

La eficacia de la política monetaria durante la transición

La experiencia de Mongolia

Torsten Sløk

Mongolia ha registrado cambios extraordinarios durante su transición hacia una economía de mercado, habiendo reestructurado profundamente la economía real y el sector financiero. ¿Es posible aplicar eficazmente una política monetaria en este entorno de cambio?

UN ELEMENTO clave durante la transición de las economías de planificación centralizada hacia una economía de mercado ha sido la creación de mercados e instituciones financieras que sirvan de base a la nueva economía. Pero la introducción de estos mercados e instituciones y, en especial, la tarea de crear confianza en ellos han llevado mucho tiempo. Además, la política monetaria se ha visto confrontada con otras dificultades, como las crisis bancarias, el gran volumen de préstamos en mora, la inexperiencia en materia de gestión, las interferencias políticas, la apreciación de la moneda y las tasas de inflación altas o moderadas.

La política de las autoridades monetarias de Mongolia ha sido mantener estable la tasa de crecimiento de la oferta monetaria y hacer frente a estos problemas específicos de la transición a medida que surgen. Además, dado el clima de temperaturas extremas, la economía de Mongolia es sumamente estacional. Las autoridades han intervenido ocasionalmente en el mercado de divisas para evitar una variación excesiva del tipo de cambio derivada de las oscilaciones de la exportación y la importación causadas por el clima. En muchas economías en transición ha sido necesario aplicar este criterio pragmático en la política monetaria. En este artículo se procura determinar si la demanda de dinero estable y la relación previsible entre la inflación y las variables monetarias han facilitado el enfoque adoptado por Mongolia.

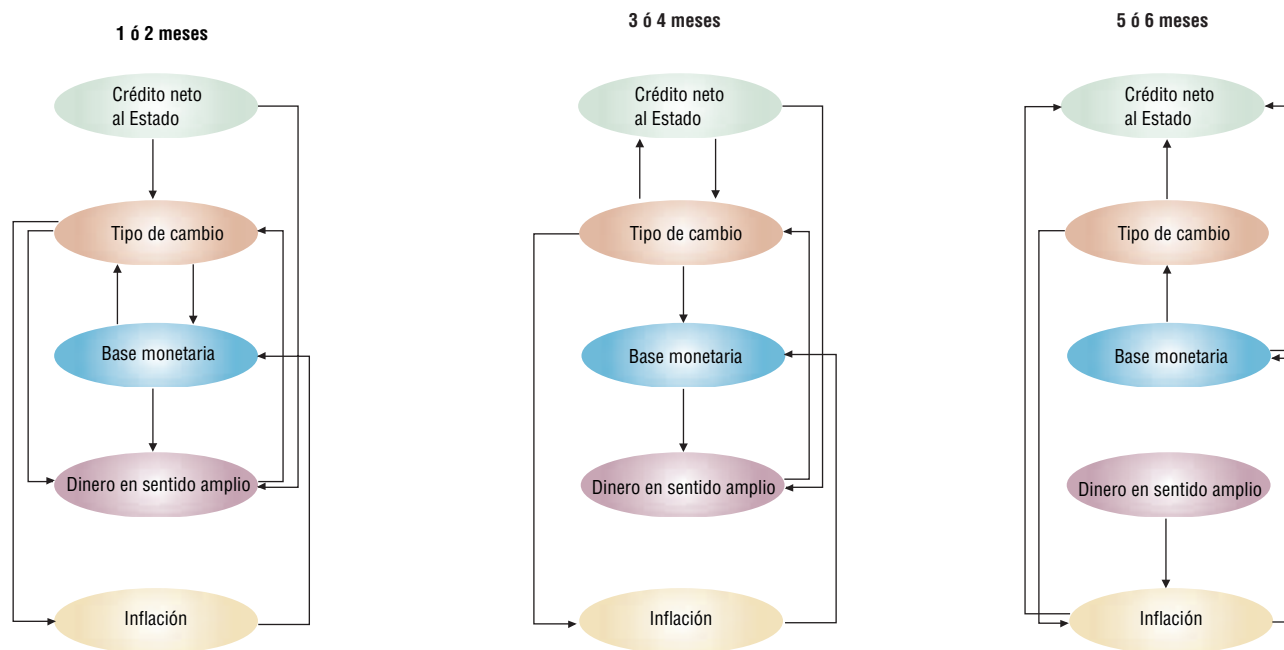
La experiencia de Mongolia

Hay cuatro aspectos que distinguen la experiencia de Mongolia de la que han vivido la mayoría de los países en transición. En primer

lugar, ha habido un consenso político con respecto a la necesidad de un enfoque amplio y decidido en materia de reforma. Pese a los cambios sustanciales en las coaliciones de gobierno y a algunos períodos de inacción política, los gobiernos nacionales han mantenido básicamente los mismos objetivos. En segundo lugar, a diferencia de muchos otros países en transición, Mongolia no vivió un período prolongado de inflación moderada. La tasa anual bajó a menos del 10% en el primer semestre de 1998 y se ha mantenido en ese nivel desde entonces. Tercero, contrariamente a lo que ocurrió en los países en transición de Europa central y oriental, Mongolia no ha recibido una gran afluencia de capital y, por lo tanto, las autoridades monetarias no se han visto confrontadas con las dificultades que normalmente plantea dicha afluencia. Cuarto, la economía mongola se vio muy afectada por la crisis de Asia de 1997 y, en especial, por la crisis de Rusia de 1998. En consecuencia, su moneda se apreció considerablemente (en términos nominales y reales). Esta apreciación ha sido un instrumento clave para reducir las tasas de inflación anuales de la gama moderada a tasas inferiores a 10, aunque ello haya significado probablemente cierto costo en lo que respecta al producto.

En el cuadro se compara el PIB real de Mongolia en 1989 y 1998 con el de las demás economías en transición y se muestra que Mongolia registró mejores resultados que la mayoría. De 27 países en transición, sólo Polonia, la República Eslovaca y Eslovenia han obtenido mejores resultados que Mongolia, en tanto que la República Checa y Hungría han logrado resultados comparables. Sin embargo, esta medición tiene limitaciones y no revela mucho sobre el de-

Mongolia: Dinámica de la política monetaria



Fuente: Slok (2000).

sarrollo de las instituciones ni sobre la incidencia de la política económica en cada país en transición. Para analizar la incidencia de la política económica durante la transición —en particular, de la política monetaria— tenemos que examinar la relación entre las variables monetarias, la inflación y la actividad económica real.

La política monetaria durante la transición

Una política monetaria basada en el mercado depende de la existencia de un mercado de dinero y de divisas. Específicamente, se requieren coeficientes de encaje legal, ventanillas de refinanciamiento, letras y bonos del Estado y del banco central, y una asignación del crédito a través de los bancos o mediante subastas. Si el marco institucional de la política monetaria y estos instrumentos monetarios específicos no

existen o no funcionan debidamente, será imposible conducir con eficacia la política monetaria. La mayoría de las economías en transición han ido creando un marco institucional e introduciendo instrumentos y mercados financieros que funcionan como los de los países desarrollados, aunque sean más pequeños y de menor liquidez.

Mongolia reforzó la función de la política monetaria en las primeras etapas de su transición. En mayo de 1991, se estableció un sistema bancario en dos niveles para sustituir al anterior, basado en el banco central. Los créditos dirigidos, que hasta 1991 estaban determinados por el plan de crédito, se limitaron a los sectores prioritarios y a la importación de petróleo, y se eliminaron a mediados de 1994. También se eliminaron los toques a cada banco y los controles sobre las tasas de interés activas y pasivas de los bancos comerciales que se habían impuesto al comienzo de la transición. Además, en 1991 el banco central introdujo el encaje legal para los depósitos a la vista de empresas y hogares; en 1993, las letras del banco central y, en 1995, una subasta periódica de refinanciamiento a tasas de mercado. El grado de independencia otorgado al banco central —el Banco de Mongolia— es curiosamente similar al de muchos países desarrollados. La Ley de Bancos de Mongolia, aprobada en 1996, establece que los dos objetivos primordiales del Banco de Mongolia son garantizar un valor estable del tugrik mongol y actuar como supervisor del sistema financiero. En resumen, Mongolia ha creado buena parte de las instituciones y los mercados financieros necesarios para una política monetaria eficaz.

Durante el período de transición, el sector bancario de Mongolia se ha visto ante grandes desafíos, entre otros el que

Evolución del PIB real en los países en transición

(1989 = 100)

	1989	1998
Europa oriental	100	93,4
Países de la CEI ¹	100	54,0
Estados bálticos	100	71,4
Todos estos países	100	64,5
Mongolia	100	93,1

Fuente: Naciones Unidas, 1999, *Economic Survey for Europe*, No. 2, Apéndice, Cuadro B.1. Los datos sobre Mongolia corresponden a estimaciones del personal técnico del FMI.

¹ Comunidad de Estados Independientes.

planteaba el gran volumen de préstamos en mora. Para fortalecer el sistema bancario, se adoptaron —en el contexto de programas respaldados por el FMI— medidas para reducir los costos operativos, resolver las situaciones financieras de los bancos insolventes y estimular la recuperación de préstamos. La relación entre los depósitos en divisas y el dinero en sentido amplio ha sido casi todos los años inferior al 20%, promedio registrado por todos los países en transición desde 1991. Pero el diferencial de tasas de interés, definido como la diferencia a fin de año entre las tasas de los préstamos bancarios a corto plazo en moneda nacional y las tasas de los depósitos, fue, en el mismo período, uno de los más elevados de los países en transición. Se han mantenido elevadas tasas de interés a lo largo del período de transición para preservar y restaurar la confianza en el sistema bancario. Aunque se ha logrado fortalecer el sistema, subsisten problemas, en particular la situación financiera de varios bancos privados.



Torsten Sløk, economista en la División de Estudios Económicos Internacionales del Departamento de Estudios del FMI

Eficacia de la política monetaria

Un problema fundamental en lo que respecta a la aplicación de la política monetaria durante la transición es el hecho de que la inflación no es sólo un fenómeno monetario. Fuera de las habituales presiones entre demanda y costos, existen, por lo menos, otros cinco factores que dificultan la conducción de la política monetaria. Primero, la liberalización de los precios al comienzo de la transición da lugar a un ajuste inicial y a variaciones sustanciales de los precios relativos y, por ende, a la inflación. Segundo, este ajuste de los precios relativos trae consigo una reasignación considerable de recursos, y el consiguiente financiamiento monetario de los déficit fiscales crecientes resultante de la combinación de una merma del ingreso fiscal y perfiles de gasto rígidos también genera presiones inflacionarias. Tercero, en muchos países en transición, las rigideces a la baja en los mercados de bienes y de trabajo, junto con la indexación de precios, generan más inflación moderada permanente (de 15% a 40% anual). Cuarto, al aumentar el ingreso, aumenta el nivel de precios de la economía, y las autoridades tienen que determinar si la inflación proviene de esa o de otra fuente. Por último, la privatización, el fomento institucional y la creación de mercados competitivos lleva un tiempo considerable, y la velocidad con que se incorpora la competencia y la eficiencia en el sector privado influye sustancialmente en las tasas de inflación durante el período de transición. Dadas estas influencias en la inflación (específicas de la transición), no puede darse por sentado que existan relaciones previsible entre las variables económicas fundamentales, necesarias para una conducción monetaria efectiva. En Mongolia fue necesario un análisis de causalidad de las relaciones entre las variables económicas para investigar las relaciones entre inflación, tipo de cambio, base monetaria, dinero en sentido amplio y crédito neto al Estado. Las pruebas de causalidad Granger dan un indicio de la interacción de estas variables a lo largo del tiempo. Todas las series

miden variaciones en 12 meses, a partir de diciembre de 1995 hasta junio de 1999. El gráfico indica las relaciones de causalidad entre las variables en períodos diferentes.

Una de las conclusiones extraídas de los resultados de las pruebas de causalidad es que el crédito neto al Estado incide decisivamente. A corto plazo, esta variable no afecta directamente a la inflación, pero incide en ella por la vía de las variables monetarias mencionadas. A más largo plazo (de cinco a seis meses), el crédito neto al Estado llega a ser función de las demás variables monetarias e incide directamente en la inflación. Una segunda conclusión es que el tipo de cambio tiene efectos sustanciales en la inflación durante todos los períodos examinados y, a muy corto plazo, es la única

variable que explica directamente la inflación. En otras palabras, si varía el tipo de cambio, las empresas reaccionan inmediatamente ajustando los precios internos. Tercero, también a más largo plazo, la oferta de dinero explica directamente la inflación, y ello indica que es la oferta de dinero lo que redujo la inflación en Mongolia.

A fin de explorar más a fondo la cuestión, se estimó la relación dinero-demanda, utilizando datos anuales de 1993–98 correspondientes a 22 regiones de Mongolia (véanse detalles en Sløk, 2000). El análisis aporta dos elementos clave. Primero, que la estimación de la relación dinero-demanda confirma que existe una relación importante y estable entre el dinero real y el ingreso real a lo largo del período de la muestra. Segundo, la elasticidad-ingreso es aproximadamente 0,5, lo que indica que un 1% de aumento en el ingreso arroja un 0,5% de aumento en la demanda de dinero. Esta elasticidad es muy inferior a la de la mayoría de los países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, habitualmente cercana a 1. La menor elasticidad en Mongolia podría indicar que las transacciones de los bancos y empresas de este país son mucho menos numerosas y complejas que las de sus contrapartes de las economías muy desarrolladas. En otras palabras, la menor elasticidad-ingreso de la demanda de dinero indica que en Mongolia las tenencias de dinero se destinan primordialmente a transacciones.

En suma, existe una relación estable entre la oferta de dinero y la actividad económica, lo que ha permitido que las autoridades monetarias utilicen la regla del crecimiento de la oferta de dinero para orientar la política monetaria. Además, el uso de esta regla ha logrado reducir la inflación.

Conclusión

En una economía en transición, con instituciones tan rudimentarias como las de Mongolia, puede lograrse una demanda estable de dinero y una relación previsible entre la inflación y las variables monetarias, y se puede aplicar eficazmente una política monetaria basada en el mercado. Sin embargo, para fortalecer esta política monetaria, las autoridades deben seguir aplicando las reformas, sobre todo en el sector bancario y en la administración pública. Mirando al futuro, otros países en transición han conseguido mantener tasas de

inflación anuales inferiores a 10 adoptando una estrategia de metas de inflación explícitas. Esta estrategia tiene la ventaja de ser transparente y fácil de seguir por el público y de permitir que la política monetaria mantenga la inflación a un bajo nivel mientras las autoridades hacen frente a las conmociones internas y externas. Sin embargo, la estrategia de metas inflacionarias explícitas no es adecuada para los países que aún no han concluido el ajuste estructural, que empiezan el proceso con una elevada tasa de inflación o que son proclives a grandes perturbaciones. En caso de perturbaciones, las metas de inflación explícitas podrían tener efectos repentinos en los instrumentos monetarios y, a su vez, graves

consecuencias en la economía real. Además, debido a las pronunciadas variaciones de temperatura en Mongolia, se observan movimientos estacionales del tipo de cambio que, de no ordenarse, podrían tener efectos indeseables en la inflación. En resumen, no está claro si sería útil para Mongolia adoptar una estrategia de metas de inflación explícitas en esta fase de su transición. **F&D**

Referencia bibliográfica:

Sløk, Torsten, 2000, "Monetary Policy in Transition: The Case of Mongolia", documento de trabajo del FMI WP/00/21 (Washington: FMI).

3rd Annual Financial Markets and Development Conference



THE WORLD BANK GROUP
THE INTERNATIONAL MONETARY FUND
and THE BROOKINGS INSTITUTION
are pleased to sponsor a conference on

**Open Doors:
Foreign Participation in Financial Systems
in Developing Countries**

April 19–21, 2001
New York, NY

The *Financial Markets and Development Conference* offers a unique, multi-disciplinary forum in which to discuss the challenges and opportunities presented by foreign entry into emerging market financial systems. Participants will explore which types of policies have worked best, and draw applicable lessons for the future.

Among the featured topics:

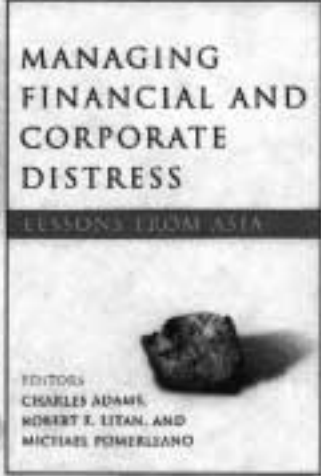
- Scope of foreign direct investment in emerging markets' financial sectors;
- Policy options to best capture the opportunities presented by foreign entry;
- Foreign institutions' role in introducing e-finance innovations in emerging markets.

View last year's conference at:
www.visualcommunications.com/wb/emnfs/home.htm
For further information, please contact Colleen Mascenik at Fax: (202) 522 7105 or email cmascenik@worldbank.org.

PROCEEDINGS OF
THE WORLD BANK GROUP,
THE INTERNATIONAL MONETARY FUND,
AND THE BROOKINGS INSTITUTION
MARCH 2000 CONFERENCE:

**MANAGING
FINANCIAL AND
CORPORATE
DISTRESS**

LESSONS FROM ASIA



EDITORS
CHARLES ADAMI,
ROBERT E. LITAN, AND
MICHAEL POMERLEANO

**Managing Financial
and Corporate Distress
Lessons From Asia**

This new conference volume, *Managing Financial and Corporate Distress*, assesses the status and ensuing lessons for other emerging markets of the massive corporate and bank restructuring efforts currently under way in many East Asian countries. It also addresses preventive measures, such as the risks of short-term capital flows and changes in corporate and sovereign risk management in the aftermath of the Asian financial crisis.

paper, 0-8157-0103-9, \$26.95

Available in bookstores or from the
Brookings Institution Press
Phone: 800-275-1447 or
202-797-6258
Fax: 202-797-6004
Email: BOOKS@brookings.edu

B Or order online at
www.brookings.edu