de activos financieros domésticos, y una tasa de interés indudablemente menor que la inicial. En el segundo paso, la esterilización completa compensa totalmente el cambio de portafolio privado que tuvo lugar en el primer paso. El BC absorbe el incremento de la base monetaria y coloca un monto de activos domésticos equivalente al exceso de demanda de activos domésticos inicial, o sea el exceso de oferta de moneda internacional, y repone la tasa de interés a su nivel previo. Es decir, el BC lo que hace es una operación compensatoria del cambio de portafolio del sector privado. El sector privado quiere más activos domésticos y menos activos externos y lo que el BC hace para mantener los precios en el nivel que estaban es adquirir más activos externos y emitir o colocar si tiene activos, si tiene stock, activos domésticos, compensando el cambio de portafolio del sector privado. O sea opera justo a la inversa del mercado. Esta intervención compradora es posible en cualquier momento del tiempo. En cualquier momento es posible hacer esto en la medida que exista un exceso de demanda de activos domésticos.

La pregunta es: ¿se puede hacer continuamente esta política? La idea es que no en cualquier circunstancia. La sostenibilidad, o sea la permanencia en el tiempo de esta política, depende de la tasa de interés que se obtiene por las reservas internacionales, de la tasa de interés local, de la trayectoria del tipo de cambio nominal y de la evolución de las variables que determinan, en este modelo que voy a presentar, la demanda y la oferta de base monetaria y de algunas otras variables si integráramos más variables en el modelo. O sea que depende de un conjunto de variables de la economía. La conclusión principal de un trabajo nuestro⁶ es que existe una tasa de interés local máxima tal que permite la sostenibilidad de la política de esterilización. O sea que la política es sostenible hasta cierto nivel de la tasa de interés local.

La conclusión de este trabajo, entonces, es que en condiciones de exceso de oferta de moneda internacional al tipo de cambio meta del BC, condiciones de exceso de oferta verificadas generalmente en un contexto de tipo de cambio real alto, tanto porque hay superávit de cuenta corriente como por el lado de la cuenta de capital, un tipo de cambio real alto tiende

6 “La sostenibilidad de la política de esterilización”, publicado en la revista de la CEPAL en 2007.

generalmente a producir un exceso de oferta al tipo de cambio meta del BC que obliga o requiere que el BC intervenga para mantener el tipo de cambio y evitar que se aprecie. Entonces, en ese contexto, el BC puede determinar el tipo de cambio y tiene libertad para fijar sosteniblemente una tasa de interés igual o inferior a esa tasa máxima.

El costo unitario de esterilización "s" es: $s = i - r - e$, donde "i" es la tasa de interés local, "r" es la tasa de interés internacional y "e" es la tasa de variación del tipo de cambio nominal. Obviamente, el costo de esterilización sería nulo si la tasa de interés local fuera igual a la suma de la tasa de interés internacional más la tasa de aumento del tipo de cambio, o lo que es lo mismo si se verifica paridad de tasa de interés (si vale todo el tiempo la *uncovered interest parity*).

Si ésta fuera la condición de sostenibilidad, entonces la política de esterilización sólo sería sostenible si la tasa de interés local fuera menor que la tasa de interés internacional más la tasa de variación del tipo de cambio nominal: $i \leq r + e$. Sólo para tasas de interés menores que esas – China tuvo durante varios años tasas de interés locales menores que la tasa internacional, eran casi prácticamente cero – ahí no sólo es sostenible, sino que gana el BC. Pero generalmente el problema que estamos viendo es que sí puede ser mayor que la suma de la tasa internacional más la tasa de crecimiento de tipo de cambio nominal. Entonces, en el trabajo mostramos que la política puede ser sostenible con tasas de interés locales mayores que eso y calculamos la tasa máxima y definimos el grado de autonomía monetaria como la diferencia entre la tasa máxima sostenible y la tasa de paridad, la *uncovered interest parity* – o sea la tasa de paridad descubierta de tasa de interés – que sería la que hace cero el costo de interés financiero de esterilización: $g = i_{MAX} - (r + e)$.

En este trabajo la sostenibilidad está definida sobre el patrimonio del BC. Es decir que es una sostenibilidad restrictiva: el BC no puede tener déficit cuasifiscal. En otras palabras, se llama sostenible a una política que hace que el BC no tenga déficit cuasifiscal.

Algunos me han criticado ese punto. En realidad, si se plantea en términos de las cuentas agregadas del sector público, de las cuentas consolidadas del sector público, la discusión de la sostenibilidad de la política de esterilización se transforma en una discusión de sostenibilidad de la deuda pública consolidada. Dentro de ese tema la política de esterilización se

diluye porque hay muchos otros temas que entran dentro del problema de sostenibilidad de la deuda pública. Entonces, es mejor poner, como hago yo, una condición restrictiva (que el BC no pueda tener déficit cuasifiscal) y si en ese contexto se puede demostrar, como demuestro, que se puede tener una tasa de interés más alta que la *uncovered interest parity*, y entonces se tiene un argumento fuerte a favor, porque si la política es sostenible de acuerdo al criterio restrictivo sobre el patrimonio del BC, seguramente es sostenible de acuerdo a cualquier criterio más amplio. O sea incluyendo todas las cuentas públicas. Entonces el argumento está desarrollado así, con un criterio muy restrictivo, porque estoy polemizando con quienes dicen que no se puede tener autonomía monetaria.

Básicamente la idea es que en este modelo hay dos activos. El BC tiene dos pasivos base monetaria (B) y los pasivos de esterilización (L), que pagan la tasa de interés del mercado (r): $P = B + L$. Entonces el señoreaje se imputa a la financiación del costo financiero de la esterilización porque entonces la sostenibilidad se entiende como la sostenibilidad del conjunto de operaciones monetarias del BC. Entonces lo que estamos haciendo en este modelo donde sólo incluimos señoreaje como ingreso del Banco, como dijo alguien de la CEPAL, equivale a como si se usara el señoreaje para financiar el costo financiero de esterilización, para decirlo bien intuitivamente. Si el Banco Central tiene otros activos, deuda de bancos o bonos públicos, esos ingresos también entran en la ecuación de balance del Banco Central y contribuyen a determinar las tasas de interés sostenibles, contribuyen a proveer más financiamiento.

A la tasa de interés vigente i y al tipo de cambio E hay un exceso de oferta de moneda internacional C en el mercado de cambios que el BC compra. R es el stock de reservas internacionales del BC (en moneda internacional) y RE es el valor en pesos de dichas reservas. Las reservas internacionales rinden r , la tasa de interés internacional.

Por otro lado, con la tasa de interés i determinada, el incremento en la demanda de base monetaria es

$$dB = B \beta (p + y)$$

donde p es la tasa de inflación, y es la tasa de crecimiento del PIB real y β es la elasticidad de la demanda de base al PIB nominal.

La condición de sostenibilidad de la política de esterilización es definida como:

$$dP \leq d(R E)$$

que significa que la política de esterilización es sostenible si la relación entre los pasivos totales del BC y el valor en pesos de las reservas internacionales $P/(R E)$ no se incrementa. Es decir, la condición es que los pasivos del BC no crezcan, o sea que el patrimonio neto del BC no crezca, o sea que el pasivo del BC no suba más rápido que el único activo que tiene el modelo – que son las reservas internacionales valuadas en moneda doméstica.

Entonces se muestra que la condición de sostenibilidad es:

$$i \leq (r + e)/I_R$$

es decir, que la tasa de interés tiene que ser menor o igual a la suma de la tasa de interés internacional y la tasa de variación del tipo de cambio nominal, dividida por este *ratio* $I_R = L/R E$, que es la relación entre el total de pasivos de esterilización del BC y el stock de activos que tiene, que en este caso son los activos internacionales valuados al tipo de cambio. Esta es la tasa de interés local máxima que mantiene la sostenibilidad de la política de esterilización:

$$i_{MAX} \leq (r + e)/I_R$$

Obviamente, si I_R es menor que 1, o sea que el total de stock de pasivos de esterilización del BC es menor que las reservas internacionales al tipo de cambio vigente en moneda doméstica, la tasa máxima puede ser bastante mayor que la suma de e más r cuanto más chico es I_R , o sea hay una tasa de interés mayor que la que es el costo financiero puro de la esterilización.

Ahora esto es en un momento del tiempo. ¿Cómo evoluciona el stock, qué pasa con la sostenibilidad a lo largo del tiempo? Definamos el *grado de autonomía monetaria* como la diferencia entre esa tasa de interés máxima sostenible y esta tasa de interés: $g = i_{MAX} - (r + e) = (r + e) (I - I_R) / I_R$

Muy bien, entonces definimos como permanente a una situación en la cual ese *ratio* I_R no sube, o sea que no sube la relación entre el pasivo de esterilización del Banco y las reservas: $dI_R = d(L/RE) \leq 0$. En ese caso la

sostenibilidad que había en un momento es la misma que hay en el momento siguiente. Si la tasa, el *ratio*, entre el stock de pasivo de esterilización y las reservas internacionales valuadas al tipo de cambio corriente no sube, entonces la sostenibilidad es permanente.

Además, en el trabajo se muestra que la condición de permanencia se puede expresar como otra restricción sobre la tasa de interés local:

$$i \leq (r + e) + (B/L) \beta (p + y) - (C/R) (1 - I_R) / I_R$$

que la tasa de interés local ahora tiene que ser menor que la suma del tipo de cambio y la tasa de interés internacional más una expresión algebraica, compuesta por dos términos. El primero depende positivamente de la relación entre los dos pasivos del BC (base monetaria y stock de pasivos de esterilización) y de la tasa de crecimiento de la demanda de la base⁷ y depende negativamente de la relación entre el flujo de compras del BC en el mercado de cambios y el stock de reservas (C/R)⁸. ¿Qué quiere decir? Que cuanto más alto es el flujo que compra el BC en el mercado de cambios, más rápido crece el stock de pasivos de esterilización y su costo y, aunque no se haga insostenible, se hace menos permanente la sostenibilidad de la política.

En resumen,

- (i) si $i \leq (r + e) / I_R$ y también $i \leq (r + e) + (B/L) \beta (p + y) - (C/R) (1 - I_R) / I_R$,

la política de esterilización es sostenible y el grado de autonomía es permanente.

- (ii) En cambio, si $(r + e) + (B/L) \beta (p + y) - (C/R) (1 - I_R) / I_R < i \leq (r + e) / I_R$,

la política de esterilización es sostenible, pero el grado de autonomía tiende a reducirse.

7 La demanda de base monetaria se expresa como el producto de la elasticidad de la demanda de base por la tasa de crecimiento de la demanda de dinero (suma de la tasa de inflación y la tasa de crecimiento de la economía).

8 Equivalente a la tasa de crecimiento de las reservas internacionales neta de los intereses que éstas devengan.

Generalizando este modelo a un menú amplio de activos financieros domésticos, se puede concluir que el objetivo de la política de esterilización no debe ser un objetivo de meta cuantitativa de cantidad de dinero o de base, o de definición de dinero más amplia, sino la tasa de interés instrumental del BC. En la medida que el objetivo de la política de esterilización sea la tasa de interés que instrumenta el BC, entonces valen las condiciones. Si el objetivo es un objetivo cuantitativo, la intervención del BC, que generalmente opera en el corto plazo, va a tender a aumentar la tasa de interés cuando interviene si hace esterilización completa. En realidad el BC no necesita hacer esterilización completa, sino que tiene que hacer una esterilización con el mismo objetivo de mantener constante, o en el valor deseado, la tasa de interés que el BC instrumenta.

Algunos ejercicios numéricos⁹ utilizando tasas de crecimiento de la economía, tasas de inflación y parámetros plausibles de demanda de dinero, etc., muestran que se pueden tener tasas de interés bastante más altas que la suma de la tasa internacional más la tasa de crecimiento de tipo de cambio, lo que sugiere que las políticas de esterilización resultan sostenibles y existen grados considerables de autonomía monetaria permanente en condiciones muy comunes en muchas economías en desarrollo.

De tal manera, la conclusión final es que sí se puede hacer política monetaria activa en un contexto donde hay una meta de tipo de cambio.

9 Frenkel (2007). "La sostenibilidad de la política de esterilización monetaria" publicado en *Revista de la CEPAL*, Santiago de Chile, N° 93, Santiago de Chile, diciembre.

JOHN SELODY¹⁰

I want to tell you what the current thinking is at the Bank of Canada, at least from the way I interpret it, about the exchange rate and how it relates to monetary policy.

People have noticed that there have been a number of success stories in Development by what some people point to as undervalued exchange-rates policy. The first case is Japan after the war, when they kept the exchange rates undervalued by most measures they grew rapidly. Then Korea seemed to do it and now China is trying to do it. What seems to be happening in the case of China is that it seems to be getting inflation rather than sustained growth and I just want to explore this a bit and pick up the experience and see how we think about this.

So, what I want to set up, the question I want to ask is: can a country “turbo-charge” development – which essentially means putting itself in a higher growth path – in the face of a positive supply shock by preventing the nominal exchange rate from appreciating so as not to buffer the shock? I mean, usually, when you get a positive shock, the exchange rates go up¹¹ and buffer that shock. So the question is: can the Central Bank pursue easier monetary policy or can it pursue sterilized intervention to try and keep that mechanism from happening?

I set it up that way because you essentially need a positive shock to essentially get the process going. If a Central Bank tries to devalue the exchange rate through pure monetary policy, it is going to go directly into inflation because people will see it as an inflation and not as a real move and you may get a short run boost to growth but it will not be sustainable.

So I want to talk about the case where there is a shock, and whether a Central Bank can help it along and do better – essentially “turbo-charge”

¹⁰ Jack Selody is advisor to the Governor of the Bank of Canada, a position he has held since 2003. Previous positions held by Dr John Selody at the Bank of Canada include Deputy Chief and then Chief of the Department of Monetary and Financial Analysis, Assistant Chief and then Deputy Chief of the Forecasting Special Studies Division, and Assistant Chief of the Special Studies Division of the Research Department. Dr Selody has worked on a variety of topics related to monetary stability and he’s particularly interested models of the financial channels of the transmission mechanisms. Dr Selody holds a PhD in Economics and a Master of Arts in Economics from the University of Western Ontario.

¹¹ Measured as the relative price between non tradable and tradable goods.

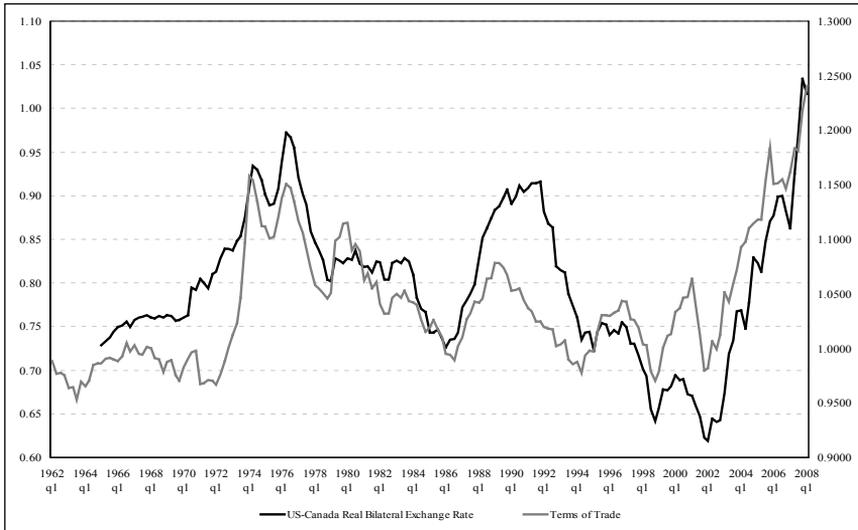
development. Now the type of shocks that I am thinking about here are an increase of productivity in the export sector, that is pretty classic, or an increase of access to export markets, globalization, I would interpret China as having that, essentially, globalization has helped it channel its previously surplus labor into goods for export, or an increase in the price of commodity exports, which is what is happening in Canada right now: essentially our commodity exports are going up and we are getting this positive shock.

So the question is can a Central Bank do better than just letting the exchange rate float up? There is some literature which I looked up before coming and I have to say that it is not well documented in literature why an increase in the real exchange rate might put an underdeveloped economy on a higher growth path. I would say the literature is largely speculative, nothing has really been then demonstrated. People have pointed to an increase in returns to scale in tradable goods. Essentially, the argument is that the tradable goods sector has increasing returns to scale, but the non-tradable goods sector has not, so if you can stimulate tradable goods you can get the increase in returns to scale, which can then stimulate the whole economy. Another explanation that Rodrik says, the one that most people agree to, is that growing in the tradable sector essentially gets you better institutions, that can then be exported to the whole economy. Essentially, when you are dealing internationally you have to adopt international practices which are better.

I do not like any of those explanations – perhaps because I am not a development economist – but, when I look at Canada, essentially, what I see is that the real exchange rate is associated with the terms of trade shock. So, what I think we see is that the terms of trade – which is just the price of exports relative to the price of imports – goes up and that increases the wealth of your economy. Essentially you are richer relative to your trading partners in the world. That wealth stimulates domestic demand, and that rising domestic demand can lead to growth as long as there is excess capacity in the economy, and once you hit the excess capacity it turns into inflation. So it's a pretty standard story. Essentially by allowing the nominal exchange rate to appreciate during that it will regulate the demand for the foreign and domestic sides of the economy. So you will be able to grow without inflation at the boundary when the exchange rate is flexible.

So I am going to basically argue that *a flexible exchange rate is a necessary condition for growth without inflation*, and I will come back

at the end to ask whether there are conditions under which that it is not true. Let me explore that a bit.



Graph 1. Canada: real exchange rate and terms of trade

In graph 1 you can see Canadian terms of trade (which is the grey line) and the real exchange rate¹² (bilateral Can-US, which is a black line) and you can see a very high correlation here. In Canada, most of our movements in the real exchange rate have been strongly correlated to the terms of trade. So when the terms of trade is up Canada is richer relative to its trading partners and when it's down we're poor. The exchange rate essentially reflects that.

Conflicting objectives

What can monetary policy do about that? Well, not much. If you are truly richer or poorer, monetary policy can't help you very much. First of all, there is what I call the **unsustainable objective**, which is that you get a rising price for tradables and you try that the Central Bank (or whoever wants to do sterilized intervention, which can be the government, it does

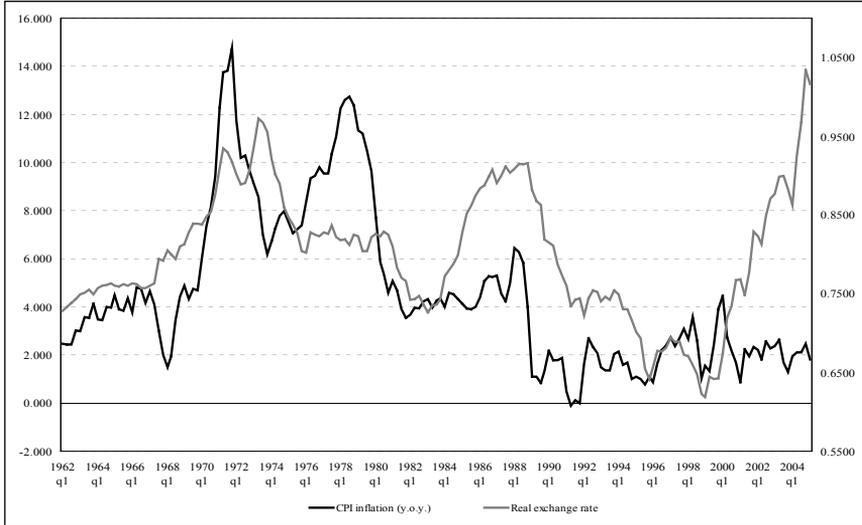
¹² Measured as the relative price between non tradable and tradable goods.

not have to be the Central Bank) tries to keep the exchange rate constant and they want no domestic inflation. So that would be in some sense the ideal outcome, where essentially everything goes into growth, you keep your exchange rate fixed and you have no inflation. I call that unsustainable because I am going to argue that it is impossible. Then, I call a **good outcome** when you get rising prices for tradables and you allow your exchange rate to float up enough so you do not get domestic inflation. Finally, there is what I call a **bad outcome** is that you get a rising price for tradables with an appreciation of nominal exchange rate, but you do not let it appreciate enough until you get inflation. Essentially inflation happens when your exchange rate moves to control that process.

So, we can characterize China as has been pursuing the unsustainable objective. What they have been trying to do is let the price of their tradables go up – in my opinion, mainly because they have a globalization shock and a rising productivity in the tradable sector through development – and they have tried to keep the price of non-tradables constant or keep it from rising by sterilized reserve intervention and they are on a fixed exchange rate to the US. They are hoping to get a higher growth path without inflation. What in fact is happening is, because the wealth they are getting – the Chinese are getting richer – they are getting domestic demand growing in their economy and they have not tightened policy to deal with that because they have a fixed exchange rate. So if they try to tighten policy, they would get pressure on their exchange rate and they would not be able to sterilize it, they could not accumulate enough assets. They have tried through reserve management to keep their banks from lending, but frankly new institutions spring up and people will get credit from newer banks or non-banks. So essentially they are getting inflation as long as they fix the exchange rate and they are losing credibility and they are going to have a bad outcome where they are getting significant inflation that is affecting their ability to have a sustainable growth path.

So by pursuing the ideal, essentially they have got the bad outcome. I am going to argue that, in Canada's case, what we do is to let the exchange rate drift up, the nominal exchange rate appreciate, and consequently we do not get inflation and we can get growth through this without having monetary policy being overly restrictive. We aim for the good outcome and we will get the good outcome.

Lessons from the Canadian experience

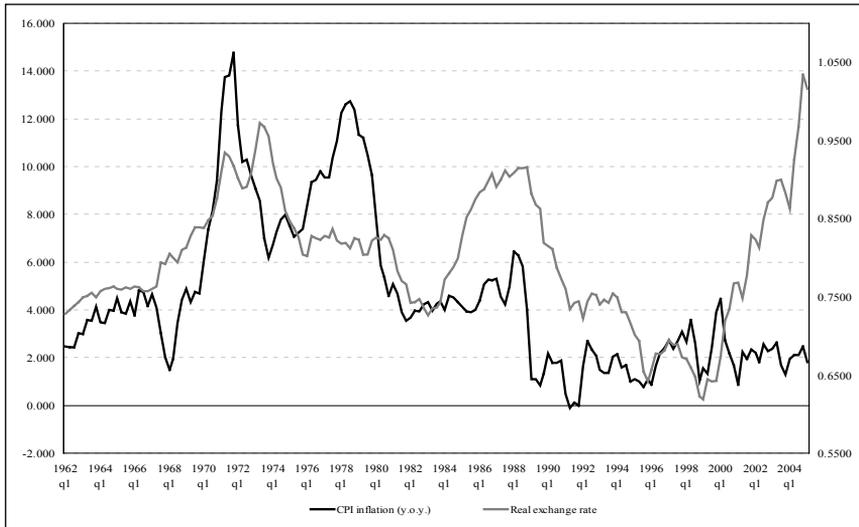


Graph 2. Canada: real exchange rate and inflation

Here I have plotted the real exchange rate and inflation. You can see that both fluctuate. I would like to draw your attention to the 70s, when in fact we tried to do what China is doing now and we said “well, can we manage the exchange rate and keep the nominal exchange rate from rising (so the real exchange rate does rise) without getting inflation?” Well what happened, the outcome was that, much like China, we overstimulated the domestic economy and we got inflation from that.

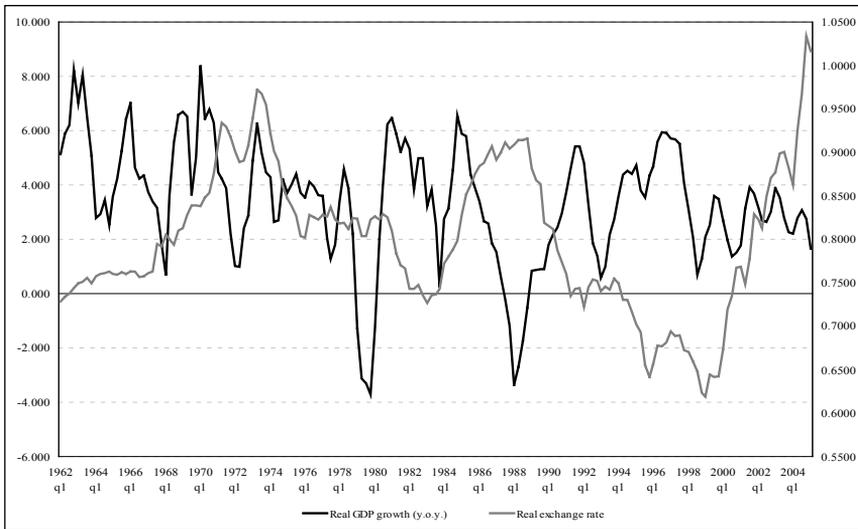
Back in the 70s it was an oil price shock, a commodity price shock, the same as we have now. What happened? In Canada the oil price shock resources have to transfer from the manufacturing sector into the commodity sector, so we have to shrink our manufacturing sector as our commodity sector grows. What we did back in the 70s is that we tried to buffer that with easier monetary policy to stop the manufacturing sector from shrinking, to keep the exchange rate low so they can have their export markets. And what we found was that there were wage rises in the commodity sector that were transmitted into the manufacturing sector, which essentially gave us inflation starting from the manufacturing sector. The 70s set up a fairly big recession to fix.

This time what we did is quite different. What we are doing now is: we are letting the exchange rate appreciate. It is gone from 60 cents per American dollar to parity, which is a very strong increase. Our manufacturing sector is in recession. The provinces where the manufacturing sector is shrinking are in recession. Yet the terms of trade shock has continued on and we are getting stronger growth without inflation. We have, in fact, a bigger shock now than before. This is to argue that one can keep inflation from rising even in a very strong positive terms of trade shock if one let the exchange rate appreciate.



Graph 3. Canada: Real exchange rate and inflation

Now, if you look at the real exchange rate and growth, you do not see us getting onto a higher growth path. So Canada does not get any growth benefits from these positive terms-of-trade shocks. Why is that? Well, our economy by and large during this period had no slack resources, they are cyclically slack but we are essentially a developed economy. I would argue that if one was like China or Japan after the war, or Korea, one would effectively, during these periods, jump to higher growth trade path because one could employ more resources in your economy. We don't get that because we don't do it. This is not to argue that monetary policy can not do something about growth, just to argue that unless you have the under-developed economy you probably could. But the way to do it is not to pursue an undervalued exchange rate.



Graph 4. Canada: Real exchange rate and real output growth

So one of the lessons from Canada that I would argue is that *the best contribution monetary policy can make to this is preserving price stability. Let the exchange rate essentially respond to fundamental values. Do not try to do better than markets can do.* Basically, monetary policy cannot determine the value of real variables or anything but the very short run. This is a very classic type of conclusion. And by and large I would say our experience is consistent with that. Not only that, but the inflation target credibility is enhanced when the exchange rate is allowed to truly float. Credibility is the very key to maintaining monetary targets, so if one tries to manipulate the exchange rate away from that, you will confuse people and have them saying what the Central Bank is up to competing objectives. So your inflation targeting framework will lose credibility and you risk having inflation expectations take off on you, which I would argue is the case on China: that their monetary policy framework is non-credible because people are seeing them pursuing unsustainable objectives and so you will generate a very bad equilibrium.

Our experience has been that sterilized intervention is not a very effective tool except for very short periods. We have very highly developed markets, so maybe people see through this. Maybe in places where markets are not so well developed it may work. But the work we have done essentially can measure the effect of sterilized intervention in a matter

of days and its effect on the exchange rate essentially does not last. The wealth you generate from that is in fact not put into good use, so it is not clear, from a welfare-maximizing point of view why you would want to do that anyway.

Finally, the real exchange rate is a relative price, it is not a monetary phenomenon, it is probably not something the monetary policy should deal with. Although monetary policy does in fact affect the real exchange rate, basically because the prices of tradable goods are more flexible than the prices of non-tradable goods, any policy-making you do will have effects on the real exchange rate. That is not to mean that it should be a target.

Some final remarks

- *Is an undervalued exchange rate welfare-maximizing?* It is clearly not better for the the world economy. We want a global equilibrium where countries like Japan or Korea essentially grow at the expense of the more developed ones. A small country can do that, I mean Japan was small, Korea was small, and I think Americans were quite happy to allow them to grow. When you get to a country like China, which is large and going to be a lot larger, it is not clear that the world economy can afford to allow it to grow at the expense of other economies. It is not optimum for the world. One could even argue that the Chinese are not benefiting from their policy of undervaluing, because what is really happening is that sterilized intervention is keeping wages low. So they are not allowing the domestic demand to rise as they get richer, to profit from the globalization. And the strategy that essentially keeps the domestic worker from reaping their reward for their labor has to be welfare reducing. So it is not clear that it is a good policy for the Chinese worker.

- *Under what conditions would it be optimal to fix the exchange rate?* In Canada we have a fixed exchange rate between provinces but not with other countries. Europe has a fixed exchange rate. The classic argument is that we have correlated shocks between the parties that are being fixed. It is good if you have synchronized shocks, you want to float. Our experience is not that. Do not forget we have a fixed exchange rate between a manufacturing sector in the east of the country and the commodity producing sector in the west and their shocks are not at all correlated, they are in opposite directions, and we fixed the exchange rate.

So I essentially would argue which relative price you want to move. Do you want domestic relative prices to move? In our case maybe the wage rate between the west of the country and the east of the country and have the labor mobility. Or do you want to let that float and allow labor to stay where it is. We are getting a fair bit movement right now.

- *Can monetary policy contribute to development by engineering an appreciated nominal exchange rate?* The answer is obviously no. This monetary policy has a role to play in easing the movement of resources in tradable circles subject to positive shock.

This is an interesting question. The way we view it in Canada is, if we get a need to transfer resources from the manufacturing sector to the commodity sector we have easy monetary policy through that because we want the resource sector to be attracting those workers. If you talk to some Europeans what they will say is “no, we want tight policies during that period because we want to give the workers an incentive to leave, we want them to be thrown out of work so they have to move.” Both can be true, I think the difference is how flexible your labor markets are.

In Canada we have very flexible labor markets, perhaps not as flexible as the US but they are quite flexible, and workers will move for a positive incentive. They will quit a low-paying job, move across the country 2000 km to get a high-paying job. In Europe it is very hard to get people to move and you have to give them a very strong incentive. So their policy very well can do right for them but it is not right for us. But it is a question of what should monetary policy do to ease the transition when you have this relative price shock that requires restructuring your economy.

So, that was a nice story but I would like to turn to the following question: Are there any reasons, legitimate reasons, why a Central Bank should come in and care about the exchange rate? Here I am talking about, for the sake of simplicity, not sterilized intervention which it is not good but essentially having a lower interest rate than you normally would because the exchange rate is moving. Our thinking is yes. Essentially what we do not like is **volatility**, and there are two aspects of volatility we do not like: one is bubbles and panics (the overshooting) and the other one is jumping, rapid changes. For example when the exchange rate was going from 60 cents a dollar to parity, which was over a period of a bit more than a year, that was a very rapid adjustment. There were going to be serious

consequences from that and some of those consequences were not reversible. So the argument was, well, it probably makes sense on a temporary basis to have an easier policy than you otherwise would, leaning against the wind, to allow people time to adjust. Essentially if they just went too fast, businesses would be shut down, but if they had time to adjust – two years or so – it would have gone better for them.

So we essentially eased policy a bit through that, not only for this reason. I mean it was having effects on the economy, to try and temper that volatility, that rapid jump up. And in times when the exchange rate falls a lot we try to do the same thing, we will have policies a bit tighter than before.

On the overshooting, bubbles and panics, Greenspan was of the view, at least my interpretation, that there was not much you can do in the bubble part but you could do a lot in the panic part. So policy should be asymmetric by being neutral during the bubble and be easy during the panic that followed the bubble. It may be argued that it is a bit more symmetric than this, although there is lot of debate about this. You can never spot bubbles but you can, if bubbles are fueled by credit, you can raise the price of credit that is fueling the bubble and essentially allow the bubble to be a bit more rational, lean against the wind. So, you could follow a more symmetric policy.

And in both of those cases one is temporarily over a cycle deviating from an exchange rate that, strictly speaking, would be of fundamental values. But let me reiterate that this is not a target, this is essentially an exchange rate factoring into the decision. So that is how we think about the exchange rate.

ALDO LEMA¹³

Voy a hacer un par de aclaraciones antes de comenzar. La primera, estoy mayoritariamente de acuerdo con lo que acaba de plantear Jack y bastante en desacuerdo con los puntos de Frenkel. Para que ustedes entiendan por qué estoy de acuerdo con Jack, esencialmente, a pesar de que los gráficos podrían mostrar una contradicción, una advertencia: Jack tiene definido el tipo de cambio real como no transables sobre transables, por las dudas de que alguno se haya quedado con la idea de que Roberto coincidía con Jack.

Básicamente la idea aquí es discutir, en la coyuntura actual, el rol de las políticas macro y esencialmente concentrarme en los dilemas o el trilema, previo una breve discusión de los determinantes de la inflación que no está de más recordarlos, sobre todo en países emergentes, que son los que de alguna manera hoy están viviendo un problema parecido al que vivían los países desarrollados en los setenta. Eso lo voy a fundamentar más adelante.

¿Puede afectar la política monetaria el tipo de cambio real? Coincido con el punto que se ha planteado previamente de que sólo marginalmente en el corto plazo, no en el largo plazo. ¿Puede la intervención esterilizada elevar el tipo de cambio real en forma sostenida? Definitivamente no.

¿Cuál es el rol de los controles de capital? ¿Es que permiten generar autonomía en la política monetaria o no? Voy a transmitir brevemente la experiencia de Chile, donde se aprendió en los noventa que definitivamente no había efectos. ¿Cuáles son en definitiva las políticas de competitividad que son importantes para que efectivamente una economía crezca más rápido? ¿Por qué nos concentramos tanto en la dimensión cambiaria y en el tipo de cambio real y de una vez por todas no damos el paso y pasamos a discutir los verdaderos temas que afectan la competitividad? ¿Cuáles son las alternativas disponibles en la coyuntura actual en los países en desarrollo? Finalmente, les presentaré algunas consideraciones finales.

13 Economista Jefe del Grupo Security, Profesor Asociado del Instituto de Economía de la Pontificia Universidad Católica de Chile, ex Director Ejecutivo del Centro de Investigación en Economía y Finanzas (CIEF) de la Universidad Andrés Bello, Economista de la Universidad República del Uruguay y Master en Economía de la Universidad Católica de Chile.

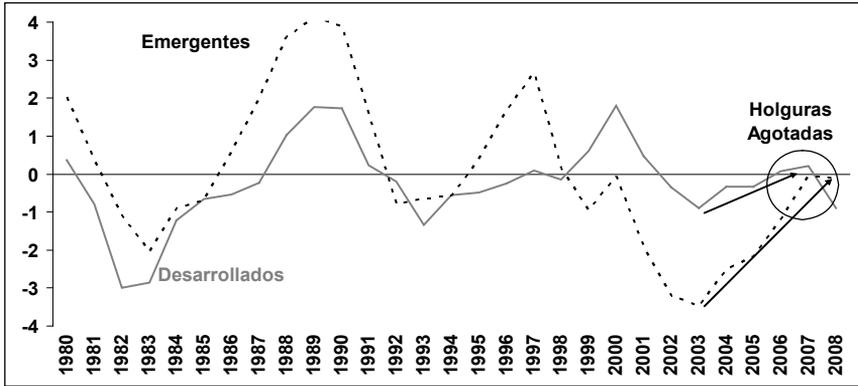
Como ustedes bien saben, se ha planteado que el esquema de metas de inflación que muchos países emergentes y algunos desarrollados han implementado en los últimos años está bajo amenaza, que habría que reexaminar ese régimen monetario. Mi conclusión es que simplemente enfrenta desafíos importantes o significativos, pero que el régimen como tal probablemente se va a consolidar después de este escenario de inflación más alta. O sea, simplemente estamos viviendo lo que siempre habíamos sabido y que quizás, en una coyuntura muy favorable: la "Gran moderación", el shock de China y otros países eventualmente deflacionarios a nivel global u otros factores – no voy a entrar en la discusión de cuáles son las razones de la gran moderación estructural y también cíclica... Pero volvemos en definitiva a lo que hemos sabido siempre: que no bastaba con fijar el destino del bote, sino que otra cosa muy distinta era guiarlo hacia el destino establecido.

Entonces, en esa situación estamos hoy. De alguna manera las aguas tranquilas por las que nos movíamos se han vuelto turbulentas, quizás turbulencias distintas a las de hace unos años atrás, pero turbulencias que en muchos países que tenían esquemas de metas de inflación supieron sortear. Chile, Brasil y otros países que enfrentaron situaciones críticas algunos años atrás sortearon bastante bien esas situaciones, por lo que mi visión es optimista sobre el régimen o sobre el esquema de metas de inflación.

Aquí hay gran discusión acerca de si la inflación hoy en los países emergentes es debida a shocks de oferta o a políticas de demanda. Esencialmente hay de las dos cosas. Han habido shocks de oferta que, individualmente en los países son considerados así (como shocks de oferta) pero que, al final, a nivel global, se han traducido en un shock de demanda. La demanda agregada mundial ha estado creciendo muy por encima de su tasa de largo plazo en los últimos años, por lo tanto de alguna manera las políticas expansivas lo han validado, mayoritariamente creo que en Asia, que acá tiene una tarea enorme por hacer, ahora lo vamos a ver, en materia de ajuste monetario por delante, y en alguna medida también en América Latina. Y quizás aquí los que aprendieron la lección de los setenta y están siendo firmes hoy contra la inflación son los países desarrollados.

De alguna manera los países emergentes hoy no tienen inflación por monetización de los déficits fiscales, como los tenían en los setenta, pero sí tienen el tipo de inflación que tenían los países desarrollados en los setenta: anclaje de expectativas, demanda agregada, etc. Al final creo

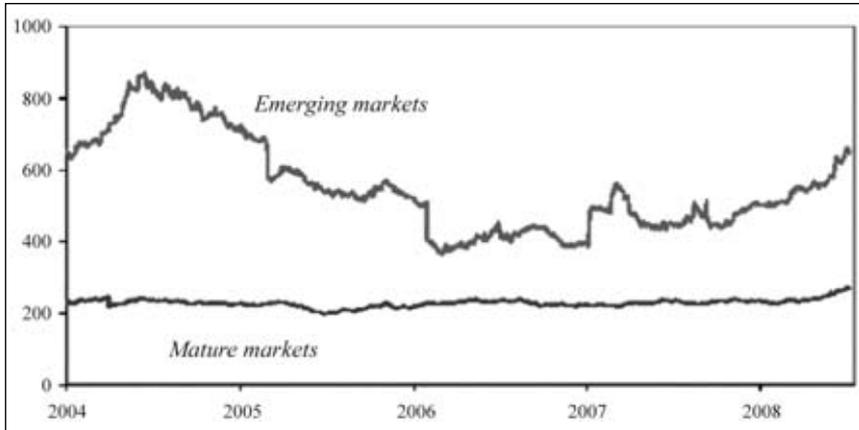
que la gráfica adjunta refleja de que esto no es sólo un problema de shock de oferta, que al final hay un problema de demanda agregada mundial.



Gráfica 5. Brechas de capacidad

Las holguras se agotaron. Este es el gráfico del Fondo Monetario de abril pasado¹⁴. Esencialmente las holguras que habían y que permitieron acomodar depreciaciones de moneda y demás sin tanto riesgo inflacionario en esta etapa, sobre todo en los países emergentes, hoy están agotadas. Por lo tanto, en definitiva, las políticas monetarias y las políticas fiscales tienen que responder para anclar las expectativas que se han desanclado en los países emergentes mucho más que en los países desarrollados (en la gráfica 5 se reproduce el del último informe del Fondo Monetario Internacional), donde hoy las expectativas inflacionarias en los países emergentes muestran algo así como seiscientos puntos, aproximadamente seis por ciento, a plazos relativamente largos, mientras que en los países desarrollados las expectativas se han mantenido bastante más ancladas.

14 Abril de 2008.



Gráfica 6. Compensaciones inflacionarias (puntos básicos).

Fuente: FMI

En esas aguas turbulentas y de mayor inflación nos estamos moviendo. Por lo tanto vale recordar, primero, lo que hemos aprendido. Tenemos cierto consenso después de tantos años: en el largo plazo la inflación es esencialmente un fenómeno monetario, nominal, que en un régimen de tipo de cambio fijo está asociado a la administración del tipo de cambio, y que en un régimen de tipo de cambio flotante está asociado al control de la cantidad de dinero en el largo plazo – la neutralidad de la política monetaria es una hipótesis que ha ganado mucha evidencia a nivel global – y que no hay *trade-off* en el largo plazo. O sea que tenemos también relativamente validada la hipótesis de la tasa natural de desempleo, es decir que no podemos comprar un poco más de crecimiento, un poco menos de desempleo, a cambio de un poco más de inflación en el largo plazo. Y, como bien mencionaba Jack, la mayor contribución que puede hacer la política monetaria en ese contexto es la estabilidad de precios. Esa es la mayor contribución que puede hacer la política monetaria al crecimiento de un país en el largo plazo.

Ahora bien, en el corto plazo sí hay *trade-off*. Influyen las expectativas de inflación, influye la brecha de capacidad – esa que para los países emergentes estaba cerrada –, influye la demanda interna y su válvula de escape que es el tipo de cambio, y en definitiva también las políticas de demanda interna, como mencionaba Roberto anteriormente, excesivamente expansivas con una válvula de escape tapada, cerrada, tienen una sola consecuencia: más inflación. Y también influyen otras variables de costos

o de shocks tales como las que se han materializado más recientemente (el precio del petróleo, etc.).

Pero al final, bajo un esquema de metas de inflación, la proyección y la expectativa de inflación actúan como el ancla del sistema. Por lo tanto tenemos que mantener firme el timón y firme el destino para de alguna manera suavizar el shock en términos de actividad que podría venir, digamos, de este desajuste de expectativas. Y en el corto plazo sí hay un *trade-off* entre desempleo y actividad e inflación, pero condicional a que esas expectativas de inflación estén ancladas. En la medida que se desanclen las expectativas el *trade-off* desaparece. El *trade-off* es una mejor definición en inglés que la traducción en español de dilema, intercambio, etc. porque en realidad *trade-off* en inglés da la idea de continuo, de una función continua, digamos que implica que están dispuestos a lograr las dos cosas al mismo tiempo sin sacrificar concretamente una.

Mecanismos de transmisión de política monetaria

Resumidamente, la política monetaria actúa sobre el tipo de cambio y el tipo de cambio actúa sobre la inflación total. La política monetaria, fundamentalmente en el tema que hemos estado discutiendo, influye sobre las expectativas de inflación y al mismo tiempo la política monetaria, al influir sobre las expectativas de inflación y el comportamiento de las tasas de largo plazo y otras variables (de crédito, etc.), tiene un impacto en la actividad o en la brecha de capacidad y por esa vía influye en los costos laborales e influye en los márgenes.

Plosser recientemente lo ha planteado notablemente al decir que el problema, por ejemplo, en los setenta no estuvo mayoritariamente en la influencia que pueden haber tenido los sindicatos en fijar los salarios. Los sindicatos actuaron endógenamente y simplemente, al ver expectativas desancladas, incorporaron esas expectativas a la fijación de precios. ¿Fueron al final los sindicatos los responsables de la inflación o fueron las expectativas desancladas? Y lo que concluye Plosser es que lo que definitivamente al final detonó la gran aceleración de la inflación, y la reacción de Volker después, fue esencialmente el desanclaje de las expectativas de inflación. Y si bien la política monetaria tuvo altos costos y a todos de alguna manera nos preocupa la palabra Volker, la verdad que Volker creó las condiciones para la gran moderación de los 25 años posteriores. Si

no se hubiera producido ese ajuste, probablemente no habríamos tenido la gran moderación y el rol de las políticas públicas durante los veinte o veinticinco años posteriores.

De manera que en la inflación, en el corto plazo, una de las variables fundamentales son las expectativas de inflación y la segunda es el rol de las políticas públicas sobre la demanda agregada y sobre la brecha de capacidad, sobre las holguras para determinar la inflación.

El rol de las políticas públicas sobre la demanda agregada

Partamos por el *rol de la política monetaria*. Primero, prevenir o combatir la forma efectiva y oportuna ese desanclaje de las expectativas de inflación. ¡Y cuidado! No confiarse en el anclaje. Este es un punto interesante, en el sentido que los Bancos Centrales no tienen que estar sólo mirando las expectativas de inflación, tienen que de alguna manera prevenir o anticipar el comportamiento de esas expectativas. Puede ser muy tarde o muy costoso actuar una vez que las expectativas ya se desanclaron, por lo tanto el rol de prevenir es muy importante aquí y no necesariamente limitarse a reaccionar ante expectativas desancladas.

Por supuesto que siempre mantener la credibilidad y el compromiso antiinflacionario. Como ha dicho más recientemente Frederick Mishkin, evitar o justificar cambios de metas de inflación o de horizontes de acción sin tener buenas razones científicas. Hay que tener buenas razones científicas para poder justificar eso porque claramente va a haber un cuestionamiento a la credibilidad y una meta menos creíble, y de esa manera también expectativas más inestables. Hay evidencia más reciente que establece que, digamos, una meta más creíble permite tener expectativas más estables y por esa vía lograr más eficientemente, con un menor costo, tener a la inflación baja.

En definitiva hay que evitar que el ancla flote a la deriva, que es lo que, de alguna manera, parte de los agentes económicos sienten hoy en algunos casos de los Bancos Centrales. En el caso de Chile, por ejemplo, después de una gran reputación, una alta credibilidad, hoy la poca credibilidad en la meta, la poca credibilidad en la política monetaria es claramente sorprendente. Y quizás hoy Brasil nos está dando un ejemplo de una acción mucho más decidida, mucho más preventiva en orden de mantener

las expectativas ancladas y controlar la inflación. En definitiva, la política monetaria tiene que combatir entonces en forma efectiva y oportuna ese desanclaje de las expectativas.

Segundo, en el canal relacionado con el crédito, las tasas y demás, acotar el crecimiento de la demanda agregada a su ritmo potencial, especialmente bajo condiciones de pleno empleo. Hay un rol para la política monetaria en circunstancias en donde estamos con algunas holguras disponibles o las expectativas están ancladas, pero no hay rol para la política monetaria hoy en el mundo si vemos que las expectativas de inflación están ancladas y al mismo tiempo estamos en pleno empleo.

Por último, y este tema está relacionado con el tema inicial de Roberto, la política monetaria tiene que reaccionar, prevenir o combatir aquellas presiones inflacionarias derivadas de un manejo cambiario agresivo, por ejemplo, que provenga del fisco, de intervenir en el mercado cambiario – algo en esta línea ha hecho Chile en estos últimos años – que intente situar el tipo de cambio real por encima de lo sugerido por los fundamentos. Esas presiones inflacionarias van a entrar en conflicto a partir de esa acción de otra institución o de otra identidad como puede ser el fisco que puede manejar los activos o la política de intervención, y en ese caso la política monetaria va a tener que reaccionar con mayor fuerza como hoy lo estamos viendo en el caso de Chile. Parte de las presiones inflacionarias derivadas de intentar ubicar el tipo de cambio real por encima de lo sugerido por los fundamentos se traduce en tasas de interés más altas y un costo mucho mayor en términos de actividad.

Como decía, sobre todo en los emergentes, las tasas de política han subido menos de lo necesario (gráfico 6). Esto es un resumen de la regla de Taylor estimada por JP Morgan para los países emergentes y ahí lideran el problema los asiáticos, que han sido expansivos mucho más allá de lo que correspondería.

Las tasas de interés hoy en Asia están 2.6 porcentuales por debajo de lo que deberían estar hoy como se ve aquí. En América Latina, Brasil, México – que han liderado el proceso de ajuste – tienen tasas de interés todavía en promedio digamos para América Latina nos hacen estar un punto por debajo. Pero en definitiva las tasas de política han subido menos de lo necesario, y de alguna manera tenemos políticas expansivas que han generado parte del problema. Esto no es sólo un problema de shocks de oferta.

	Variaciones (2008-II vs 2006-IV)				Efectiva Menos Regla
	Brecha de Capacidad	Inflación Subyacente	Tasa Regla Taylor	Tasa Efectiva	
Emergentes	1.9	1.2	2.8	0.7	-2.1
A. Latina	1.3	0.4	1.2	0.2	-1.0
CEEMEA	1.0	1.6	2.9	1.1	-1.9
Asia	2.4	1.4	3.4	0.8	-2.6

Fuente: JP Morgan

Cuadro 1.

¿Cuál es *el rol de la política fiscal*? ¿Puede la política fiscal ayudar en la inflación? Si los déficits fiscales se agravan ante caídas de los términos de intercambio lo primero es evitar la monetización del déficit del gobierno pues esa expectativa de una potencial monetización en el futuro, la expectativa de una política fiscal más expansiva o simplemente la vulnerabilidad de la política fiscal, puede estar ya hoy afectando las expectativas de inflación y por esa vía afectar la inflación en el corto plazo. Problemas relacionados con la política fiscal a futuro pueden estar hoy incorporados en las expectativas. Esto no es un problema hoy como podía serlo en el pasado, pero no está de más recordarlo, pensando en el porvenir de Argentina o de Venezuela, por ejemplo.

La política fiscal debe, como bien mencionada Roberto también, reducir al final el impulso fiscal pro-cíclico. Y ojo que las reglas fiscales a veces terminan siendo pro-cíclicas. La de Chile, a pesar de que en lo estructural es una regla anti-cíclica, en el margen terminó siendo una regla pro-cíclica y el gasto público del primer semestre creció en términos reales por sobre 10 por ciento, acompañando el crecimiento del sector privado.

Algo que ha estado en discusión en muchos países, incluido Uruguay y Chile también, es evitar rebajas tributarias o de tarifas públicas supuestamente desinflacionarias (eso es al final más impulso fiscal en el corto plazo) o subsidios generalizados y generalmente bastante regresivos que, digamos, no contribuyen mayormente a un impacto significativo. Sabemos que pueden tener efecto por una vez, pero también sabemos que no es un efecto perdurable y no es efecto desinflacionario por más tiempo. Y creo que la política fiscal tiene mucho que hacer en el caso de Uruguay

o en el caso de Chile también, donde todavía las señales de salarios gubernamentales pueden tener alguna influencia sobre los salarios o en las expectativas de los ajustes del sector privado y tienen que ser consistentes con la meta inflacionaria.

¿Cuál es *el rol de la política cambiaria*? Tampoco está de más recordar la neutralidad de la política cambiaria en el largo plazo. Así como la política monetaria es neutral, la política cambiaria también es neutral, no afecta al tipo de cambio real en el largo plazo y, como bien mencionaba Jack, esencialmente las variables que determinan al tipo de cambio real son: la posición de riqueza del país (la variable más importante, en términos más de largo plazo), la relación gasto-producto (el efecto Salter-Swan), el diferencial de ingreso per cápita o de productividad, etc., los términos de intercambio, el gasto público en relación al producto por su efecto composición y la apertura de la economía, el tamaño del sector transable.

Bien mencionaba Roberto que eventualmente en algunos países como China la intervención cambiaria puede tener un efecto en el corto plazo, básicamente derivado de la elasticidad de la curva de no transables. Al principio aumentos en el gasto, cuando la curva de no transables por abundancia de mano de obra o desempleo alto, digamos, tiene ese efecto en la demanda, si la curva de oferta de no transables es relativamente elástica no vamos a tener inflación o no va a haber un impacto en términos de inflación a causa de la intervención cambiaria. Eso se puede básicamente corregir y nosotros lo hemos hecho en algunos *papers* corrigiendo el efecto de Salter-Swan, el efecto del gasto, corrigiendo por el nivel de holguras que enfrenta la economía. Pero en el largo plazo, al final, la política cambiaria es neutral y si el tipo de cambio, si “*e*” evoluciona en forma inconsistente con lo sugerido por los fundamentos, tendremos efectos sobre la inflación. Para bien o para mal. Si el tipo de cambio está desalineado por debajo, habrá deflación o presiones deflacionarias como tuvo Argentina a finales de los noventa. Si hoy el tipo de cambio está muy por encima de lo que sugieren los fundamentos, tendremos a Argentina con inflación sobre el 30 por ciento. Eso es esencialmente lo que hemos aprendido y la evidencia nos muestra que va en esa dirección.

Y aquí el canal de transmisión – que Roberto decía cuál es al final el canal de transmisión entre el tipo de cambio real y la inflación – es muy fácil. El canal de transmisión parte de mezclar dos identidades, la identidad del tipo de cambio real, precios de transables sobre precios de no transables,

mezclarla con que al final la inflación es un fenómeno que depende de los precios de los transables y de los no transables:

$$\begin{aligned} T\hat{C}R &= \hat{P}T - \hat{P}N \\ \hat{P} &= \Omega \hat{P}T + (1 - \Omega) \hat{P}N \end{aligned}$$

Si uno combina esto, al final se da cuenta que la inflación tiene que ver con el tipo de cambio nominal en el largo plazo y con la inflación externa, corregido por lo que le está hoy pasando al tipo de cambio real:

$$\begin{aligned} \hat{P} &= \Omega \hat{P}T + (1 - \Omega) \hat{P}N = \Omega \hat{P}T + (1 - \Omega) (\hat{P}T - T\hat{C}R) = \\ & (\hat{E} + \hat{P}T^{US}) + (1 - \Omega) (-T\hat{C}R) \end{aligned}$$

Y si se lleva adelante una política muy agresiva en dirección a tener el tipo de cambio real más alto por encima de lo que sugieren los fundamentos y el tipo de cambio nominal no es válvula de escape para eso, el resultado va a ser más inflación. Cerrar la válvula cambiaría acrecienta las presiones inflacionarias y, aún peor, acrecienta las ganancias de los especuladores que ante este conflicto y ante la expectativa de que tarde o temprano la apreciación real va a aumentar (y se acrecienta más en esquemas donde hay unidades indexadas que permiten capitalizar mejor la apreciación real – eso no significa que esté en contra de la unidad indexada, sino que hay que tener estabilidad de precios y buen manejo desde el punto de vista cambiario), acrecienta las posiciones especulativas y al final la moneda termina, en términos reales, donde mismo. En América Latina hemos aprendido que es una ilusión pensar que por fijar el tipo de cambio nominal o administrar el tipo de cambio nominal vamos a tener ganancias reales de competitividad. Tarde o temprano los costos van a aumentar, como lo estamos viendo, y el tipo de cambio real queda en el mismo lugar, determinado por los fundamentos.

¿Puede la política monetaria afectar el tipo de cambio real en el corto plazo?

Como Jack mencionaba, algo en el corto plazo se puede hacer. Pero un tipo de cambio real alto no se consigue a través de mantener tasas de interés bajas en términos reales, a menos que éstas estén justificadas en altos niveles de ahorros. Haber ahorrado en el caso de Chile 30 por ciento

del producto desde el shock reciente, es decir haber acumulado un superávit fiscal en promedio de siete u ocho por ciento del producto durante cuatro o cinco años, permitió tener las tasas de interés más bajas, limitó el crecimiento de la demanda agregada y validó un tipo de cambio real bajo flotación más alto.

Al final el efecto es al revés. Un escenario de tasas bajas en términos reales induce una expansión de gastos que, vía la presión de los precios no transables, termina deprimiendo el tipo de cambio real. En pro de esa mayor competitividad, ¿qué puede hacer la política monetaria? Primero, limitar los excesos de gastos privados. Segundo, mantener la inflación baja y estable (esa es una forma de tener mejor competitividad y no volatilidad en la inflación). Y, como decía Jack, en el corto plazo eventualmente puede ser de ayuda el empujar o corregir algún desalineamiento cambiario, pero sólo en el muy corto plazo y hay que estar muy certeros. Tenemos que tener mucha certeza de que efectivamente hay un desalineamiento, porque de lo contrario podemos estar agravando el problema.

¿Puede la intervención esterilizada elevar el tipo de cambio real?

Como decíamos, en el largo plazo la intervención es esencialmente neutral en la determinación del tipo de cambio real. En el corto plazo puede influir. Aquí me estoy pasando a un régimen, el anterior, que si es la política monetaria la que puede afectar el tipo de cambio es más de flotación, me estoy pasando a un esquema de fijación o administración del tipo de cambio en donde países dolarizados – Perú, Chile, Uruguay, etc. – pueden estar discutiendo o están discutiendo si hay algún efecto por la vía de intervenir o administrar el tipo de cambio. En el corto plazo puede influir, pero en forma marginal y con riesgos (costos) que pueden ser considerables. Sin apreciación nominal, sin la válvula de escape, al final las tasas de interés van a tener que subir mucho más y eso es lo que sucedió en Chile en los noventa. Lo aprendió Chile y eventualmente no repitió el error durante varios años, pero en estos últimos meses, en el corto plazo, ha repetido ese error. Pero, sobre todo, los costos pueden ser considerables en el balance del Banco Central o las Tesorerías, que también están interviniendo en el bolsillo del contribuyente. En el caso de Chile el Banco Central perdió completamente su patrimonio y en estos últimos años el Tesoro debió reponer el capital perdido, el patrimonio perdido por la esterilización de

los noventa. Y eso lo pagamos todos, todos los contribuyentes, sin atenuar al final el impacto en materia de tipo de cambio real. Los otros costos considerables pueden estar en la estabilidad económica del país, o sea que cerrar la válvula de escape o tener esta intervención esterilizada es una invitación a un ataque especulativo.

En definitiva, en escenarios de desbordes inflacionarios con expectativas desancladas o con sobrecalentamiento, la "defensa" de determinados "objetivos cambiarios" acentúa el problema inflacionario sin ganancias reales de competitividad, sólo con la ilusión en el corto plazo de que por tener el tipo de cambio nominal alto, o incluso el tipo de cambio real alto, tenemos una fuerte alza en la competitividad. ¿Alguien piensa que lo que ha hecho Argentina ha aumentado la competitividad de Argentina? Hoy Argentina, siendo cinco veces más grande que Chile, tiene exportaciones que son exactamente las mismas que Chile, 70-75 mil millones de dólares.

El rol de los controles de capital

De alguna manera algunos analistas sugieren que para ganar autonomía monetaria y controlar la demanda agregada, se debe cerrar la cuenta de capitales. Aquí la evidencia que voy a mostrar no es evidencia que provenga de analistas o de académicos que se opusieron a los controles de capital. Proviene de la propia evaluación que hizo el Banco Central de Chile en un *paper* que publicaron Francisco Gallego, Klaus Schmidt-Hebbel y Leonardo Hernández hace unos años atrás evaluando si, al final de todo, el experimento de cerrarle la cuenta de capitales había tenido efecto o no. Los tres autores son del Banco Central, por las dudas.

Se ganó poca autonomía monetaria; el diferencial de tasas fue poco relevante, sólo uno por ciento en promedio y muy temporal; no impidieron la caída del tipo de cambio real (en los noventa en Chile el tipo de cambio real cayó 30 por ciento); no evitaron los costos cuasifiscales de la intervención (como decía, el Banco Central perdió todo su patrimonio y debió ser recapitalizado) y tuvo un leve impacto sobre la posición de endeudamiento externo (al final se les cerró la puerta y entraron por la ventana y el déficit en cuenta corriente fue de diez por ciento del producto prácticamente en el 98). Hubo sí algún efecto sobre la composición de flujos, sesgaron la estructura de financiamiento hacia deudas de largo plazo, pero con un efecto redistributivo brutal. ¿Quiénes se podían financiar afuera a tasas

más bajas a largo plazo? ¿Las empresas pequeñas, las PYMES? No, las empresas grandes. En definitiva el efecto de los controles fue muy marginal y devolvió la atención en estos últimos años a que para prevenir una apreciación mayor, ganar en autonomía de la política monetaria y tener bajas tasas de interés lo que había que hacer era ahorrar mucho en el Fisco.

Las políticas de competitividad

En todos estos debates pasan en un segundo plano. No hay duda que la competitividad afecta el crecimiento a largo plazo de los países, no hay duda que la competitividad tiene un impacto en el desarrollo. Pero lo cambiario, tanto nominal como real, es muy minúsculo dentro de las políticas de competitividad generales que debe tener un país. Y por el lado cambiario el mayor efecto se logra a través de un mayor ahorro fiscal. Nuestras estimaciones a partir de un modelo fundamental como el que se ha previamente mostrado, sugieren que el hecho de que Chile hubiera ahorrado casi 30 por ciento del producto fiscalmente en estos últimos años, evitó una apreciación real de al menos 30 por ciento. Incluso puede haber sido más si hubiera un efecto composición del gasto público, si se hubieran gastado los 30 puntos habría habido una apreciación real de 30 por ciento.

Una mayor apertura de la economía ayuda a que el tipo de cambio real se aprecie menos y por lo tanto tiene un efecto sobre la competitividad. Del mismo modo, la promoción de la productividad de los sectores no transables. Esto es muy elegante, en definitiva ustedes saben que promover la productividad de los no transables es más flexibilidad en el mercado laboral. Pero bueno, los economistas usamos estos eufemismos para no recibir piedras de los sindicatos y demás.

Otras dimensiones de las políticas de competitividad, reducir la presión tributaria, el “costo del Estado”, potenciar infraestructura, mayor capital humano, mejor educación, mejores y más baratos servicios de telecomunicaciones y energía, etc. etc. Discutamos esos temas en competitividad y abandonemos un poco la discusión de los temas más cambiarios.

El camino a seguir

El escenario actual de los países emergentes es de expectativas desancladas, de shocks de oferta ya persistentes y de holguras agotadas.

¿Cuáles son las alternativas, volviendo al esquema de metas de inflación? ¿Soltar el timón, esperando que pase la tormenta? Hay quienes lo han planteado. Eso sólo nos lleva a un mayor desanclaje de las expectativas inflacionarias y así se va a reflejar rápido en los mercados y al final en una espiral de precios y salarios (ahí los emergentes van a ser como los desarrollados en los setenta). O también nos puede dar ese manejo algo más de crecimiento en el corto plazo, podríamos aceptar que efectivamente puede haber algún efecto en crecimiento, pero luego vamos a tener esta inflación (otra vez los desarrollados de los setenta). O sea que en definitiva vamos a tener muchos mayores costos en el futuro y un ajuste mucho más fuerte por hacer.

La alternativa es mantener el timón firme y el tránsito hacia el destino, ser proactivos, anticiparse al desanclaje de las expectativas. En este caso el éxito va a depender fundamentalmente del manejo político y los problemas de inconsistencia temporal. De alguna manera hay que persuadir al sistema¹⁵, hoy tenemos que persuadir sobre los costos de la inflación.

Termino diciendo que, al final, *la política cambiaria y la política monetaria*, como creo que ya se reflejó, *son incapaces de resolver problemas estructurales* de desempleo, competitividad o crecimiento. No nos hagamos trampas al solitario. La mayor contribución que pueden hacer las dos es mantener la inflación baja y estable. En el corto plazo la política monetaria efectivamente puede suavizar el ciclo, siempre y cuando las expectativas estén ancladas. Sólo una política monetaria altamente creíble puede atenuar las fluctuaciones de la actividad y el empleo de forma eficiente y con un bajo costo. Sólo con credibilidad tenemos alta potencia en las políticas para hacer políticas contra-cíclicas. Sin credibilidad no podemos hacer ese suavizamiento del ciclo.

En definitiva, la inflación actual en muchos países emergentes no responde a la monetización de los déficits públicos, pero sí refleja la expansividad de las políticas monetaria, fiscal y cambiaria, y el desanclaje de las expectativas. Siempre creo que se van a levantar voces promoviendo demandas sectoriales en apoyo a un tipo de cambio real más alto etc., pero creo que deberíamos atender la mayoritaria aversión sobre la inflación. Creo que es un tema interesante, que a mí me ha llamado la atención lo que ha

15 Así como hace cinco o seis años hemos tratado de persuadir sobre los costos de la insolvencia fiscal.

pasado en las encuestas de opinión en varios países de la región sobre la aversión en los ciudadanos y los agentes económicos sobre la inflación, algo que lamentablemente lo tuvimos que vivir para de alguna manera ver cómo hoy han reaccionado después de los años de la “gran moderación”. Reencauzar la inflación va a traer costos indudablemente en el corto plazo, pero muchos mayores beneficios en el futuro. Cuanto mayor sea la complacencia del Banco Central, cuanto mayor o más lenta la reacción, mayor será el ajuste en el futuro y mayor claramente el costo a pagar.

En definitiva, independiente de la fuente del shock, hay poca tolerancia hoy para nuevas sorpresas inflacionarias en los países emergentes y por lo tanto es esencial evitar descoordinaciones e inconsistencias en las políticas. Aquí claramente hay que trabajar coordinadamente – y eso lo sugería también Roberto – en la política monetaria, en la política fiscal y la política cambiaria.

Otra cosa que no es menor es consolidar el esquema de metas de inflación; reducir la opacidad; aumentar la transparencia; simplificar el mensaje de los Bancos Centrales y mayor rendición de cuentas para explicar bien los desvíos; y mejores modelos y capacidades de análisis – creo que nos obliga a estar previendo mejor lo que puede venir en el futuro por el alto grado de incertidumbre en el que hoy vivimos; resistir las presiones políticas, eso era relacionado con la inconsistencia inter-temporal a la que hacia referencia previamente; y reforzar la autonomía del Banco Central de derecho y de hecho.

Dixit¹⁶ mencionaba que no habían vínculos tan explícitos entre gobernanza y Banco Central. Yo creo que los hay y son muy importantes. No basta con un contrato de autonomía del Banco Central que de todas maneras ha resultado ser más eficiente. Además, es muy importante que los hacedores de política validen de hecho, en los hechos, *de facto*, la estabilidad de precios que está hoy corriendo un alto riesgo de mantenerse.

En definitiva, la consolidación del esquema de metas de inflación me parece que es lo más razonable para que los países emergentes de alguna manera reencausen sus tasas de inflación a las metas que tiene cada uno de ellos.

16 Avinash Dixit, en su conferencia de apertura de las XXIII Jornadas Anuales de Economía, reproducida en la Revista de Economía, Vol.15, N° 2.

SESIÓN DE PREGUNTAS Y RESPUESTAS

Preguntas

(1) - This is a question for Jack. You talked about the case of the United States and whether it might have been better to follow a policy of leaning against the wind with what turned out to be an asset bubble in housing prices and other things. What do you think about the exchange rate, is it only a relative price or does it also have to do with domestic assets? You have just said that in Canada you tried to slow down the appreciation of the Canadian dollar but don't you think that there can also be that kind of issues – is it a bubble, is it a permanent appreciation? – and how do you think that impacts on exchange rate policy. The swings in Canada were impressive, but something we get very often in Latin America is very wide swings in exchange rates: sometimes you are on the top of the world, sometimes you are completely at the bottom.

(2) - En la medida que la inflación es un problema global en este momento, parecería que los esfuerzos individuales de controlar la inflación podrían llegar a ser de alguna manera estériles. ¿Es suficiente con avanzar hacia un sistema de *inflation targeting* global o se necesita poner en práctica algún tipo de mecanismo de coordinación más explícito para las políticas monetarias a nivel internacional?

(3) - Yo tengo un comentario al modelo que planteaba el Profesor Frenkel. Yo creo que el modelo omite un par de variables. Una variable son los aspectos patrimoniales que tiene en la otra balanza el Banco Central con lo cual el asunto contable es mayores pasivos en moneda nacional y mayores activos en moneda extranjera pero con un proceso de apreciación cambiaria nominal administrada, si se quiere. Creo que es uno de los puntos que hay que considerar en la pintura. El otro vinculado también a que la tasa de interés no es constante en esos esquemas de solvencia tradicional, de dinámica de deuda, sino que hay que comparar las expectativas, con lo cual una tasa de interés que sube le resta margen de maniobra y reduce mucho más el limitado impacto que tiene esa política monetaria más autónoma.

Con esto quiero hacer dos comentarios, que son más bien de libro de texto pero que también son de la coyuntura Uruguay 2008. Una mayor tasa de interés, en el esquema tradicional, siembra dudas sobre la solvencia global y ciertas dudas sobre los límites del déficit fiscal del sector público

global. Eso es típica dinámica de deuda, pero también fue una discusión que existió durante este año 2008 por parte de técnicos del Banco Central y de muchos analistas. El otro punto es sobre la credibilidad de la propia política monetaria en el manejo de la inflación, porque en algún momento la dinámica LRM puede ser tan grande que sube el stock de letras del Banco Central, más descapitalización patrimonial. Eso puede llevar a dudas sobre la conducción de la propia política monetaria para manejar la inflación, o sea que en algún momento se debería monetizar esa dinámica de letras. Este tema también estuvo presente en el debate académico y técnico en el primer semestre en Uruguay.

Respuestas

John Selody: Asset bubbles. Let me just say a few things about those. They are complicated things, they are something which I think monetary policy is struggling with right now. As to the exchange rate being different from other asset prices, I would argue that the exchange rate is no different. It is highly volatile, it jumps a lot, but conceptually I do not see anything that would differentiate it as an asset price from others.

Central bankers I talked to are very torn about whether they think monetary policy should respond to asset price bubbles or not. I think the reason they are torn is because bubbles are not in our models, and we tend to ignore things that are not in our models. I will try to answer this question by asking if, supposing that bubbles were in our models, would we respond to them? And I think the answer there is yes, because essentially bubbles are disruptive, they distort economic behavior. Monetary policy, by demand management, can do something about it. We can also give information. So I think if these asset prices were in our models, we would be responding to them as to other variables that are in our models.

But because they are not in our models, there are two issues. One is the burden of proof. It is very hard to identify an asset price bubble, to predict when it is going to end or what is going to happen. So I think one has to have a very high burden of proof, to be fairly sure that there is a bubble there, before one can respond. But this does not mean one should not respond.

The criticism that one often gets is that because a variable is not observable we cannot do anything about it. But I would argue that there are

a lot of variables that we respond to that are unobservable. For example, the output gap, inflation expectations, natural rates of unemployment. So economists can work with unobservable variables, it is just that we have to do a fair bit of work to make sure they are there. So, I come out as saying yes, we all should lean against asset bubbles and respond to them, especially in the early stages, and we should do it aggressively. But that is not a universally held view, that is a very controversial area.

Roberto Frenkel: Los trabajos sobre los que he hablado se refieren a la posibilidad de manejo de las tasas de interés. Se puede optar por tener instrumentos de tasa o instrumentos de cantidades. Modernamente, a veces, generalmente, se tienen tasas instrumentales. Y bueno, el trabajo mío nos enfoca sobre otros efectos, por ejemplo los efectos sobre el sector público en general, sobre la deuda pública, que son efectos que objetivamente puede tener. Por ejemplo, el caso de Brasil es un ejemplo de *inflation targeting* exagerado, es decir, muy acentuado, con tasas de interés muy altas. Bueno, ahí había toda una recomendación para altas tasas de interés que según los brasileños son necesarias porque tienen una baja elasticidad de la demanda agregada o incertidumbre institucional o riesgo jurisdiccional, obligan a obtener tasas muy altas pero esas tasas le generaban dinámicas insostenibles a la deuda pública. Entonces, por un lado tenían una política de generar credibilidad por el lado de la política monetaria, y por otro lado la deuda pública en un contexto de apreciación del tipo de cambio y con mucha deuda externa pública en reales. Es decir, estos son problemas de consistencia de la política que no están tratados en mi trabajo pero que efectivamente hay que tomar en cuenta.

El argumento que yo hago – y que se ha dicho acá, lo ha dicho el profesor Lema – no se puede hacer política monetaria autónoma en un contexto de libre movilidad del capital. El trilema como una revelación de las verdades fundamentales de la religión, algo que ni se discute. Como por ejemplo acá en esta mesa todo el mundo también habla de la tasa natural de desempleo como si fuera algo probado, cuando en realidad está sometido a grandes discusiones... o de mercados eficientes en el medio de una crisis internacional de la masita. Yo voy a discutir de lo que sabemos, no de lo que no sabemos. No voy a dar por supuesto como ha dicho Lema, presentar toda la teoría macroeconómica ortodoxa en forma de prédica. De muchas de esas cosas no sabemos nada. En realidad son cuestiones de libros de texto, muchas de ellas no están probadas, etc. Yo quiero ir a las cosas que más sabemos.

Sobre el tema de coordinación global ahí hay un punto justamente: ¿se puede hacer política monetaria local cuando los impulsos inflacionarios son de naturaleza internacional? Bueno, yo creo que hoy muchas políticas, por ejemplo, las políticas para salir de la crisis financiera de Estados Unidos, están condicionadas por el hecho de que no hay coordinación global a nivel de las políticas macroeconómicas a nivel internacional. Pero una lucha contra la inflación a nivel internacional requeriría una conferencia mundial sobre la coordinación de políticas macroeconómicas y esto es algo que Estados Unidos no ha querido plantear. El principal objetor a esa posibilidad ha sido el gobierno de Estados Unidos. Por ejemplo, requeriría definir algún marco de coordinación de políticas cambiarias. Entonces, en ese contexto, sí se podría pensar en discutir a nivel global una política para las próximas *commodities*, por ejemplo. Yo creo que sería necesario.

El último punto que quiero hacer es sobre este tema de Canadá y la política cambiaria. En realidad, hay dos trabajos del Fondo Monetario, los dos hechos del año 2006, que son trabajos econométricos sobre crecimiento, superávit, presupuesto de la cuenta corriente y tipo de cambio real. Estos trabajos muestran que para los países desarrollados no se verifica una correlación entre crecimiento y superávit de cuenta corriente titular. Efectivamente, me parece que Canadá no es una excepción a esta característica. Es un cambio bien diferenciado en los países en desarrollo o subdesarrollados – como quieran llamarle – en esta muestra que es del año 1970 al 2004 hay una clara correlación entre el resultado de la cuenta corriente y el crecimiento, o sea crecieron más los que menos ahorro interno tuvieron, una correlación positiva en este tipo de cambio real (como lo vemos nosotros) cuando más alto da positivamente con relación a los resultados de la cuenta corriente y con el tipo de cambio real. Más recientemente hay otros trabajos como el de Rodrik que citó el Profesor Selody, Aguirre y Calderón (investigadores del Banco Central de Chile) también basado en una muestra muy amplia de países. Digamos, una gran correlación entre el *missalignment* (o sea apreciación o depreciación) y el resultado de la cuenta corriente (el crecimiento).

Después tenemos los casos exitosos. China viene creciendo a tasas muy altas desde los 80s y eso significa casi 40 años de crecimiento rápido. En el caso de China, durante todo el periodo que mantuvo el tipo de cambio real depreciado, más recientemente estuvo apreciando, pero ahora ya tiene déficit de cuenta corriente – durante todo el periodo del milagro de la India

también. Es decir que hay casos, están los casos de los países del este de Asia que acompañaron después de la crisis del 98...

Entonces, sabemos que hay esa correlación. Sabemos también que no se puede hacer *fine tuning*. La teoría neoclásica no tiene una explicación clara – por eso es lo que planteaba Selody – no tiene explicación clara de cuáles son los mecanismos que operan en favor del crecimiento. Sabemos que eso funciona así, pero no sabemos dentro de la caja negra de causalidad cuáles son los mecanismos, y ni siquiera sabemos si los mecanismos son los mismos en Asia que en la Argentina. Sabemos que probablemente tiene que ver con el efecto que una mayor apertura hacia el exterior genera sobre la competitividad, la absorción de nuevas tecnologías, etc.

Hay una visión más simple, keynesiana, donde tenemos fortalecimiento de rentabilidad del sector transable, utilidades esperadas con bastante certidumbre porque uno está dando una señal de expectativas de tipo de cambio real y de precios relativos estables y favorables a los beneficios a largo plazo. En ese contexto vamos a decir en una imagen de *profit-led investment*, donde claramente afecta el tipo de cambio real, no me parece que haya tanto secreto sobre el efecto positivo del tipo cambio real sobre el crecimiento. Cuando se tiene la visión de pleno empleo donde el crecimiento resulta del ahorro principalmente, que es que el genera la inversión y no al revés, que es la inversión que tiende a generar los ahorros que la financian, entonces queda maduro ahora, desde una visión keynesiana, no me parece que tenga tantos secretos.

Por último, se han aplicado tantas políticas que no tenían idea de cómo operaban porque se sabían que operaban en una cierta dirección, que en estas que sabemos que opera positivamente no es malo experimentar – ¿no es cierto?

Aldo Lema: Bueno, los experimentos pueden ser muy costosos y creo que lo que es importante es recordar también de que en crecimiento hemos tenido algunos aprendizajes importantes. De lo que recuerdo de la evidencia más reciente, en ningún caso el tipo de cambio real *per se* es una variable que incide a largo plazo.

Ahora, volviendo a la única pregunta que de alguna manera me sentí que podía responder. No hay duda de que hay que promover mayor

coordinación. Si ustedes leen a John Lipsky¹⁷ en el último discurso su conclusión fundamental es esencialmente que el Fondo esta detrás de un proceso de coordinación. Pero aquí los grandes responsables probablemente en el corto plazo están más en los países emergentes, como ustedes ven, y en Asia en particular, donde las políticas monetarias y fiscales han sido mucho más expansivas de lo que una regla de Taylor básica en el caso de la política monetaria sugiere, o incluso con medidas heterodoxas a través de controles de encajes - el caso de China -, con efectos dudosos o limitados sobre la demanda agregada en ese caso.

Respecto al tema de la crisis y sus efectos en política monetaria y demás, yo creo que si uno lee a Plosser o a Minsky, yo creo que la Fed más temprano que tarde va a empezar el ajuste de tasas. La Fed va a separar lo que son temas de liquidez, de solvencia, de manejo financiero, de la política monetaria. Eso lo que tuvo de alguna manera en un esquema híbrido durante estos meses. Pero lo que uno lee, lo que uno percibe, es que la Fed tiene el retrovisor bien limpito respecto de lo que pasó en los 70s y el efecto del desanclaje de las expectativas de inflación.

Por lo tanto, yo creo que vamos camino a un escenario donde, para parar esta expansión de la demanda agregada mundial, vamos a tener ajustes de tasas y eso es lo que naturalmente va a tener un impacto en los precios de los *commodities* y en un período más turbulento en los próximos años. De alguna manera creo que hoy las políticas tienen que advertir y prepararse para ese escenario. En los países emergentes vivimos y tuvimos la etapa fácil. Creo que la etapa fácil se terminó. Y en esta etapa, ahora, el capitán que tiene el timón bien firme va a tener que mantenerlo firme para llevar el bote a destino.

Un punto sobre lo que mencionó Jack que me parece importante. Efectivamente hay evidencia que tiende a mostrar que la intervención cambiaria en el corto plazo sólo tiene un efecto sobre la volatilidad. En el caso de Chile, ese efecto de la volatilidad es del 3 a 4 por ciento. Ese es el efecto de la intervención del 2001-2002 en Chile y es el efecto de la intervención más recientemente, no más de un 3 ó 4 por ciento en el corto plazo. Con un doble costo: hoy el Banco Central de Chile está haciendo el *mea culpa* de que, al haber intervenido en circunstancias que los fundamentos no lo sugerían, agravó el problema de la inflación (Chile tiene 9,5 por ciento

17 Primer Subdirector Gerente del Fondo Monetario Internacional.

de inflación en 12 meses y los indicadores de inflación subyacente en el mismo nivel), en parte respondiendo a presiones políticas, sectoriales, académicas – Ricardo Ffrench-Davis y demás – de que había que intervenir. El resultado es que la inflación hoy va camino a ser de 2 dígitos en Chile, una situación que nos llama la atención: que el buen alumno tenga inflación sobre el 10 por ciento, en parte por ese efecto.

En definitiva, también al intervenir en el corto plazo y reducir la volatilidad tiene un costo importante. Al final termina por subdesarrollar los mercados de derivados. Si hay un seguro implícito, en definitiva va a haber una menor propensión a pagar los seguros privados y por lo tanto en definitiva va a haber un efecto importante de reversión del desarrollo de los mercados de derivados de moneda para que los privados, por su cuenta, cubran los riesgos que están tomando.