

# Virginia – POLITICA MONETARIA – 2005 TERCERA REVISIÓN

## 1) ¿Que expresa el principio de Tinbergen?

La relación entre objetivos e instrumentos tiene dos principios fundamentales, uno de ellos es el principio de Tinbergen que establece que es necesario un instrumento para cada objetivo. Esos instrumentos deben ser independientes o sea que los efectos de los distintos instrumentos sobre los diferentes objetivos no pueden ser equivalentes. Si un instrumento tiene los mismos efectos para varios objetivos, ahí se puede hacer complicado conseguir los distintos objetivos.

El otro principio es el de efectiva clasificación de los mercados de Mundell.

## 2) ¿Qué características debe tener un precio o una cantidad para ser elegible como ancla nominal de una estrategia tradicional de política monetario cambiaria?

Las características que debe tener una cantidad para ser elegida como ancla son: debe ser controlable, exógena, la causalidad debe ser la adecuada; de la variable elegida como ancla a la variable objetivo, los determinantes de la oferta y la demanda deben ser independientes, la función de demanda de dinero debe ser estable, se deben conocer los mecanismos de transmisión para ver de que manera se llega al objetivo porque este se puede alcanzar pero en el medio puede haber situaciones que son social y políticamente inviables.

En el caso de querer fijar un precio lo que se necesita es tener un stock regulador.

Para el caso de querer fijar la tasa de interés (que es el precio del crédito) tendríamos que tener la posibilidad de dar crédito o de restringir el crédito y esa posibilidad sí existe. El BC a través de reglamentaciones podría manejar un stock de crédito.

Para el caso del TC, el stock regulador serían las RIN, el BC debería poder ofrecer divisas toda vez que lo demanden y comprar las divisas cada vez que se las ofertan.

## 3) ¿Que funciones tendría un Banco Central en una economía oficialmente dolarizada?

## 4) Los canales de transmisión de la PM suelen actuar simultánea y complementariamente. Tanto el canal de precios (monetario) como el crediticio pasan por la influencia de la política del BC sobre la tasa de interés activa. ¿ En que se diferencian entonces?

Se diferencian en que en el canal monetario existen dos activos financieros (bonos y dinero) y en el canal crediticio existen 3 (dinero, crédito bancario y bonos). En el primero el aumento de la tasa de interés, debido a la aplicación de una PM contractiva, provoca una disminución de la demanda agregada, vía disminución de la inversión y el consumo, y esto lleva a una disminución del producto y los precios. En el segundo, la suba de la tasa de interés provoca una disminución en la inversión pero vía racionamiento del crédito por los problemas de riesgo moral y selección adversa.

La tasa de interés activa es la que cobran los bancos por los préstamos. El canal monetario o de precios parte de la existencia de dos activos financieros el dinero y los bonos (no considera la intermediación financiera) mientras que el canal crediticio

## Virginia – POLITICA MONETARIA – 2005 TERCERA REVISIÓN

supone la existencia de 3 activos financieros, los bonos, el dinero y el crédito bancario, siendo estos dos últimos perfectos sustitutos entre sí.

El canal monetario funciona de la siguiente manera: el BC provoca, mediante variaciones en la cantidad de dinero, cambios en la tasa de interés nominal, que dada alguna rigidez en el mecanismo de ajuste de la economía, se traducen en variaciones de la tasa de interés real con efectos sobre el consumo y la inversión (en definitiva sobre la demanda agregada) y, por consiguiente, sobre el nivel de producto y los precios. La efectividad de la política monetaria dependerá, no sólo de su capacidad de afectar la tasa de interés real, sino también de la sensibilidad del consumo y la inversión frente a esta variable. Este canal no considera la intermediación financiera, por lo tanto se analiza una economía sin bancos, en que deudores y acreedores intercambian directamente los recursos. Así, el resultado de un alza en la tasa de interés provocado por una contracción monetaria será dejar de lado sólo aquellos proyectos de inversión o de consumo cuya rentabilidad sea inferior a la del costo de financiamiento.

Los instrumentos de que dispone el BC para influir sobre las tasas de interés activas y pasivas son: los encajes, las operaciones de mercado abierto y las tasas de descuento.

El canal crediticio funciona así: existen los intermediarios financieros (los bancos) y son la respuesta eficiente de la economía frente a las asimetrías de la información entre acreedores y deudores.

Existen dos formas de financiamiento para las empresas, una de ellas es el crédito bancario y la otra es a través de fondos propios. En este canal puede suceder que la decisión de invertir o no de una empresa ya no dependa, como en el canal anterior, de la rentabilidad del proyecto con relación a sus costos sino que puede ser que la empresa no pueda utilizar los fondos propios y deba acudir al financiamiento externo y este le sea negado o su costo sea muy grande.

Los bancos pueden ejercer racionamiento sobre la oferta del crédito tanto vía precios como vía cantidad. Esto tendrá mayor influencia en la economía conforme sea más dependiente del crédito bancario y los agentes económicos no posean fuentes de financiamiento alternativas a la bancaria.

Entre los elementos a analizar para comprender por que la oferta de crédito bancario es racionada, es necesario el concepto de información asimétrica entre prestatarios y prestamistas, pues da lugar a problemas de selección adversa y riesgo moral.

Estos problemas se pueden explicar a través del canal de las hojas de balance; el valor de mercado de una firma depende de sus flujos futuros esperados y del valor de los activos que hay en su portafolio, variables que pueden verse afectadas por la tasa de interés. Ante una contracción monetaria el valor de las firmas podría caer. La hoja de balance de las firmas (el valor de mercado de las firmas), constituye el valor del colateral con el cual la firma puede enfrentar al sector bancario. Al bajar el valor del capital, el incentivo de las firmas a tomar proyectos riesgosos aumenta, al disminuir el monto de recursos propios involucrados. Este problema de riesgo moral llevará a un problema de selección adversa en la solicitud de crédito, porque las empresas cuyo capital se ha reducido de manera más fuerte son las que acudirán a los bancos mas frecuentemente y con los proyectos más riesgosos.

# Virginia – POLITICA MONETARIA – 2005 TERCERA REVISIÓN

Los bancos para evitar estos problemas pueden decidir no dar créditos, darlos por un monto menor o cobrar tasas de interés más altas.

Otro canal para restringir el crédito bancario puede ser, el canal de préstamos bancarios, en este canal la contracción monetaria va a traer una disminución de las reservas bancarias, lo cual aumenta el costo marginal de realizar préstamos y esto disminuirá la oferta de fondos del sector bancario-

## 5) ¿Cuales son las diferencias fundamentales entre la Regla de Taylor y la de McCallum? ¿cómo expresa Taylor su regla para economía abierta?

La regla de Taylor es una regla para fijar la tasa de interés y la de McCallum una regla para fijar la cantidad de dinero.

La regla de Taylor lo que dice es que: la tasa de interés debe reflejar el ajuste entre el producto esperado y la relación entre la inflación observada y la inflación esperada. Según esta regla el BC eleva la tasa de interés cuando la inflación se eleva por encima de la meta o el producto se eleva por encima de nivel de largo plazo, y reduce la tasa de interés en los casos opuestos.

La regla de McCallum vincula la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero con una meta de producto.

La regla de Taylor para economías abiertas se puede ver en Ball.

La regla de Taylor debe ser modificada para incorporar el papel del tipo de cambio, una variable cuya importancia central para las autoridades es ignorada por la regla básica de Taylor.

$$wr + (1-w)e = ay + bp^*$$

r – tasa de interés real

e - tipo de cambio real

y – producto

p\* - inflación a largo plazo

w y 1-w – son ponderaciones aproximadamente proporcionales a los efectos de la tasa de interés y el tipo de cambio en el gasto agregado

Las modificaciones hechas a la regla de Taylor original fueron: la inflación es reemplazada por la inflación de largo plazo y se sustituye la tasa de interés por un promedio ponderado de la tasa de interés y el tipo de cambio. Este promedio es conocido como el ICM (índice de condiciones monetarias).

## Virginia – POLITICA MONETARIA – 2005 TERCERA REVISIÓN

### 6) Dada un esquema de Mundell Fleming, como el adjunto, después de poner las referencias en las rectas y los ejes:

- Señale en que cuadrante podría estar uy antes del abandono del régimen de bandas de flotación.
- Señale que instrumentos (y con que sentido de variación sugeriría Mundell para lograr el equilibrio global.
- Explique el que orden los usaría, teniendo en cuenta la situación económica vigente en ese momento.

### 7) ¿Por qué bajo dolarización oficial no necesariamente la tasa de interés convergería a la tasa de interés del país cuya moneda se adoptó?

En un sistema de dolarización oficial las tasas de interés son mayores que las tasas de interés en el país ancla porque en el primero las mismas tienen incorporadas el “**riesgo de confiscación**”, que es una prima por riesgo país. La confiscación de activos representa una larga tradición en América Latina. Los países lo que hacen es tomar los depósitos en moneda extranjera en los bancos nacionales y convertirlos a moneda nacional a un TC inferior al de mercado, en un desesperado intento de detener la fuga de capitales.

Un sistema de dolarización oficial, implica que se elimina, lisa y llanamente la moneda nacional y se sustituye por una moneda extranjera. Se trata de un sistema que se identifica mucho más que el de convertibilidad con la estabilidad monetaria, porque hace mucho mas costoso, aunque no imposible, que el gobierno recupere el control de la PM y/o cambie la paridad de una moneda nacional que no existe.

Un sistema de convertibilidad, implica, que la moneda nacional cuenta con 100% de respaldo en moneda extranjera y la autoridad emisora establece un tipo de conversión de esa moneda y esta dispuesta a canjear a la vista billetes emitidos en el país por la moneda extranjera. Un sistema de convertibilidad representa un sistema de vínculo rígido porque el compromiso de mantener un tipo de cambio fijo tiene respaldo legal y en la practica se pone el piloto automático para la ejecución de la PM, eximiendo totalmente al BC y el gobierno del cumplimiento de esa función.

Si comparamos un sistema de convertibilidad con un sistema de dolarización plena, vemos que en el primero no se hace totalmente imposible una devaluación. Si la actitud de los inversionistas se vuelve negativa con respecto a un país dotado de un régimen de convertibilidad y se produce un ataque especulativo, los especuladores llevan todas las de ganar, porque la única variación que puede experimentar el valor de la moneda es a la baja.

La probabilidad de que ello ocurra es inherente a las tasas de interés internas y se refleja en el hecho de que las mismas aumentan más y se hacen más inestables que las tasas de interés del país ancla. En un sistema de dolarización oficial estos problemas son menores porque no existe incertidumbre con respecto al valor de la moneda que circula en el país (los usd siempre serán usd), el componente de riesgo monetario de las tasas de interés internas necesariamente desaparecerá y las tasas de interés serán menores.

## Virginia – POLITICA MONETARIA – 2005 TERCERA REVISIÓN

- 8) **Ball sugiere que el instrumento de política en economía abierta no debe ser la tasa de interés sino el índice de condiciones monetarias. ¿Cómo se definiría este?**

El índice de condiciones monetarias es un promedio ponderado del tipo de cambio y las tasas de interés. La idea de introducir el ICM en la regla de política es porque la PM afecta el gasto tanto a través de la tasa de interés como del tipo de cambio. El estímulo global al gasto depende del promedio de estas dos variables y ya que este promedio mide la orientación general de la política, constituye una variable adecuada para ser ajustada en caso de que la inflación o el producto se desvíen de su senda. Dicho de otro modo, la autoridad monetaria lo que hace es ajustar la tasa de interés en respuesta al tipo de cambio, además, del producto y la inflación.

- 9) **¿Cree que en los últimos años existió una conducta tipificable como miedo a flotar? ¿Por qué?**

Sí, en economías como la nuestra con un alto nivel de dolarización, existe el miedo a flotar.

Esto se puede deber, en primer lugar, a que el principal riesgo de dejar que el TC flote es que ello puede desestabilizar las expectativas inflacionarias. Si la credibilidad es limitada, existe una preocupación justificable de que una depreciación inesperadamente grande pueda iniciar un ataque al régimen de política. Si los agentes esperan que la inflación aumente, pueden ser inducidos a ajustar precios y salarios abruptamente al alza, elevando así la inflación.

Además, el temor a la flotación es causado por el riesgo de que una depreciación cambiaria inesperadamente grande deteriore las posiciones financieras de los bancos que tienen deudas en dólares, hasta el punto que pueda quedar comprometida la solidez del sistema bancario. Así, la vulnerabilidad del sistema bancario respecto del riesgo cambiario es la otra cara de la mayor independencia monetaria.

- 10) **¿Qué importancia puede tener la credibilidad en la gama de instrumentos a utilizar por la autoridad monetaria?**

- 11) **¿Por qué: a) el grado de dolarización b) la flexibilidad de precios y c) la frecuencia e intensidad de los choques, serían elementos importantes para decidir el ancla nominal factible de ser utilizada mas eficientemente?**

- 12) **¿Cuáles son las principales desventajas de un sistema de vínculo rígido?**

En esencia hay dos sistemas de vínculo rígido en la esfera de PM, la convertibilidad y la plena dolarización.

Las principales desventajas de este tipo de sistema son que: casi no dejan margen para la PM interna, para los propulsores de este tipo de sistema ésta constituye la principal

# Virginia – POLITICA MONETARIA – 2005 TERCERA REVISIÓN

ventaja ya que argumentan que es mejor no tener PM a tener una mala o sea discrecional e inflacionaria.

Pero igual siempre es bueno tener un poco de margen para poder aplicar PM acertada antes que no tener la posibilidad de hacerlo. Pudiendo hacer PM, las autoridades pueden contrarrestar los efectos de determinadas perturbaciones que afectan a la economía interna.

Otra desventaja, es que el BC pierda la posibilidad de cumplir la función de prestamista en ultima instancia.

Las ventajas de este sistema son: primero, brindan un ancla nominal que ayuda a mantener controlada la inflación para los bienes transables y de esta manera se atenúa el componente inercial de la inflación que alimenta el crecimiento de los salarios y los precios de los bienes no comercializables y hacen que las expectativas inflacionarias converjan con las existentes en el país ancla.

Segundo, los regímenes de vinculo rígido reducen y en el limite eliminan el componente de riesgo monetario de las tasas de interés internas, reduciendo así el costo de obtención de financiamiento.

Tercero, provee una regla de conducta para la oferta monetaria lo que ayuda a reducir los problemas de inconsistencia dinámica.

Cuarto, estos sistemas tienen la ventaja de ser sencillos y claros, lo que permite que el público lo pueda entender claramente.

**13) La Globalización**, en la medida en que se fundamentó en progresos en los costos de transporte, de personas, bienes y capitales y en los avances en las técnicas de información y su transmisión, generó: **a)** cambios en las estrategias de política monetaria cambiaria.

**b)** cambios en los canales de transmisión.

**c)** cambios en el sistema bancario.

**Señale (separadamente), los principales cambios registrados.**

**14) ¿Qué condiciones no estaría cumpliendo Uruguay para acceder a un régimen de Inflation Targeting?**

Uno de los requisitos para poder aplicar este esquema es que los sistemas financieros sean sólidos y tenga la capacidad de soportar choques. De otro modo, la mayor volatilidad del tipo de cambio asociada con un esquema de inflation targeting puede dar origen a vulnerabilidades en el sistema financiero, debilitar la confianza en el régimen monetario y provocar ataques especulativos. En nuestro país, el sistema financiero viene de una crisis y de a poco ha ido recuperándose pero todavía no estaría en condiciones como para considerarlo un “sistema financiero sólido”.

Otro requisito que debería cumplir el país, sería el de tener disciplina fiscal.

Además, varios estudios (Ize), establecen que la adopción de un sistema de IT, en economías altamente dolarizadas es complicada pero no imposible.

En Uruguay existe una considerable dolarización del activo y del pasivo del balance de empresas, los hogares y los bancos, y el grueso de la deuda a largo plazo está

## **Virginia – POLITICA MONETARIA – 2005 TERCERA REVISIÓN**

denominada en dólares. Como la determinación de objetivos de inflación exige necesariamente un tipo de cambio nominal flexible, y como las economías de la región son sumamente abiertas y dependen en gran medida del financiamiento externo, las perturbaciones cambiarias son inevitables. Por esta razón, estos países no pueden permitirse dejar de lado por completo el TC al conducir la PM a un contexto de inflation targeting.

Antes de adoptar este régimen es necesario, en estas economías altamente dolarizadas, que las regulaciones sobre la posición de liquidez internacional de los bancos deben ser ajustadas para asegurar que su capital este bien protegido del impacto directo de las fluctuaciones cambiarias.

Una estricta supervisión y un ajuste en las regulaciones prudenciales pueden ser necesarios para asegurar que los bancos incorporen adecuadamente en sus operaciones de crédito los riesgos cambiarios anticipados implícitos en la transición al nuevo régimen.

Por lo tanto la transición hacia un esquema de IT debe ser gradual y bien programado. El sistema bancario necesita ser sólido y puede requerirse implementar varias medidas prudenciales para limitar su vulnerabilidad a fluctuaciones del TC.

### **15) ¿Qué caminos conoce para generar credibilidad?**

Construyendo reputación, delegando y haciendo contratos ad hoc.

### **16) El triángulo adjunto es una representación de la trinidad imposible.**

- a) ¿Qué indica la trinidad imposible?
- b) ¿En que momento histórico estuvo Uruguay cerca de A, de B y de C?
- c) Cerca de A, ¿es posible hacer política monetaria? Si la respuesta es afirmativa ¿Qué requisitos serían necesarios?
- d) ¿Cómo solucionan las economías más desarrolladas este dilema?
- e) ¿Cuáles son las dificultades para que funcione aquí?

### **17) ¿Cómo definiría la reacción de la PM frente a choques transitorios o permanentes reales o financieros?**

### **18) ¿Cuáles son las principales razones para que un BC intervenga en el mercado de divisas?**

#### **¿Cuáles son los riesgos de dicha intervención?**

Intervenir en el mercado de divisas implica fijar el tipo de cambio y esto tiene algunas ventajas como ser:

- 1) Fija la tasa de inflación para los bienes transables y eso contribuye directamente a mantener la inflación bajo control.
- 2) Si el tipo de cambio es creíble, se fijan las expectativas de inflación a la tasa de inflación del país de referencia. Se asegura la convergencia hacia la inflación del país cuya moneda se tomo como eje.

## **Virginia – POLITICA MONETARIA – 2005 TERCERA REVISIÓN**

- 3) Provee automáticamente de una regla de conducta de PM, lo que elimina el problema de inconsistencia dinámica. En la medida que se fija el tipo de cambio, no hay margen a la discrecionalidad.
- 4) Tiene la ventaja de ser simple y claro, lo que lo hace fácil de entender para público. Así puede seguir mejor la política y formar mejor sus expectativas.

Al intervenir el BC en el mercado de divisas, y fijar el tipo de cambio, se generan ciertos inconvenientes:

- 1) Se pierde la posibilidad de hacer PM. Al fijar el TC el BC pierde el dominio de la oferta de dinero.
- 2) Se es vulnerable a los ataques especulativos.
- 3) Además tienden a favorecer las crisis financieras en los países menos desarrollados porque en estos países los problemas de información asimétrica son mayores que en los países desarrollados. Entonces son más frecuentes los comportamientos de selección adversa y riesgo moral.
- 4) El TC fijo tiene el inconveniente de que quita una señal, a una economía que está siendo muy expansionista en los países subdesarrollados. En los países desarrollados la señal la da la bolsa de valores pero en los países subdesarrollados no hay quien de esa señal.

**19) ¿Porque la posición financiera a) de los prestamistas y b) de los prestatarios, podría tener un papel importante en el canal crediticio?**

**20) Como los rezagos son grandes pero se pueden requerir metas temporalmente más cortas, en el diseño operacional de un esquema de inflation targeting, Mishkin y Schmih Hebbel, dicen que el BC tiene tres caminos: ¿cuáles serían estos?**

Para evitar la controlabilidad y el problema de la inestabilidad de los instrumentos en un régimen de inflation targeting hay 4 caminos que los bancos centrales pueden tomar:

Primero, pueden incluir cláusulas de escape formal en el esquema de IT, para así permitir ciertos errores bajo circunstancias particulares.

Segundo, pueden fijar una inflación central en vez de una inflación detallada, mejor un rango que un número.

Tercero, pueden agrandar el rango del objetivo de inflación.

Cuarto, pueden establecer un pronóstico de metas de inflación por varios años. Esto prácticamente es inviable por eso sólo se consideran los tres primeros caminos, para mitigar los problemas de inestabilidad.

**21) ¿Por qué el pass through sería mayor en los países menos desarrollados?**

**22) ¿Por qué los programas ortodoxos serían inicialmente recesivos? ¿Porque los heterodoxos lograrían evitar ese efecto?**

La estabilización implica bajar la demanda, por lo tanto bajar el gasto y disminuir la creación de dinero. Para bajar el gasto, podemos disminuir el crédito a través del uso de los encajes, las Omas o directamente restringir el crédito.

## **Virginia – POLITICA MONETARIA – 2005 TERCERA REVISIÓN**

Para disminuir la creación de dinero, debemos aumentar las tasas de interés y así disminuir el dinero en circulación o bajar la emisión primaria lo que implica también una disminución del déficit fiscal.

Al subir las tasas de interés se genera, en el sector real, una caída en el nivel de actividad, esa caída generaba un cierto nivel de recesión y desempleo, que se volvía a acomodar después que se acomodaban los precios.

El nivel de recesión dependerá de que si el plan es inicialmente creído, porque si la gente sigue ajustando los precios y salarios como venía haciéndolo antes del plan, éste tiene muchas chances de fracasar. Hay que destruir la indexación, y para evitar estos problemas se crearon los planes de estabilización heterodoxos, los cuales incorporan políticas de ingreso y de desagio.

Las políticas de ingresos consisten en congelar el nivel de precios y salarios si estamos en un plan de shock o de lo contrario si estamos en un plan gradualista, fijar pautas descendentes de los precios básicos.

Las políticas de desagio consisten, en poner una ley o mecanismo de manera de establecer una modificación de los contratos de forma tal que traten de tener el mismo efecto real que tendrían si no hubiera habido un plan de estabilización.

Estas políticas que se agregan a los planes heterodoxos son para generar credibilidad.

Ahora bien, las políticas de ingreso deben ser complementarias y no sustitutivas de las políticas de demanda. Los precios deben ser fijados por un período corto.

### **23) ¿Qué factores no vinculados a la rentabilidad, favorecieron la dolarización de la economía uruguaya?**

Los altos niveles de inflación sufridos en nuestro país durante mucho tiempo llevaron a que todo estuviera indexado, tomando como referencia al tipo de cambio. Esto se hacía para contrarrestar la pérdida de valor que provocaba la inflación.

# Virginia – POLITICA MONETARIA – 2005 TERCERA REVISIÓN

## REACCION DE LA POLITICA MONETARIA AL TIPO DE CAMBIO

	<b>SHOCKS REALES</b>	<b>SHOCKS FINANCIEROS</b>
<b>Temporales</b>	Sin reacción (A)	Sin reacción (B)
<b>Permanentes</b>	Política fiscal (C)	Política monetaria (D)

Una variable que puede ser importante en el contexto de economías abiertas es el tipo de cambio. Cuando el pass-through del tipo de cambio a los precios es alto, el tipo de cambio asume un papel muy importante en la política monetaria. Sin embargo, la respuesta de la PM a los cambios en el TC depende la posibilidad que tengan los BC de usar otros instrumentos.

- (A) y (B) Si el tipo de cambio se deprecia debido a un shock temporal, la tasa de interés se mantiene incambiada. Esto es así porque esos movimientos en el tipo de cambio no tienen efectos sobre las expectativas de inflación y los bancos centrales que reaccionan a la inflación indirectamente deben tener en cuenta las consecuencias de los movimientos en el tipo de cambio para su política.
- (C) Si el tipo de cambio se deprecia debido a un shock permanente como puede ser un deterioro de los términos de intercambio o un shock negativo sobre la productividad. En principio una mejor política podría ser ajustar otras políticas como puede ser la fiscal, alineando la absorción de la economía.
- (D) Si el shock sobre el tipo de cambio es permanente y recae sobre el sector financiero (por ejemplo una salida de los capitales del país) una suba de la tasa de interés puede ser una respuesta apropiada para estabilizar el producto y la inflación. Mientras la depreciación de la moneda incrementa la demanda externa y los precios, una tasa de interés puede reducir la demanda doméstica y estabilizar la inflación.

Sin embargo, en la práctica, muchas economías emergentes intervienen para estabilizar el tipo de cambio cambiando las tasas de interés y la escala de esa intervención también tiende a ser larga. Surge así la pregunta sobre cuales son los factores que provocan esta conducta. Una razón, consistente con la teoría, es que mayores depreciaciones de la moneda en economías emergentes son de hecho, debidas a shocks financieros, y siempre terminan en inflación.

Segundo, shocks del tipo de cambio tienden a ser largos y persistentes en las economías emergentes, lo que puede crear un dilema para el banco central. Si elige absorber la depreciación del tipo de cambio, esto tiene el riesgo de overshooting la meta de inflación y perder credibilidad.

Al mismo tiempo, defender la moneda puede requerir elevar la tasa de interés a un nivel muy alto, lo que puede llevar a grandes pérdidas del producto.

En un estudio reciente Ho y McCauley, mostraron que las economías emergentes que perdieron sus objetivos de inflación son aquellas que generalmente experimentaron una clara volatilidad del tipo de cambio.

Esto sugiere que los bancos centrales deben estar listos para elevar las tasas cuando se enfrenten con grandes depreciaciones de la moneda.

Pero pueden, al mismo tiempo, prevenir claras contracciones de la economía incluso al costo de perder el objetivo de inflación.

**Virginia – POLITICA MONETARIA – 2005 TERCERA  
REVISIÓN**