

**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO**

**FACULTAD DE ECONOMIA**

**DIVISION DE ESTUDIOS DE POSGRADO**

**ESPECIALIDAD ECONOMIA MONETARIA Y FINANCIERA**

**PROF. BERNARDO CRUZ HERNANDEZ**

**ENSAYO PARA LA OBTENCION DEL GRADO  
ESPECIALISTA EN ECONOMIA MONETARIA Y FINANCIERA**

**INSTRUMENTOS DE REGULACION MONETARIA EN AMERICA LATINA**

**BRIBIESCA SILVA CLAUDIA JACQUELINE**

**MARZO 2008**



Universidad Nacional  
Autónoma de México



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

<b>INTRODUCCION</b>	<b>4</b>
<b>1. EL BANCO CENTRAL Y LA POLITICA MONETARIA</b>	<b>6</b>
1.1. Objetivos de la política monetaria	6
1.2. La política monetaria en una economía	8
1.3. Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria	8
<b>2. LOS INSTRUMENTOS DE LA POLITICA MOENTARIA</b>	<b>10</b>
2.1 Los instrumentos convencionales	11
2.2 Los nuevos instrumentos	14
<b>3. RIESGOS EN LA APLICACION DE LOS INSTRUMENTOS DE LA POLITICA MONETARIA</b>	<b>17</b>
<b>4. INSTRUMENTOS DE REGULACION MONETARIA EN AMERICA LATINA</b>	<b>19</b>
<b>BRASIL</b>	<b>21</b>
<b>ARGENTINA</b>	<b>23</b>
<b>VENEZUELA</b>	<b>26</b>
<b>COLOMBIA</b>	<b>28</b>
<b>CHILE</b>	<b>31</b>
<b>MEXICO</b>	<b>33</b>

<b>CUADRO COMPARATIVO ENTRE LAS SEIS ECONOMIAS LATINOAMERICANAS</b>	<b>36</b>
<b>CONCLUSIONES</b>	<b>39</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>41</b>

# INTRODUCCIÓN

En la mayoría de los países del mundo, los bancos centrales están entre los actores más importantes de los mercados financieros; ya que son las autoridades del gobierno a cargo de la política monetaria. Las políticas que utilizan los bancos centrales en los diferentes países son muestra de lo necesarios que son ya que de lo contrario se generarían problemas que perjudicarían al país.

Las funciones de la banca central están directamente comprometidas a preservar el valor de su moneda, mediante el apropiado suministro de numerario para facilitar las transacciones económicas y la aplicación de una adecuada política monetaria.

En la última década se ha fortalecido la autonomía de los bancos centrales de la región, se ha hecho más preciso y restringido su objetivo de privilegiar la estabilidad de precios en la economía, el mismo que ha originado importantes cambios respecto a las tradicionales formas de atender los servicios de tesorería y aplicar la instrumentación de las operaciones de regulación monetaria.

Adecuándose al avance tecnológico, se viene experimentando el uso de sistemas integrados de administración, de custodia de valores y mejoras para alcanzar una óptima seguridad y calidad en la fabricación de billetes y monedas. Por otro lado, la instrumentación de la regulación monetaria ha evolucionado hacia una mayor utilización de los mecanismos de mercado, enfrentando de esta forma mayores riesgos que las tradicionales intervenciones.

La mayor dependencia de los sistemas electrónicos y de información, y de los riesgos asociados a las operaciones y el manejo de los instrumentos de regulación monetaria, han impuesto nuevos retos a las autoridades monetarias para mejorar constantemente el control de que se presenten en dichos riesgos.

El presente documento intenta describir los aspectos conceptuales sobre las principales actividades que involucran la regulación de la política monetaria. Además de un análisis de las 6 economías más importantes de América Latina, dentro de su política monetaria, donde

descubriremos los instrumentos que utilizan para regulación de la misma. De esta forma veremos el comportamiento económico de algunos países de América Latina, para saber si es verdad que la instrumentación monetaria puede ser la misma sin importar la situación económica del país y así desarrollar una política monetaria benéfica para este.

Teniendo como objetivo principal el análisis de los instrumentos de política monetaria de América Latina, esto para saber si los instrumentos utilizados en las principales economías Latinoamericanas son los mismos o cada quien los adecua dependiendo de sus necesidades esto con la hipótesis de que América Latina se caracteriza por tener países en desarrollo.

El documento desarrolla diferentes temas iniciando por la Banca central y su política monetaria, así como los instrumentos monetarios que esta utiliza para desarrollar sus diversas políticas, terminando por un análisis a las economías de América Latina.

# 1. EL BANCO CENTRAL Y LA POLÍTICA MONETARIA

En una economía monetaria, el dinero que maneja el público no es el único medio de cambio, las personas utilizan diversas formas de dinero para hacer efectivas sus transacciones. Incluso en estos días no es casual ver que las personas pagan sus compras en los diversos establecimientos utilizando medios de pago como tarjetas de débito, que comúnmente sólo se utilizaban para retirar dinero de cajeros automáticos o tarjetas de crédito.

Por ello, me parece que, cada vez es más complicado para los bancos centrales el manejo de la oferta monetaria. Para un banco central esto es crucial, porque la discrepancia entre oferta y demanda de dinero, bajo ciertas circunstancias, podría ocasionar presiones inflacionarias o deflacionarias en una economía.

Los intermediarios financieros no sólo le sirven como fuente de información sino que también, a través de ellos, el banco central hace posible que sus instrumentos de manejo monetario operen en los mercados de dinero. Lo anterior no se debería entender como que los intermediarios financieros son importantes sólo para un banco central porque se sirve de ellos para la aplicación de su política monetaria. Definitivamente, el papel de un intermediario financiero es muy importante en una economía porque contribuye principalmente a mejorar la eficiencia en la asignación de recursos; y es que debemos recordar que un intermediario financiero es aquella empresa cuya actividad típica es la recibir fondos del público y, mediante la transformación de plazos y cantidades, conceder créditos a aquellas personas o empresas que los necesitan. Se podría decir que la base de la relación entre los bancos centrales y los intermediarios financieros parte de las regulaciones que impone el primero sobre los segundos.

## 1.1. Objetivos de la política monetaria

En la mayoría de las economías monetarias del mundo, los bancos centrales son los responsables de la formulación e implementación de la política monetaria, la cual ayudara a la administración de dinero y tasas de interés. La formulación de la política monetaria consiste en el desarrollo de un plan que tenga como meta lograr determinados objetivos.

Los objetivos que pueda tener un banco central varían de un país a otro, pero es cada vez más frecuente que se centren en la estabilidad monetaria. La estabilidad monetaria de un país

(esto es, no tener inflación o deflación), es un factor muy importante que contribuye al logro del resto de objetivos, incluyendo el crecimiento económico. ¿Cómo lo hace?, muy simple el banco central debe encargarse de que no existan fluctuaciones en el nivel de precios, es decir, que no exista inflación i deflación, además la estabilidad monetaria es importante por el simple hecho de que nos indica que la moneda del país no tiene variaciones sustanciales con respecto a las divisas de otros países, generando confianza hacia los países para que puedan invertir en el país. La autonomía de un banco central es muy importante para que la política monetaria sea llevada a cabo con independencia. De hecho Stanley Fischer, define dos tipos diferentes de independencia de los bancos centrales; la independencia por instrumentos que es la capacidad del banco central para establecer instrumentos de política monetaria; y la independencia de la metas que es la capacidad del banco central para establecer las metas de política monetaria. Así que si los bancos centrales tienen independencia en estos rubros, se llevará a cabo una política monetaria sana lo que se convertirá en un país con beneficios económicos. Otros bancos centrales se concentran en las tasas de interés porque entienden que hace de eslabón entre el sector monetario y el real. Así, cambios en la cantidad de dinero deberían afectar las tasas de interés, y con ello el crédito en una economía.

Independientemente de la estrategia y objetivos escogidos, un banco central utiliza determinadas herramientas o instrumentos para implementar su política monetaria. La aplicación de la política monetaria ha ido evolucionando en el tiempo. A pesar de que el objetivo sea el mismo, los bancos centrales pueden ir cambiando sus instrumentos o poner énfasis sobre determinadas variables. Los cambios que se han dado en la formulación de la política monetaria han ido acompañados de cambios en la forma de implementación de la política monetaria.

Recientemente, el énfasis ha estado en la aplicación de instrumentos de mercado, los cuales pueden ser instrumentos de deuda de corto plazo y/o fácil realización (En México, principalmente Cetes, aceptaciones bancarias, papel comercial, ajustabonos y Udibonos), antes que en la aplicación de instrumentos directos, tales como la exigencia de reservas (encajes). Para un banco central, la ventaja de aplicar las operaciones de mercado abierto (títulos o bonos que vende o compra un banco central para generar cambios en la base monetaria), radica en su flexibilidad y en la rapidez para afectar los diferentes agregados monetarios. Sin embargo, independientemente del tipo de instrumento, la motivación es la misma: el ajuste (incremento o reducción) de la oferta de recursos monetarios en una economía, de tal forma que se adecue al nivel deseado de dinero. (Romo, 2001)



## 1.2. La política monetaria en una economía

Es difícil para los gobernantes tomar la decisión adecuada para poder mantener la estabilidad de un país, pero cuando las autoridades económicas deciden la política económica, deben elegir entre los cambios de política repentinos y los graduales. Los primeros pueden aumentar la credibilidad de los responsables de la política económica pero se basan en una información limitada. Los segundos permiten tener en cuenta la nueva información conforme la economía avanza hacia su objetivo.

Para formular la política económica, las variables económicas pueden clasificarse en objetivos (metas identificadas de la política económica), instrumentos (herramientas de la política económica) e indicadores (variables económicas que indican si estamos acercándonos a nuestros objetivos).

Existen claramente ocasiones en las que deben tomarse medidas monetarias y fiscales activas par estabilizar la economía. Se trata de situaciones en las que la economía se ha visto afectada por grandes perturbaciones.

## 1.3. Mecanismo de transmisión de la política monetaria

Según Dornbusch, Fischer y Startz (2002), el mecanismo de transmisión consta de dos pasos esenciales. En primer lugar, un aumento de los saldos reales provoca un desequilibrio en las carteras, es decir, al tipo de interés y nivel de renta existentes, el público tiene más dinero del que desea, lo que lleva a los tenedores de carteras a intentar reducir sus tenencias de dinero comprando otros activos y alterando así los precios y los rendimientos de los activos. En otras palabras, la variación de la oferta monetaria altera los tipos de interés. La segunda fase del proceso de transmisión se produce cuando la variación de los tipos de interés afecta a la demanda agregada.

Cabe mencionar que un banco central evaluará el impacto de un instrumento de política monetaria con base en su impacto en la liquidez de las instituciones financieras, que al ver afectada su posición de caja deberían reaccionar de forma tal que su rentabilidad no sea afectada. Los objetivos intermedios son fácilmente controlables para un banco central, ya que son variables que se observan, lo que no siempre ocurre con la variable que está contenida en el objetivo final. Lo importante es que debe haber una estrecha relación entre la variable intermedia y el objetivo final. Entre los diversos objetivos intermedios destaca la variación de

algún agregado monetario, de una condición monetaria (como por ejemplo una tasa de crecimiento de la base monetaria) o del nivel del tipo de cambio (Pastor, 1999).

En la literatura económica se reconocen cuatro canales de transmisión de la política monetaria. El canal más conocido se refiere al efecto directo de la política monetaria sobre las tasas de interés. Se supone que cambios en las tasas de interés pueden afectar las decisiones de ahorro e inversión de las familias y las empresas, lo que finalmente afectaría la demanda agregada y el nivel de precios de la economía.

Otro canal de transmisión se refiere al impacto que puede ocasionar el cambio de la tasa de interés sobre algunos precios en una economía. Lo que normalmente sucede es que variaciones positivas de las tasas de interés pueden afectar negativamente el precio de los activos financieros, tales como los bonos y las acciones, así como el precio de los bienes raíces.

El tercer canal de transmisión radica en que la variación de las tasas de interés podría afectar la entrada o salida de capitales en una economía, que a la larga podría tener impactos sobre el tipo de cambio. Variaciones en el tipo de cambio podrían afectar las decisiones de consumo entre bienes nacionales e importados. Lo último puede afectar la demanda agregada, así como las decisiones de producción, lo que finalmente podría afectar el nivel de precios de una economía.

El último canal está vinculado a la disponibilidad del crédito. Una política monetaria restrictiva debería afectar adversamente la disponibilidad de crédito y así a los niveles de producción y precios de una economía.

## 2. LOS INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA

El instrumento de la política, es una variable que responde a las herramientas del banco central e indica la postura de la política monetaria, ya sea esta laxa o rigurosa. Son herramientas que manipulan directamente las autoridades económicas. Por ejemplo, el banco central puede tener un objetivo relacionado con los tipos de cambio. Su instrumento sería la compraventa de oro de otras reservas.

Los bancos centrales son las autoridades responsables de proveer de moneda y de instrumentar la política monetaria. Esta última está asociada al conjunto de acciones a través de las cuales la autoridad monetaria determina las condiciones bajo las cuales proporciona el dinero que circula en la economía, con lo cual influye en el comportamiento de la tasa de interés de corto plazo.

La definición de los objetivos que debe perseguir la política monetaria ha sido un tema que ha ocupado a los economistas y a la opinión pública desde que los bancos centrales se consolidaron como las entidades responsables de proveer a las economías de moneda nacional y de instrumentar la política monetaria.

Los bancos centrales conducen su política monetaria afectando las condiciones bajo las cuales satisfacen las necesidades de liquidez en la economía. Esto se lleva a cabo a través de las condiciones bajo las cuales la autoridad monetaria proporciona dicha liquidez a los participantes en el mercado de dinero, ya sea mediante modificaciones en algunos rubros del balance del banco central o con algunas medidas que influyan de manera más directa sobre las tasas de interés de corto plazo.

### Los instrumentos convencionales

#### Los requerimientos de reservas o encajes

Para regular la liquidez del mercado de dinero, el uso de los requerimientos de reserva o encajes solía ser el instrumento más utilizado por los bancos centrales. Una de las grandes desventajas de este instrumento es que su aplicación no tiene resultados inmediatos en la liquidez en el mercado de dinero, ya que si bien afecta la base monetaria de manera inmediata, el impacto principal se da a través del multiplicador monetario y la expansión o contracción del crédito.

El multiplicador monetario es el cociente entre la cantidad de dinero y la cantidad de la base monetaria. Formalmente se deriva de:

La oferta monetaria está formada por:

Ecuación 1  $M = E + D$

El dinero de alta potencia es formado por el efectivo más las reservas

Ecuación 2  $B = E + \text{reservas}$

Ahora bien, para resumir la conducta del público, de los bancos y del banco central tenemos lo siguiente:

$e = E / D$ , esto es el cociente entre el efectivo y los depósitos

$r = \text{reservas} / D$  que es el coeficiente de caja o de reservas

Por lo tanto:

$$M = (e + 1) D \quad \text{y} \quad B = (e + r) D$$

Entonces:

Ecuación 3  $M = \frac{1 + e}{r + e} B = md * B$

donde:  $md = \text{el multiplicador del dinero}$

$$md = \frac{1 + e}{r + e}$$

El multiplicador del dinero es mayor cuanto menor sea el coeficiente de reservas.

El multiplicador del dinero es mayor cuanto menor sea el cociente entre el efectivo y los depósitos,  $e$ , ya que cuanto menor es  $e$ , menor es la proporción de la cantidad de dinero de alta potencia que se utiliza como efectivo (que sólo convierte el dinero de alta potencia en dinero en una proporción de uno a uno) y mayor la proporción que queda para reservas (que

se convierten en dinero en una proporción mucho mayor que uno). (Dornbusch, Fisher y Startz, 2002)

Dado que uno de los principales objetivos del encaje ha sido la protección de los depósitos del público, este instrumento todavía es utilizado en países que enfrentan problemas de alta inflación o donde hay una inestabilidad de los depósitos. Países que enfrentan inflaciones bajas tienden a desechar su uso. Otra razón por la cual los bancos centrales han dejado de utilizar los requerimientos de reservas es que funcionan como un impuesto a la intermediación financiera, que puede elevar significativamente el costo de crédito y castigar a los depositantes. Esto último porque los bancos tienden a buscar otras fuentes de financiamiento más baratas que los depósitos del público.

Otro argumento para dejar el uso del encaje radica en que los banqueros buscan alternativas para escapar de las regulaciones. Para esto, los bancos crean nuevos instrumentos de captación que no están afectos a los requerimientos de encaje. Si a esto se suma la importante reducción de costos que impone el desarrollo de la tecnología de información, se hace más fácil evadir esas regulaciones. Sin embargo, en algunos países donde la moneda local ha sido desplazada de manera importante por la moneda extranjera, los bancos centrales todavía utilizan los requerimientos de reservas para los depósitos en moneda extranjera. De esa manera, se limita la expansión del crédito bancario en esa moneda, para así evitar afectar al tipo de cambio, en especial en épocas en que el influjo de capitales es importante.

#### **□ Depósitos y transferencias especiales del gobierno y los bancos en el banco central**

Otra forma para retirar liquidez del sistema es a través de depósitos y transferencias especiales en el banco central que podrían hacer el gobierno y las entidades participantes del sistema financiero. Sin embargo, estas operaciones necesitan de una coordinación especial entre el gobierno y el banco central, lo cual a veces se hace difícil, sobre todo cuando los intereses del gobierno no tienen como prioridad atacar la inflación. El mismo problema puede ocurrir con las entidades financieras, cuyos intereses pueden entrar en conflicto cuando el banco central busca retirar liquidez del sistema.

Sin embargo, si no hay problemas de coordinación, este instrumento puede ser muy importante para el manejo de la liquidez. Esto es así porque el banco central puede decidir la localización de los depósitos del gobierno entre su cuenta en el banco central o en las

entidades del sistema financiero. Cuando el banco central requiera incrementar la liquidez del sistema, transferirá depósitos del gobierno a las instituciones financieras, y lo contrario cuando su propósito sea retirar liquidez.

#### **❑ La ventanilla de crédito del banco central**

El uso de este instrumento es hasta cierto punto restringido y complementario a la utilización de instrumentos no convencionales como las operaciones de mercado abierto. Una de las razones por la que varios bancos centrales han restringido su utilización es que muchas entidades del sistema financiero tienden a utilizar la ventanilla del banco central para financiar sus operaciones de tesorería. Esto significa que, en casos extremos, las tesorerías de los bancos dependen del financiamiento del banco central. Para evitar este tipo de situaciones, muchos bancos centrales tienden a disciplinar a los bancos con medidas simples como la imposición de una tasa básica que resulte más alta que la del mercado interbancario.

A pesar de lo anterior, algunos bancos centrales utilizan este instrumento para complementar el manejo de su política monetaria. Esto ocurre principalmente cuando el banco central, a través de las operaciones de mercado abierto, retira liquidez del mercado en exceso o cuando, por razones exógenas, hay una notable restricción de liquidez.

### Los nuevos instrumentos

#### **❑ Las operaciones de mercado abierto**

En una Operación de Mercado Abierto, el banco central compra bonos a cambio de dinero, aumentando así la cantidad de dinero, o vendo bonos a cambio de dinero pagado por los compradores de los bonos, reduciendo así la cantidad de dinero.

Esto se debe a la gran flexibilidad y rapidez para afectar la liquidez en el mercado de dinero, sin embargo, para que el Banco Central pueda desarrollar esto es necesario que el mercado de dinero este desarrollado.

Son muchos los instrumentos de mercado abierto que pueden utilizar los bancos centrales y esto puede depender de la economía de cada país y de sus necesidades.

Las operaciones de mercado abierto más conocidas y que se llevan a cabo en moneda local son las compras y ventas definitivas de valores del gobierno y del propio banco central, las

operaciones de reporte, las subastas en el mercado abierto de créditos o depósitos en el banco central y las operaciones de compra y venta definitiva de moneda extranjera.

Supongamos que el Banco de México compra \$100 en bonos a un banco y paga por ellos con un cheque de \$100, el banco deberá depositar el cheque en su cuenta o cambiarlo, lo cual se contará como efectivo en bóveda. Es decir el banco encontrará \$100 más en reserva y una reducción de sus tenencias de valores de \$100. Mientras que el Banco Central encontrara que se han incrementado las reservas y los activos aumentan a \$100.

#### **❑ Compras y ventas definitivas de valores denominados en moneda local**

Un banco central afecta la liquidez de los mercados de dinero a través de la compra o venta definitiva de valores que ya han sido emitidos por el gobierno o que son emitidos por el propio banco central. Al vender definitivamente estos valores, el banco central retira liquidez del mercado de dinero; lo contrario hace cuando realiza operaciones de compra. Muchos bancos centrales operan activamente con este tipo de instrumento. Uno de los usos más frecuentes consiste en el desarrollo de sus metas intermedias, esto es, realizar las operaciones de mercado abierto para afectar directamente el precio de los activos del gobierno (y por tanto su rendimiento, que constituye la tasa base o benchmark). De esta forma, su principal propósito es dar señales al mercado sobre la tendencia de las tasas de interés.

#### **❑ Operaciones de reporte con valores denominados en moneda local**

La operación de reporte es uno de los instrumentos que más frecuencia de uso tiene, ya que permite afinar continuamente los objetivos de política monetaria. Con este instrumento, un banco central no tiene porque operar con grandes montos; asimismo, tiene ventaja en términos de flexibilidad en el manejo de sus flujos de caja. Una típica operación de reporte es la de recompra, que consiste en la realización de dos operaciones simultáneas. En la primera, el banco central realiza la compra de valores mientras que el otro partícipe realiza la venta, al vencimiento, se invierte la operación; esto es, el banco central vende mientras que la otra parte compra. Para ello, las partes pactan los precios correspondientes de antemano.

La diferencia entre el precio de venta y el precio de compra del reporte por parte del banco central resulta el interés generado en la operación. Esto implica que el precio de mercado del título valor no tendría por qué verse afectado por la operación de reporte, aunque sí es probable que una operación de reporte hecha por el banco central pueda afectar las tasas de

interés del mercado y así el precio de todos los activos del mercado, incluyendo aquellos títulos valores que son materia del reporte.

#### **❑ Subasta de créditos del banco central o depósitos en el banco central**

Podría ocurrir que un banco central involuntariamente se exceda en sus operaciones para retiro de liquidez o que por circunstancias exógenas al manejo monetario, se produzca una crisis de liquidez. En este tipo de situaciones podría inyectar liquidez, haciendo competir a los intermediarios financieros en el acceso a créditos del banco central. Por otro lado, en una situación de alta liquidez, el banco central podría considerar retirar dinero del mercado. Para esto, podría ofrecer algún rendimiento para que aquellos agentes con altos excedentes de liquidez puedan efectuar depósitos en el banco central. Estas operaciones pueden ser de corto o de mediano plazo y su utilización también tiene como objetivo afinar la política monetaria de un banco central.

#### **❑ Operaciones de compra y venta definitiva de moneda extranjera**

Cuando el banco central opera en el mercado de cambios, sus compras y ventas de moneda extranjera podrían no sólo afectar la demanda u oferta de esa moneda sino también la base monetaria. Las motivaciones que pueda tener un banco central pueden ser diversas, pero cada vez que interviene, la liquidez en los mercados de dinero se ve afectada. Cuando compra moneda extranjera inyecta liquidez en moneda local y lo contrario hace cuando vende.

En muchos países en los cuales una entrada rápida de capitales puede crear distorsiones en los mercados de dinero y divisas, el banco central puede utilizar las compras de moneda extranjera para evitar una apreciación no deseada de la divisa local. En estos casos, los montos de emisión primaria por fuente externa pueden ser muy importantes, e incluso podrían poner en peligro un programa monetario. Sin embargo, al contar con otros instrumentos de esterilización, el banco central podría contrarrestar los efectos nocivos de corto plazo de una fuerte y abrupta entrada de capitales.



## **□ Operaciones de compra al contado y venta a futuro de moneda extranjera**

Este instrumento también sirve para afectar la liquidez de corto plazo del mercado de dinero en moneda local y, bajo determinadas características, es muy similar a una operación de reporte, con la diferencia de que se realiza en el mercado de cambios.

Cuando las instituciones financieras carecen de liquidez y no tienen acceso al mercado interbancario, una alternativa podría ser liquidar posiciones en determinados activos. Sin embargo, si una institución financiera no quisiera deshacerse de tales activos y tuviera la posibilidad de venderlos por un tiempo prudencial hasta solucionar su problema de liquidez, vender un activo con un compromiso de compra podría ser una buena alternativa.

### **3. Riesgos en la aplicación de los instrumentos de la política monetaria (Sánchez, 2007)**

Los riesgos que pueden complicar la instrumentación operativa de una política monetaria pueden provenir de fuentes internas o externas. Tales riesgos podrían estar ligados a los distintos tipos conocidos, como son los de mercado, de crédito, de liquidez, operacional, legal, de reputación y de recursos humanos.

El riesgo de mercado podría ocurrir cuando un banco central toma garantías para una determinada operación o realiza una recompra y ocurre una variación no esperada en el precio de los valores de los títulos involucrados. Peor aún, podría ocurrir que no se valore adecuadamente las garantías o activos materia de las operaciones que sustentan el contrato. Una vez que un banco central entra en una operación para afectar los mercados de dinero (dentro de ellas una operación de crédito), siempre cabe la posibilidad de que la otra parte pueda no cumplir con su compromiso (riesgo de quiebra). A pesar de que el banco central pudiera tener los mecanismos para hacer efectivo un crédito, puede enfrentar o tener que asumir pérdidas que a la larga afecten sus objetivos. Una situación de este tipo se conoce como riesgo de crédito para el banco central.

En caso de que un prestatario del banco central entrara en una situación de incumplimiento, las garantías de las operaciones pendientes podrían ser liquidadas en los diferentes mercados de valores. Sin embargo, muchas garantías pueden ser de difícil conversión en efectivo y, en casos extremos, podría ser imposible su realización. En este caso, el banco central enfrentaría un riesgo de liquidez.

Otro problema que se podría enfrentar es el contar con información de mala calidad para elaborar la estrategia de política. Asimismo, cabe la posibilidad de que aquellos que ponen en marcha los instrumentos de política interpreten erróneamente las instrucciones para operar en los diferentes mercados, lo que puede deberse a problemas de comunicación interna o externa. Este tipo de riesgo se conoce como riesgo operacional.

En el caso de las fuentes externas, siempre es posible que la información que se recoge de los mercados no llegue a tiempo o no sea la correcta. En el caso de las fuentes internas, podrían presentarse problemas de interpretación, así como problemas operativos en las redes de información y sistematización.

También un banco central puede enfrentar riesgos legales, los que se podrían presentar por diversas razones como cuando los reglamentos de sus operaciones no sean lo suficientemente claros y transparentes para los mercados en los cuales opera, o cuando por cualquier ley o reglamento ajeno, el banco central corra el riesgo de que sus operaciones puedan fracasar. El riesgo legal en algunos casos puede resultar muy desventajoso para la flexibilidad de las operaciones del banco central, a pesar de que en sus reglamentos de operaciones estén explícitos los beneficios y penalidades para los agentes con los que opera. No se puede descartar la posibilidad de que aquellos agentes, que no sean beneficiados o puedan verse perjudicados por las acciones del banco central, acudan a instancias legales para reclamar lo que consideren sus derechos. En casos extremos, algunas acciones legales incluso podrían afectar las operaciones mismas que lleva a cabo un banco central para el logro de sus objetivos.

Uno de los mayores riesgos que puede enfrentar un banco central está en su reputación. La credibilidad de su política monetaria es muy importante para el logro de sus objetivos. Es por ello que sus acciones deberían ser consistentes con sus objetivos de política monetaria.

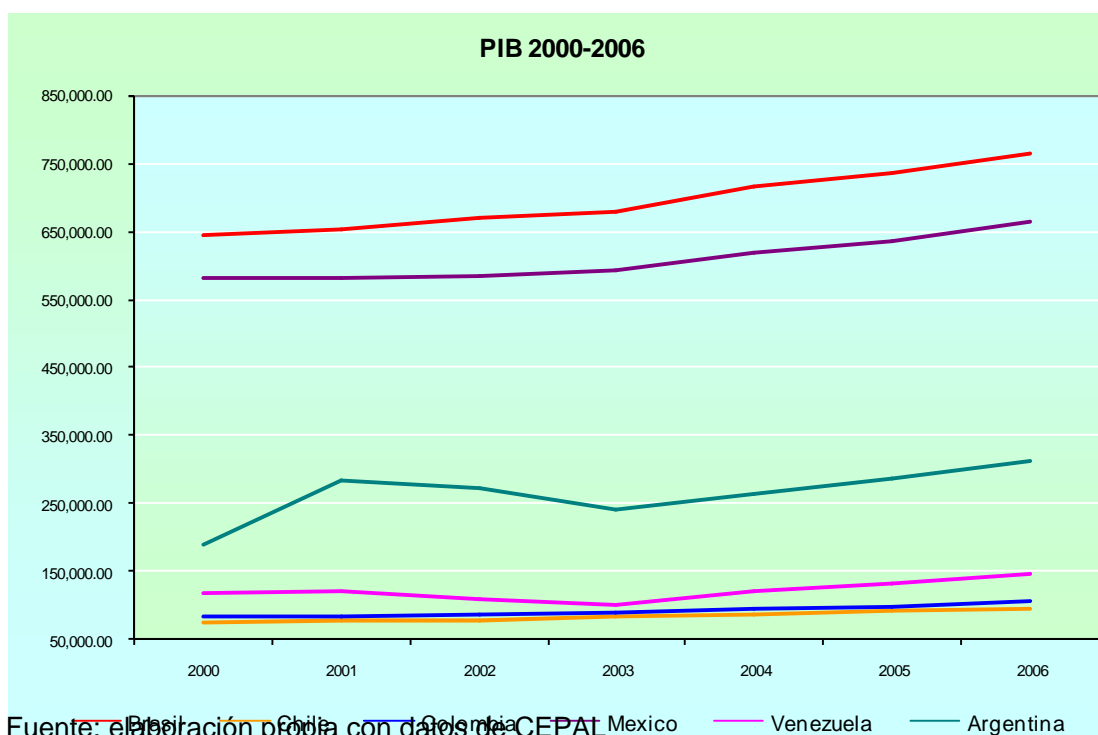
Otro problema serio que podría enfrentar un banco central, muy ligado al anterior, es que los mercados de dinero puedan anticipar sus acciones, de tal forma que los objetivos que persiga puedan lograrse, pero a costos muy altos. En todo caso, la anticipación a las acciones del banco central constituye un problema cuando ella se origina por filtraciones de las mismas. Tal situación puede dar origen a problemas de índole moral. Este tipo de riesgo se conoce como el de los recursos humanos. Es posible que personal de un banco central pueda filtrar información, retrasar, o distorsionarla antes de que llegue a aquellos que toman las decisiones de política monetaria. En las empresas privadas esto podría ser, en un extremo, equivalente a prácticas no éticas que, incluso podrían hacer quebrar una empresa.

## 4. INSTRUMENTOS DE REGULACION MONETARIA EN AMERICA LATINA

En esta sección del trabajo se entra a lo que se conoce como América Latina (AL), donde veremos las 6 principales economías y los instrumentos que su banco central implementa en su política monetaria.

Comenzaremos por conocer quienes son estas economías, basándonos en su PIB del año 2006:

GRAFICA 1



Tanto Chile como Brasil han tenido cambios económicos muy grandes, Chile después del periodo de Pinochet tuvo un gran crecimiento, tal vez las políticas monetarias que se utilizaron anteriormente no eran las correctas.

Debemos saber que Colombia es un país con grandes problemas de crecimiento y además gran parte de su PIB está integrado por actividades ilícitas, en este caso por narcotráfico. En el caso de Argentina cambiaron su moneda por dólares lo que ocasiono una gran crisis en el país. Venezuela en comparación de algunos países latinoamericanos, ha tenido un cambio político un tanto agresivo, claro a mi parecer, sin embargo, a partir del 2003 comenzo a incrementarse su PIB en un 8% al 2007.

En la Gráfica uno podemos darnos cuenta de que como se ha ido comportando el PIB, en los países de América Latina, a los cuales vamos a evocar este análisis. Y como podemos observar es obvio que Chile, Colombia y Venezuela no han tenido incrementos muy notorios en comparación a Brasil, Argentina y México, ya que sus economías han tenido buenos resultados, que aunque el crecimiento económico no es como se ha querido, no han tenido una caída desastrosa. Argentina es el único país que ha mantenido altas y bajas, lo que probablemente se deba a su crisis por la cual pasaron y se están recuperando.

A continuación en el Cuadro 1 observamos el PIB al 2006, lo cual nos dio la referencia necesaria para adoptar a estos países como muestra de estudio.

CUADRO # 1

<b>PAIS</b>	<b>Producto Interno Bruto 2006 (A precios de 2000)</b>
<b>Brasil</b>	689,193.33
<b>México</b>	666,697.00
<b>Argentina</b>	340,454.55
<b>Venezuela</b>	144,396.65
<b>Colombia</b>	105,260.61
<b>Chile</b>	97,296.81

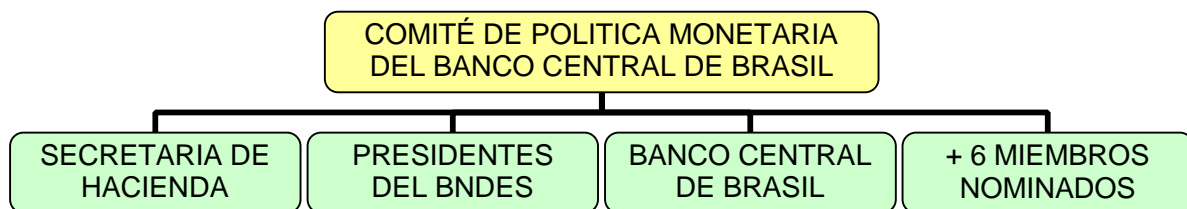
Fuente: elaboración propia con datos de CEPAL, 2006

Este cuadro nos indica el Producto Interno Bruto del 2006, esta información es importante ya que nos mostrará el resultado de las principales economías dentro de América Latina como ya se había señalado. Así podemos ver que Brasil y México presentan una mayor concentración en el PIB, quedando en tercer lugar Argentina.

## BRASIL

Desde la entrada de Lula al gobierno brasileño, ha tenido muchos cambios, aciertos, errores y beneficios que han hecho que el país tenga un desarrollo económico considerable. El gobierno de Lula es hasta ahora, un triunfo espectacular del neoliberalismo. Más allá de mantener lo esencial de la política económica y profundizarla, el nuevo gobierno encaminó proyectos de reformas institucionales antes denunciadas como neoliberales y designó a economistas afines con el *mainstream* norteamericano en posiciones estratégicas, no sólo en el Ministerio de Hacienda, sino también en los ministerios responsables por las políticas sociales. Es conocimiento de algunos, que Brasil cuenta con un Consejo Nacional de Política Monetaria del Banco Central, el cual se encarga de generar todas las políticas monetarias que ayudarán al país a encontrar un equilibrio económico; tanto en el interior como al exterior del país.

### ESTRUCTURA DEL COMITÉ DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL



Fuente: Elaboración propia con datos del banco central de Brasil

La Dirección de Investigación del Banco Central de Brasil ha desarrollado una serie de herramientas para respaldar el proceso de toma de decisiones en materia de política monetaria. Dichas herramientas incluyen a las siguientes:

- 1) Modelos estructurales a pequeña escala del mecanismo de transmisión de la política monetaria hacia los precios;
- 2) Modelos de pronóstico de la inflación en el corto plazo;
- 3) Indicadores adelantados de la inflación;
- 4) Mediciones de la inflación subyacente; y
- 5) El análisis de encuestas levantadas por el Departamento de Economía de la Institución sobre las expectativas inflacionarias del mercado, el crecimiento económico y otras variables económicas importantes. (Gleizer, 2000)

De igual forma existe COPOM que tiene la responsabilidad de fijar la postura de la política monetaria y del tipo de interés a corto plazo. Debido a todos los cambios que han existido en Brasil, este organismo tiene como objetivo principal el logro de blancos de inflación, fijados por el consejo monetario nacional. El COPOM, fija un tipo de interés el cual va a ser el tipo de interés del SELIC, para préstamos interbancarios.

La extensión de las importaciones ha contribuido perceptiblemente a una mejora económica, complementando la producción doméstica y limitando efectos inflacionistas potenciales del crecimiento sostenido de la demanda agregada.

Además dentro de su política monetaria cuenta con blancos de inflación, la cual es la principal preocupación del banco central de Brasil como de muchos países; Cuentan de igual forma con un comercio exterior favorable, lo cual genera una alta actividad económica. Este crecimiento en la actividad económica se debe al incremento del ingreso del empleo y por supuesto de la apertura crediticia que se ha venido generando.

Cuentan con una política económica expansionista y debido al incremento acelerado de sus importaciones se ha contribuido a que exista una revalorización del real ante el dólar.

Actualmente el Presidente de Brasil, Luiz Ignacio da Silva, informó que se implementara un paquete de aceleración de crecimiento (PAC), el cual generará un crecimiento del 5% para el 2007 a través de la inversión pública en infraestructura y energía, así como crédito privado y estímulos fiscales. (CESLA, 2007)

Brasil cuenta con blancos de inflación debido a las presiones de inflación de corto plazo, es por ello que es su objetivo principal. Cuenta con comercio favorable debido a que sus importaciones se han incrementado, esto contribuye a una actividad económica alta, además realizan recortes a la tasa de interés (SELIC). Para tener una alta actividad económica, se utiliza una política de extensión de empleo e ingreso y de igual forma se abren las puertas al crecimiento crediticio tanto privado como público.

## ARGENTINA

El Banco Central ha desarrollado instrumentos de mercado para apoyar el surgimiento del crédito privado a partir de un conjunto de medidas específicas tanto por el lado del activo como del pasivo se ha generado un nuevo marco normativo que amplía la base de potenciales tomadores de crédito, facilita los requerimientos informativos, extiende el uso de garantías y promueve el alargamiento de plazos. Estas son políticas que constituyen los cimientos de la construcción del sistema monetario y financiero como verdaderas políticas de estado, contribuyendo a un desarrollo económico sostenido.

Dentro del mercado financiero, se ha incrementado la participación de las NOBAC a tasa de interés variable, frente a los instrumentos indexados por CER y frente a las LEBAC en pesos, lo cual es un logro de la política monetaria en términos de poder emitir deuda en moneda doméstica. Esta estrategia ha permitido extender el plazo promedio de la deuda del Banco Central, que pasó de 260 días a principios de año hasta 360 días a principios de diciembre 2006. Por el lado de los pasivos, ampliamos la gama de instrumentos incluidos dentro del patrimonio neto de las entidades financieras que permiten abaratar la captación de recursos a largo plazo. Se admitieron como capital a los llamados “instrumentos de deuda de largo plazo” o “perpetuidades”. La particularidad de estos instrumentos es que tienen un plazo de vencimiento extendido, como mínimo en 30 años. La posibilidad de acceder a un fondeo de estas características, en particular teniendo en cuenta el actual contexto de marcada liquidez en los mercados financieros, favorece la extensión en el plazo de los créditos, e incentiva el financiamiento de inversión productiva y el crédito para la vivienda, al tiempo que promueve el desarrollo del mercado de capitales local.

Con referencia a los instrumentos, se agregaron a la cartera posiciones significativas de bonos que tienen instrumentos derivados implícitos, de manera de incrementar los rendimientos ofrecidos. La inversión en bonos con opción de recompra implicó la necesidad de recurrir al concepto de “duración efectiva” (en lugar de los conceptos usuales de duración), para medir el plazo promedio de las colocaciones y la exposición de la cartera a los cambios en las tasas de interés.

Cuando el Banco Central de Argentina decide realizar una política monetaria influye mucho el comportamiento de algunas variables y se restringe el uso de herramientas clásicas de política



económica, haciendo uso de una reducción en los activos del sector público en el sistema financiero.

Así que existen tres términos que en su situación económica utilizan los Argentinos para tener una política monetaria consistente con su situación:

- ❑ En primer término, debe tenerse presente que el proceso de ajuste de precios relativos post-devaluación aún no se ha agotado, por lo tanto, inhibir movimientos de precios de algunos bienes y factores, lejos de ser saludable, puede atentar contra la evolución de la economía hacia su equilibrio estable de largo plazo.
- ❑ En segundo lugar, si bien la recuperación financiera post-crisis ha sido extraordinaria, los canales de transmisión de la política monetaria aún no están convenientemente consolidados.
- ❑ En tercer término, si bien la incertidumbre es de origen externo, la política económica local, y la monetaria en particular, deben prepararse para enfrentar cambios no previstos en el escenario internacional. Sería un error pensar que la coyuntura favorable para los países emergentes puede durar para siempre. En ese caso, la falta de definición de la nueva arquitectura financiera internacional y la ausencia de un prestamista de última instancia, obligan a reforzar las políticas prudenciales que, en el caso de la autoridad monetaria, se traducen en acumulación de reservas internacionales para enfrentar contingencias externas.

El intercambio comercial abierto, es la política que mejor utiliza Argentina, ya que sus importaciones al igual que Brasil se han ido incrementando poco a poco, lo que ha motivado una actividad económica mucho más alta de lo que se esperaba.

El Programa Monetario 2007 sintetiza todo este planeamiento a través de bandas para la evolución del agregado monetario M2. Al igual que en 2006, se mantiene como meta este agregado monetario que es el que mejor refleja la demanda de medios de pago, dada la mayor vinculación de largo plazo entre este componente y la dinámica de los precios. De esta manera, se consolida el esquema de manejo de la política monetaria basado en el control de la expansión de M2, mientras se continúa con el proceso de desarrollo de la infraestructura institucional y financiera que permitirá la transición hacia un esquema orientado hacia metas de inflación.

Entre los prerrequisitos asociados a la implementación de este esquema, ya se han cumplido los siguientes:

- 1) compromiso institucional con la estabilidad de precios de largo plazo;
- 2) estabilidad fiscal, financiera y externa, evidenciadas en la consolidación de un sector público superavitario, un sector bancario en franca recuperación, y un superávit externo estable;
- 3) una estrategia de comunicación amplia y transparente, que incluye una explicación clara por parte de la entidad monetaria de planes, objetivos intermedios y decisiones;
- 4) autonomía de la autoridad monetaria para manejar sus instrumentos con el fin de alcanzar los objetivos fijados;
- 5) rendimiento de cuentas por parte de la autoridad monetaria en cuanto al cumplimiento de los planes anunciados.

La razón de una implementación de metas de inflación es el tamaño reducido del sector financiero con respecto a la economía, lo que no garantiza un adecuado funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, y es una consecuencia de la profunda contracción de nuestro sistema bancario derivada de la crisis.

El Programa Monetario 2007 prevé una desaceleración en el ritmo de crecimiento de los agregados monetarios. Así, establece un crecimiento interanual para el M2 pautado dentro del rango de 18.7%, en la banda superior y de 11.7% en la banda inferior para diciembre de 2007. Adicionalmente, se proyecta un escenario base donde el M2 crezca por debajo del Producto Nominal. Conjuntamente con la desaceleración de las formas de dinero asociadas a las transacciones, proyectamos una expansión de aquellas vinculadas con el ahorro, como el M3 que incluye a los depósitos a plazo. De esta manera, el programa monetario procura moderar la variación, en términos del Producto, de las formas más líquidas de dinero, mientras crecen los agregados monetarios más amplios.

Dos son los grandes retos pendientes sobre la economía: una política monetaria, de defensa del tipo de cambio nominal, que cada vez se hace más insostenible a medio plazo; y un ajuste de precios que elimine las distorsiones que generan las medidas del gobierno de contención de precios. (CESLA, 2007)

## VENEZUELA

Uno de los objetivos fundamentales del Banco Central de Venezuela es defender el valor interno de la moneda, como instituto esta encargado de la política monetaria ha sido crear y mantener las condiciones monetarias, crediticias y cambiarias favorables a la estabilidad de la moneda, al equilibrio económico y al desarrollo ordenado de la economía, así como asegurar la continuidad de los pagos internacionales.<sup>1</sup>

El banco central tiene en la política monetaria un instrumento de gran poder para contribuir al logro de los objetivos de la política económica global diseñada por el Gobierno Nacional, los cuales se pueden resumir en: crecimiento económico sostenido, elevado nivel de empleo, estabilidad de precios, balanza de pagos manejable y alto grado de bienestar de la población.

Las acciones del banco central influyen sobre la masa monetaria en circulación, las reservas bancarias y la tasa de interés del mercado, las cuales son variables intermedias que afectan las decisiones de inversión, consumo, producción y la evolución de los niveles de precios, empleo y tipo de cambio. Es por esta vía que se transmite el impacto de la política monetaria sobre los principales agregados macroeconómicos.

Los instrumentos de política comúnmente utilizados para lograr los objetivos trazados han sido el encaje legal, la asistencia financiera a través de los anticipos y redescuentos y las operaciones de mercado abierto<sup>2</sup>.

Una limitación al impacto y efectividad de la política monetaria en Venezuela a lo largo de la década de los noventa ha sido la presencia de regímenes cambiarios con distintos grados de predeterminación. En este sentido, el compromiso de cumplir con el régimen cambiario, particularmente a partir de la implementación en 1996 del régimen de bandas, ha propiciado una participación más activa del Banco Central de Venezuela dentro del mercado cambiario. De hecho, en los últimos años la venta de divisas ha sido también utilizada como instrumento

---

<sup>1</sup> La Ley del Banco Central de Venezuela de 2000 establece más explícitamente que el objeto es lograr la estabilidad de precios y preservar el valor de la moneda.

<sup>2</sup> Si bien han sido los instrumentos más comunes, en ocasiones se han utilizado otros instrumentos específicos, con el fin de mantener el mercado en equilibrio. Por ejemplo, la asistencia financiera indirecta de 1985 con la creación de FOGADE y FOCOCAM (luego sustituida por FICAM).

de control monetario, hasta ser el instrumento de ajuste más importante en el último semestre del 2006.

El Banco Central de Venezuela tiene como principal objetivo luchar contra la Inflación, por lo que el papel de la política monetaria consiste en mantener una adecuada proporción entre la liquidez monetaria y el nivel de actividad económico con el objeto de impedir desequilibrios que puedan alentar procesos inflacionarios.

Estas medidas contribuyen al crecimiento económico, en la medida en que la política monetaria crea y mantiene condiciones monetarias y crediticias favorables a la estabilidad de los precios, motiva el desarrollo de iniciativas privadas en inversión y consumo que aceleran el ritmo de actividad económica. La compatibilidad entre este mayor ritmo de actividad con baja inflación es requisito fundamental para un crecimiento económico sostenido en el largo plazo.

De igual forma ayuda a la estabilidad del tipo de cambio ya que con estas medidas, la política monetaria contribuye al objetivo general de equilibrar la balanza de pagos, asegurar la continuidad de los pagos internacionales del país y mantener la competitividad externa de la producción doméstica. Para ello es necesario contar con un nivel de reservas internacionales suficientes para cubrir las necesidades de importaciones de bienes y servicios indispensables al desempeño normal de la economía, además de ofrecer las divisas suficientes a su debido costo de oportunidad para el pago de los sectores público y privado a sus acreedores externos. Contribuye a la estabilidad del sistema financiero y de pagos de la economía.

Para lograr el equilibrio entre la oferta y la demanda de dinero, el banco central emplea instrumentos que influyen directa e indirectamente sobre las reservas bancarias, las tasas de interés y las decisiones que toma la población en el manejo de sus medios de pagos, tales como monedas, billetes, depósitos a la vista y otros.

Los instrumentos de política monetaria son utilizados por el banco central de acuerdo con la naturaleza y nivel de desequilibrio prevaleciente en el mercado, y su incidencia puede ser de carácter general o específico. Las operaciones de Mercado Abierto (OMA), el redescuento, la fijación del encaje legal y la persuasión moral constituyen los instrumentos de acción más general a disposición del banco central.

Es importante señalar que las políticas monetarias de Venezuela son muy cambiantes debido a las decisiones económicas que toma su presidente, ya que esto tiene repercusiones en el

exterior, por lo que en la actualidad se prevé una disminución en crecimiento, aunque una ganancia ante el dólar esto debido a que la situación económica en Estados Unidos no es muy estable y este tiene devaluación.

El plan de nacionalización anunciado por el presidente de la República ha desanimado el clima inversor, desde entonces, el índice de la Bolsa de Valores de Caracas (IBC) presenta un desplome generalizado del orden del 20%. Tal incertidumbre se ha manifestado, de igual modo, en el tipo de cambio que se cotiza en el mercado paralelo, el cual exhibe un incremento sostenido del 60% en comparación con el tipo de cambio oficial. El retraso o no conclusión de las inversiones petroleras, así como las limitaciones que se han establecido a la participación privada en el sector, atentan contra la sustentabilidad de la principal fuente de ingresos del país, cuya cuota de producción se mantiene aún por debajo de los niveles exhibidos antes de la huelga petrolera de 2003. (CESLA, 2007)

## COLOMBIA

En Colombia, la Constitución de 1991 ha definido que el objetivo primordial del Banco Central (creado en 1923) tiene que ver con el control de la inflación, pero en un marco de coordinación con el Ejecutivo, quien obviamente tiene como prioridades el crecimiento y la generación de empleo. En este sentido el mandato del Banco tiene un carácter “jerárquico”: primero controlar la inflación, pero al hacerlo también debe buscar los objetivos de promover el crecimiento y generar empleo. Dicho de otra manera, la Banca Central no tiene independencia plena, pero ello no implica que esté subordinada al gobierno (Hernández, 1997).

La adopción de la “inflación objetivo” desde Octubre de 2000 (Banco de la República, 2000; Uribe 1999) se ha traducido en cuatro cambios fundamentales:

- a) Anuncio Multi-anual de las metas de inflación, lo cual ha facilitado la formación de las expectativas de inflación y de devaluación, reforzando así el cumplimiento de dichas metas.
- b) Evaluación global del entorno macroeconómico, especialmente de la situación del sector real y financiero. En el primer caso, se han venido evaluado los mecanismos de transmisión crediticia (sistema de ventanillas) y, en el segundo caso, se han reformado los sistemas de acceso a los recursos de apoyos motivados por caídas de depósitos (atando su costo a la tasa lombarda de expansión) y flexibilizando su acceso.

c) Fortalecimiento del instrumental operativo del Banco a través de la adopción de señales monetarias vía tasas de interés. Desde finales del 2000 el Banco ha venido evaluando sus pronósticos de inflación, cotejándolos con sus líneas de referencia monetaria, y en la tercera semana de cada mes anuncia cambios o ratifica la postura de sus tasas de interés. Esta postura de tasas se fundamenta en un sistema de tasas centrales, donde las llamadas “tasas repo” de expansión o contracción guían la tasa interbancaria.

Por otra parte, están las “tasas lombardas” de expansión o contracción, las que guían el acceso a recursos “ilimitados” para aquellas entidades que necesitan cantidades “extraordinarias” (o de “sobre-flujos”).

d) Adopción del sistema de Opciones “put” para Acumular o “call” para desacumular Reservas Internacionales. El mecanismo de opciones “put” no solo ha permitido incrementar las Reservas Internacionales Netas (RIN) durante el periodo 1999-2002, sino que ha provisto de recursos monetarios mas permanentes al sistema financiero. Gracias a la flotación de la tasa de cambio, los agregados monetarios se han vuelto exógenos, lo cual le otorga mayor efectividad a la política monetaria. A partir de Diciembre de 2001, se anunció la posibilidad de utilizar también un esquema de opciones “call” con el fin de vender divisas al mercado cuando la Junta lo estime conveniente, respetando el esquema de subastas.

Para operaciones de expansión y contracción temporal, tenemos un grupo de agentes colocadores de OMAS, que son las entidades financieras con las cuales operan, este grupo es bastante amplio; existen bancos, corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial, fiduciarias, los fondos de pensiones también tienen acceso y los corredores de Bolsa. El instrumento principal a través del cual se hace la gran mayoría de esas operaciones es un report a un día hábil; en el *report* decidimos una amplia gama de títulos de deuda pública, principalmente títulos del Gobierno Nacional.

El mecanismo de la subasta es de tasa o precio único, y se tienen refuerzos importantes en la valoración de los títulos y en definir cuál es el descuento que se tiene que aplicar a ese precio para que el Banco se sienta cómodo o protegido en los *reports*.

En cuanto a las operaciones que tienen como objetivo una expansión y contracción permanente, existe un grupo de agentes específicos y se hace a través del mercado electrónico en SEM, donde se tiene acceso directo en el mercado a comprar o vender títulos; este mercado electrónico tiene la particularidad de que es ciego, incluso en el cumplimiento.

Cuando uno entra en la pizarra, se ven intenciones de compra y venta, pero no se sabe quiénes son las contrapartes ni siquiera cuándo se da el cumplimiento de la operación.

Actualmente, la política monetaria en Colombia se ejecuta mediante un EIO, el cual se adoptó desde septiembre de 1999. Mediante este esquema, el Banco de la República (BR) anuncia unas metas multianuales de inflación, y asume el compromiso de realizar los ajustes que sean necesarios en los instrumentos adoptados, para alcanzar dichas metas.

El éxito del EIO se estructura alrededor del anuncio de la meta de inflación, la cual funciona como un ancla nominal y permite mayor transparencia, credibilidad y responsabilidad en la política monetaria. A través de la comunicación explícita de los objetivos de la política monetaria, el BR influye sobre las expectativas de los agentes, le otorga transparencia al proceso desinflacionario, se crean incentivos para que la autoridad monetaria cumpla con las metas, y le entrega a los agentes económicos las herramientas para que juzguen y monitoreen las decisiones del banquero central.

Dentro de las herramientas que el BR utiliza está el cálculo y seguimiento de una brecha de producto, el cual busca identificar las presiones inflacionarias que pueden estar siendo generadas por excesos de demanda de la economía. Esta variable es utilizada, entre otros elementos de pronóstico, para predecir el comportamiento futuro de la inflación.

No obstante, la variable operativa que se usa para la conducción de la política monetaria es la tasa de interés interbancaria. Estas se fijan en niveles que permitan que los pronósticos de inflación sean consistentes con la meta de inflación anunciada.

## CHILE

La política monetaria del Banco Central de Chile es la estabilidad de precios a través del tiempo, tomando en cuenta los efectos de esa política sobre la actividad económica y el empleo en el corto y mediano plazo.

La preocupación del Banco Central por la estabilidad de precios se ha traducido en la adopción de un régimen monetario de meta de inflación. Aunque un régimen de meta de inflación maduro puede definirse de manera bastante flexible, debe incorporar algunos ingredientes esenciales. Primero y sobre todo, debe existir una meta numérica explícita para la inflación a lograr en determinado horizonte de tiempo. Segundo, el compromiso con esa meta debe primar sobre cualquier otro objetivo de política que pueda entrar en conflicto con la inflación en un horizonte de tiempo determinado. Tercero, el Banco Central debe tener independencia en el uso de sus instrumentos, a fin de ser capaz de aplicar su política monetaria para cerrar cualquier brecha predecible entre la inflación estimada y la meta de inflación. Cuarto, el Banco Central debe tener la capacidad técnica para usar modelos empíricos razonables para predecir la inflación. El Banco Central de Chile cumple hoy todos esos requisitos.

La estabilidad del poder adquisitivo del peso es el medio por el cual, la autoridad monetaria contribuye al bienestar de los agentes económicos. La política monetaria del Banco Central de Chile está determinada por el régimen de metas de inflación, ubicando la inflación del IPC en un rango de 2% a 4% pero orientada a mantenerse en el centro del rango meta de 3% en un horizonte de 12 a 24 meses.

Si bien las expectativas inflacionarias se mantienen ancladas alrededor del centro del rango meta, de persistir los incrementos en los precios del petróleo tarde o temprano originarán variaciones por arriba de los niveles deseados y tendrán efectos de segunda vuelta en el nivel de precios.

La paridad peso/dólar, en los últimos meses, ha experimentado una apreciación en sus niveles nominales y reales, consecuencia de la fuerte influencia de los términos de intercambio afectados tanto por los elevados precios del cobre y del molibdeno, como por las estables condiciones del mercado financiero internacional. Sin embargo, la apreciación real es, así



mismo, el resultado de condiciones transitorias de la economía internacional y aunque posible es poco probable que se conviertan en condiciones permanentes y por lo tanto no hay razones suficientes para que la autoridad monetaria intervenga la flotación cambiaria. En este contexto, de mantenerse el mayor valor del peso en el tiempo podría originar un efecto deflacionario aunque, probablemente, compensado con los efectos indirectos del incremento del precio del petróleo.

En el contexto internacional, la volatilidad del precio del petróleo no registra incidencias de segunda vuelta en el nivel de precios interno, aunque no se descarta que incrementos adicionales en el mismo, de ser persistentes, puedan afectar las expectativas inflacionarias en el horizonte de política y presiones en los costos, con efectos de segunda vuelta y por lo tanto con necesarias intervenciones de la autoridad monetaria.

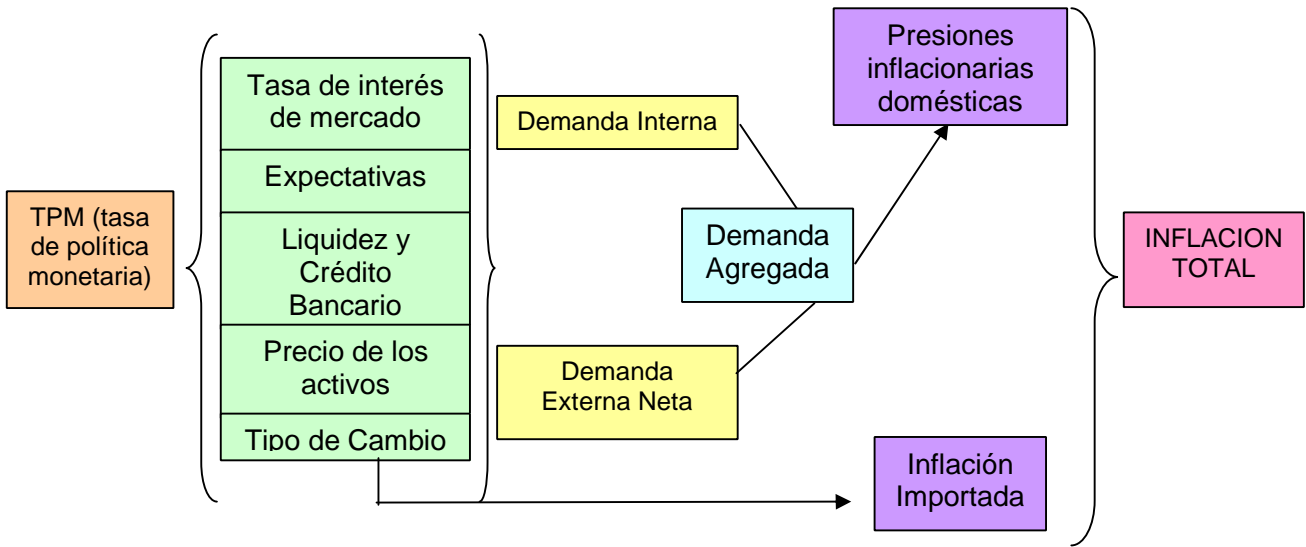
Dados los antecedentes, la política monetaria en Chile debe definir una estrategia que permita mantener la inflación en el centro de la banda objetivo. El Banco Central mediante sus instrumentos de política monetaria, principalmente las Operaciones de Mercado Abierto<sup>3</sup>, procura influir en la tasa de interés interbancaria nominal, a través de la regulación de la liquidez, esta tasa objetivo es denominada Tasa de Política Monetaria (TPM). De esta manera, la autoridad monetaria revierte las posibles desviaciones del rango meta de 3% dentro del horizonte de 12 a 24 meses tiempo determinado por los canales de transmisión monetaria.

La TPM, se convierte en la herramienta principal para poder mantener los niveles inflacionarios dentro del rango permitido, es revisada mensualmente por la autoridad monetaria, con la finalidad de examinar las condiciones de la economía y determinar su ritmo de normalización. Habitualmente, es equivalente a un incremento pausado de un cuarto de punto, con el fin de evitar volatilidad en el producto y en las tasas de interés.

---

<sup>3</sup> El BCCH cuenta con otros instrumentos tales como la compra y venta de pagarés de corto plazo, líneas de créditos y depósitos de liquidez.

**CUADRO # 2. ESTRUCTURA DEL CONTROL DE LA INFLACIÓN**



Fuente: Elaboración propia con información del Banco Central de Chile

**MEXICO**

A finales de 2005 y durante los primeros 4 meses de 2006, Banco de México implementó una política monetaria de relajamiento, en la cual permitió disminuciones en la tasa de fondeo bancario. Esta decisión se debió a que la inflación general se había reducido de manera sustancial a lo largo del año y existía un exceso de liquidez en los mercados que permitió que las divisas en los mercados emergentes se apreciaran. Sin embargo, a partir de mayo de 2006 se pronosticó una desaceleración en el ritmo de crecimiento de la economía en Estados Unidos, originada, principalmente, por un menor dinamismo en el sector inmobiliario y en el consumo privado. Ello afectaría negativamente el ritmo de crecimiento de la economía mexicana vía un menor nivel de exportaciones a ese país. Por esa razón y dado que las expectativas de inflación de mediano plazo estaban controladas, el Banco Central implementó una pausa en las condiciones monetarias. A partir de mayo de 2006, la tasa ponderada de fondeo bancario ha permanecido en 7.0% y el corto en 79 millones de pesos.

Durante los primeros meses de 2006, las tasas de interés de corto plazo mantuvieron una tendencia a la baja y, en la segunda mitad del año, se mantuvieron relativamente estables, debido, entre otros factores, al manejo que ha tenido la política monetaria en el país. La tasa de interés de Cetes a 28 días se ha mantenido en 7% desde mayo de 2006, mes a partir del cual las condiciones monetarias se han mantenido sin cambio.

De diciembre de 2005 a diciembre de 2006, la tasa de interés de Cetes a 28 días ha disminuido en 119 puntos base. Se espera que la tasa de este instrumento se mantenga alrededor de 7% durante los primeros meses de 2007. Para el cierre del año, se anticipa una tasa de interés para este instrumento de 6.92%.

El Banco de México conduce su política monetaria con el fin de alcanzar una inflación anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) de 3% y de mantenerla alrededor de ese nivel. Sin embargo, aunque la política monetaria se aplique con la finalidad de alcanzar los objetivos planteados, su cumplimiento está sujeto a incertidumbre. Ello debido a las perturbaciones a las que está sujeta la economía y a que la relación entre las acciones de política monetaria y los resultados en materia de inflación es imprecisa.

Las acciones de política monetaria que lleva a cabo un banco central inciden con cierto rezago sobre la economía y, en especial, sobre los precios. Por consiguiente, para alcanzar las metas de inflación la autoridad monetaria debe tomar sus decisiones con base en una evaluación cuidadosa de la coyuntura económica y de las perspectivas sobre las condiciones inflacionarias que enfrenta.

Bajo los esquemas de objetivos de inflación, suele aconsejarse que cuando las presiones de inflación provienen por el lado de la demanda, la autoridad monetaria restrinja la postura de política monetaria. Ello obedece a que, en este caso, las presiones serían generalizadas y, de no ser contenidas con oportunidad, podrían propiciar un repunte permanente en la inflación.

La instrumentación de la política monetaria por parte del Banco de México se puede realizar a través de diferentes medios, los cuales permiten al Instituto Central comunicar al público la postura de política monetaria deseada. Al respecto, cabe señalar que el Banco de México tiene a su disposición dos instrumentos principales a través de los cuales puede inducir cambios en la postura monetaria: a) el establecimiento de referencias explícitas para las condiciones monetarias; y, b) el “corto”.<sup>4</sup> A través del primero de ellos, en los últimos años el Banco de México ha mandado señales precisas acerca de la postura monetaria deseada. Sin embargo, conviene resaltar que el “corto” se mantiene como un instrumento de política monetaria disponible para la Junta de Gobierno, y que ésta podría utilizarlo de considerarlo conveniente.

En Junio del 2006, la SHCP anunció que una vez concluida la operación de intercambio de Bonos de Regulación Monetaria por Bondes D, el Banco de México empezaría a utilizar estos nuevos instrumentos para realizar sus operaciones de regulación monetaria en sustitución de los BREMS.

Adicionalmente, se informó que a partir del cuarto trimestre de 2006, el Gobierno Federal iniciaría la colocación regular de Bondes D. Lo anterior con el propósito de que el Gobierno Federal cuente con recursos suficientes para refinanciar los vencimientos de los Bondes D colocados en la operación inicial realizada el pasado 10 de agosto 2006, así como para continuar con la sustitución gradual de deuda externa por deuda interna en los próximos años. Cabe señalar que la estrategia de colocación y el tipo de subasta que utilizará el Gobierno Federal para la emisión de Bondes D serán independientes a las que el Banco de México realice, cuando coloque estos instrumentos con propósitos de regulación monetaria.

En el Programa Anual de Financiamiento 2006 (contenido en el documento titulado “Lineamientos Estratégicos para el Manejo del Crédito Público”), la SHCP anunció la intención de emitir un nuevo Bono a Tasa Fija al plazo de 30 años, siempre que las condiciones prevaecientes en los mercados financieros nacionales e internacionales resultaran propicias.

---

<sup>4</sup> Señal emitida por el Banco Central cuyo propósito es indicar al sistema bancario la conveniencia de elevar la tasa de interés de corto plazo.

La SHCP ha decidido iniciar con la colocación regular de este nuevo instrumento a 30 años a partir del cuarto trimestre. Cabe destacar que con el inicio de la colocación de este instrumento, se concluye el esfuerzo que ha venido realizando la SHCP durante la presente administración para extender la curva de tasas de interés en el mercado local.

Principales Instrumentos de Regulación Monetaria en México para el manejo de liquidez:

1. Requerimientos de Reserva (incluye modalidad de promedios)
2. Operaciones de Mercado Abierto
  - a) Operaciones de Reporto con valores denominados en moneda nacional (compra/venta).
  - b) Compra/Venta Definitiva de valores denominados en moneda nacional.
  - c) Créditos o Depósitos en el Banco Central.
3. Operaciones de Swap con Moneda Extranjera
4. Ventanillas para el Manejo de Liquidez
5. Transferencia de Depósitos del Gobierno entre el banco central y la banca comercial

En la actualidad el Banco de México ha informado que la política seguirá igual para este año (2007), sin dejar de atender a la inflación que es lo más importante y que por orden constitucional es el objetivo principal del Banco de México

## CUADRO COMPARATIVO ENTRE LAS SEIS ECONOMIAS LATINOAMERICANAS

**CUADRO 2**

PAIS	INSTRUMENTACION
<b>BRASIL</b>	<input type="checkbox"/> Operaciones de mercado abierto, <input type="checkbox"/> Blancos de inflación
<b>ARGENTINA</b>	<input type="checkbox"/> Operaciones de mercado abierto <input type="checkbox"/> Acumulación de reservas (previsión ante cualquier shock en el mercado cambiario) <input type="checkbox"/> Control de agregados monetarios
<b>CHILE</b>	<input type="checkbox"/> Recorte de tipo de interés <input type="checkbox"/> Regímenes de metas inflacionarias <input type="checkbox"/> Operaciones de mercado abierto <input type="checkbox"/> Regulación TPM (a corto plazo 1 día)

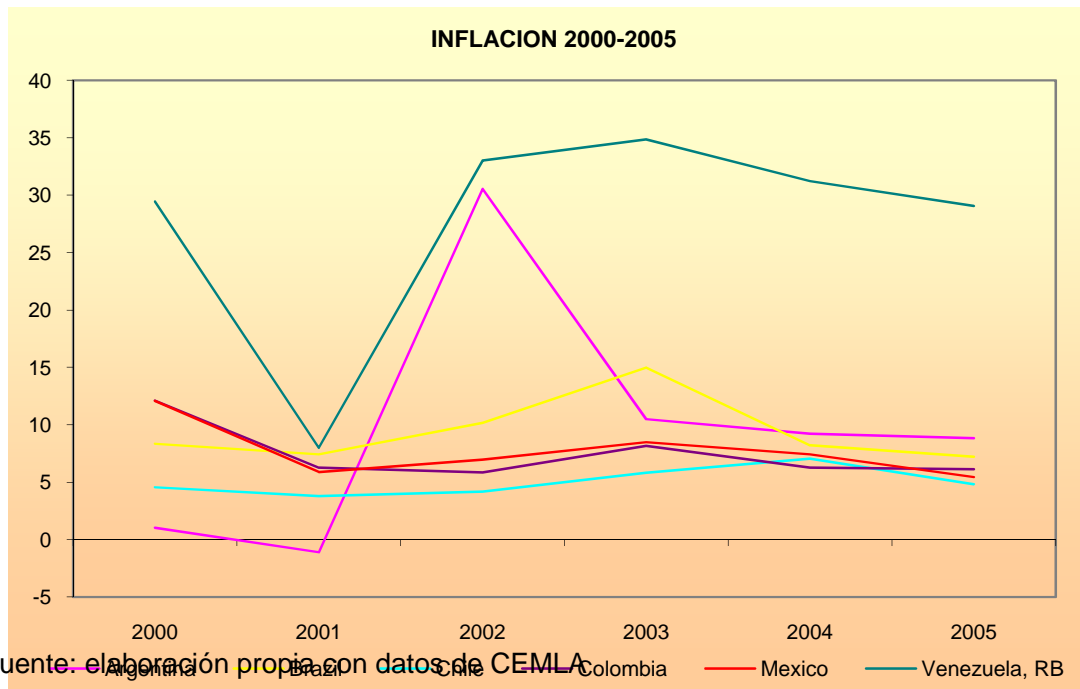
<b>VENEZUELA</b>	<input type="checkbox"/> Control de agregados monetarios <input type="checkbox"/> Venta de divisas <input type="checkbox"/> Operaciones de mercado abierto por medio de REPOS
<b>COLOMBIA</b>	<input type="checkbox"/> Ventanillas de descuento <input type="checkbox"/> Tasas de referencia de ventanillas de descuento <input type="checkbox"/> Encajes legales <input type="checkbox"/> Manejo cambiario <input type="checkbox"/> Acumulación de reservas <input type="checkbox"/> REPORT
<b>MEXICO</b>	<input type="checkbox"/> Corto <input type="checkbox"/> Bondes D (sustitución de BREMS) <input type="checkbox"/> Acumulación de reservas <input type="checkbox"/> Flotación cambiaria <input type="checkbox"/> Regulación de tasa de interés <input type="checkbox"/> Operaciones de Mercado Abierto

En el Cuadro 2 podemos darnos cuenta, que cinco de las seis economías a analizar, es decir, México, Brasil, Argentina, Chile y Venezuela, tienen como un instrumento en igualdad el de operaciones de mercado abierto, a diferencia de Colombia. Es importante señalar que para la mayor parte de estas economías, es muy importante mantener la estabilidad de la inflación, es por ello que Brasil utiliza blancos de inflación.

Argentina, para prevenir cualquier cambio en el mercado cambiario utiliza la acumulación de reservas al igual que México.

Para saber si las decisiones tomadas por estas economías fueron buenas analizaremos su inflación y sus tasas de interés.

## GRAFICA 2



Podemos observar en la Gráfica 2 que tanto Argentina como Venezuela, tienen variaciones muy grandes, esto en Argentina puede ser debido a que en el 2000, hicieron una caja de conversión, es decir, cambiaron peso argentino por dólar. Esto se ve reflejado en los precios, ya que se vuelven más caros los productos y comienza a subir la inflación. Como podemos observar Venezuela tenía una inflación que venía cayendo finalizando 12.3% y poner a los venezolanos a soñar con una inflación de un solo dígito; pues aquella terrible inflación promedio de 194.3% heredada del gobierno de Caldera, había sido reducida en los tres primeros años del gobierno de Chávez a 17.6%.

Sin embargo, en Diciembre del 2001, una oposición irresponsable y enloquecida convocó a dos huelgas generales, dio un golpe de Estado, sabotó la industria petrolera, planificó Guarimbas, promovió un nuevo alzamiento militar, acaparó los alimentos, realizó compras masivas de dólares y desató una campaña internacional destinada a desalentar a los inversionistas extranjeros. Los resultados no pudieron ser peores para la economía nacional; todo el esfuerzo realizado de 1999 al 2001 para reducir la inflación se perdió irremediamente y en 2002 terminaron con inflación de 31.2 % y un 2003 con 27%.

## CONCLUSIONES

En los últimos años las economías de América Latina han realizado grandes avances en términos de manejo prudencial de la macroeconomía, buscando aprender de los errores del pasado. Los próximos desafíos pasan por consolidar estas importantes mejoras logradas en términos de calidad de las políticas macroeconómicas para que perduren en el tiempo y para que permitan alcanzar el crecimiento económico sostenido junto a la estabilidad de precios.

Recientemente, en la mayor parte de los países más grandes de la región, los Bancos Centrales han incrementado sus niveles de independencia operacional con respecto al gobierno, lo que aísla a la política monetaria de presiones potenciales para financiar al sector público.

El manejo prudencial de la política monetaria se ha reflejado en la utilización creciente del enfoque de metas de inflación y en la tendencia descendente de la tasa de inflación, en un contexto de mayor flexibilidad en los esquemas cambiarios en la región.

América Latina ha fortalecido su posición externa con una mejora de la cuenta corriente, se ha notado una apreciable mejora de otro indicador de solvencia como la deuda externa expresada en términos de las exportaciones totales de bienes y servicios.

Los países de la región han continuado acumulando reservas internacionales como política anticíclica a partir de una estructura de precios relativos favorable. En particular, sumando las tres economías más importantes de América Latina (México, Brasil y Argentina), Chile y los cinco países de la Comunidad Andina las reservas internacionales aumentaron.

La mejora de los fundamentals<sup>1</sup> de América Latina constituye una nueva realidad reflejada en los mercados financieros internacionales: el marcado descenso de los spread de riesgo soberano y en el de-coupling (desacoplamiento entre los principales motores de la economía mundial) con respecto a los “junk bonds” (bonos basura) de Estados Unidos.

De hecho a partir del 2000 estos países han tenido crecimientos económicos, tal vez no muy favorables para todos, pero vemos como CHILE, COLOMBIA, VENEZUELA y sobre todo ARGENTINA han tenido un incremento considerable en el PIB, esto debido a su apertura comercial.

---

<sup>1</sup> Son factores macroeconómicos que se aceptan como formación del valor relativo de una moneda, éstos incluyen la inflación, el crecimiento, la balanza comercial, el déficit de gobierno, y tipos de interés.



Brasil es el país es el que más beneficios ha tenido, aunque en algunos aspectos ha tenido beneficios no mayores, en consideración Colombia tiene un aumento considerable, sin embargo, este se puede deber al hecho de que el narcotráfico ha crecido mucho.

En pocas palabras, los instrumentos de regulación monetaria son similares en las 6 principales economías. Todos los países manejan como objetivo principal metas inflación. Hay que señalar que estos países no siguen estrictamente las recetas del FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, esto debido a que no todas las economías tienen los mismos problemas monetarios y económicos.

Brasil y Chile, al parecer son los únicos países que no siguen las recomendaciones del FMI, esto ha llevado a que su economía no se vea tan mermada y que tengan crecimiento y desarrollo.

Así que la utilización de estos instrumentos contribuye, al mejoramiento de la economía y desarrollo de los países, aunque muchas veces las decisiones que tomen los encargados de ellos no sean las mejores. A mi parecer todos los instrumentos son de gran utilidad aunque yo no estaría tan preocupada por la inflación siendo que existe un crecimiento en el país. Para nuestro país tal vez esto no sea tan beneficioso, debido a nuestro vecino ya que generalmente estamos influenciados por su economía.

## BIBLIOGRAFIA

Alan S. Blinder, (1998); Central banking in theory and practice; Massachussets Institute of Technology.

Aguilar A. y V. H. Juan-Ramón (1997), "Determinantes de las Tasas de Interés de Corto Plazo en México: Efecto de las Señales del Banco Central", en La Política Monetaria en México, Suplemento, Gaceta de Economía, Instituto Tecnológico Autónomo de México, Año 3, Número 5.

Aldo a. Arnaldo, Economía Monetaria, CEMLA (Centro de estudios monetarios latinoamericanos)

Banco Central de Chile "Antecedentes de Política Monetaria". Varios números.

Banco Central de Chile "Evolución Expectativas Económicas a abril de 2006".

Banco Central de Chile "Informe de Política Monetaria", enero de 2006.

Banco Central de Chile "Reunión de Política Monetaria" varios números.

Banco de la República (2000). "La Estrategia de la Política Monetaria" en *Revista del Banco de la República*, (Octubre).

CEMLA, (1993) Los instrumentos de Política Monetaria. Ed. Gráfica Panamericana S. de R. L., México.

CESLA (Centro de Estudios Latinoamericanos), 2000. Tendencias Latinoamericanas, Brasil, Venezuela, México, Chile, Colombia, Argentina. Febrero.

Dornbusch, Rudiger, Fisher Stanley y Startz Richard; 2002, Macroeconomía; Ed. McGraw-Hill, México.

Fajardo, V. (2000). Cuadernos Serie Didáctica # 2 Política Monetaria. Banco Central de Venezuela

Gleizer, Daniel. (2000) Objetivos y pronósticos de inflación en Brasil. Banco de México.

GÓMEZ J., (2006), "La Política Monetaria en Colombia" *Borradores Semanales de Economía*, Banco de la República, No. 394

Gutiérrez Camacho, Juan; La Instrumentación de la política monetaria y la profundización de los mercados monetarios y de deuda pública: logros y retos; Banco de la República, Colombia

Hernández, G. (1997) "El Banco de la República como Banco Central Independiente" en La Banca Central en América Latina E. Aguirre et. al. (Coordinadores), TM Editores y Banco de la República.

HERNÁNDEZ A., TOLOSA J., (2001), "La Política Monetaria en Colombia en la Segunda Mitad de los Años Noventa." *Borradores Semanales de Economía*, Banco de la República, No. 172

Informe sobre la Inflación Octubre – Diciembre 2006 y Programa Monetario para 2007, Banxico, enero 2007

Ortiz Cruz, Etelberto; Hacia una política monetaria y financiera para el cambio estructural y el crecimiento, UAM.

Pastor Porras, Arturo y Mesia Lizaraso, Mario. (1999) La administración de numerario y los instrumentos de regulación monetaria en la Banca Central. V REUNION DE AUDITORES INTERNOS DE BANCA CENTRAL. Lima, Perú del 8 al 11 de noviembre de 1999.

Redrado, Martin. (2005) Nuevo rol de los bancos centrales ante un cambio de paradigma macroeconómico en América Latina. Banca Central de la República de Argentina. Octubre.

Romo Guadalupe, (2000) La Banca Central y sus compromisos, Trabajo de investigación.

Sánchez Valadez, Manuel, Apuntes de la clase de 2do. Semestre Especialidad Política Monetaria y Financiera.

Silva Herzog, Jesús y Lecuona Ramón (1990); Banca Central en América Latina: I. los aspectos internacionales, CEMLA.

Subasta de Valores Gubernamentales Cuarto Trimestre 2006, <http://www.apartados.hacienda.gob.mx/ucp/espanol/index.html>, 28 de septiembre de 2006

Uribe, J., J. Gómez y H. Vargas (1999) "Strategic and Operational Issues in Adopting Inflation Targeting in Colombia" (Banco de la República, Documento Presentado en el Seminario sobre *Inflation Targeting*, Noviembre).

## PAGINAS WEB

<http://www2.ing.puc.cl/~iing/ed428/pmonetaria.html>

[www.cesla.com](http://www.cesla.com)

[www.cepal.org](http://www.cepal.org)

[www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl) (Banco Central de Chile)

[www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx) (Banco de México)

[www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar) (Banco Central de la República de Argentina)

[quimbaya.banrep.gov.co](http://quimbaya.banrep.gov.co) (Banco Central de la República de Colombia)

[www.bcv.org.ve](http://www.bcv.org.ve) (Banco Central de Venezuela)

[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br) (Banco Central de Brasil)