

CAPÍTULO 6

APARTADO 6.3:

DISEÑO E INSTRUMENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

- **Instrumentos y efectos de la política monetaria**
- **La política monetaria en el Eurosistema**
- **Ineficacia de la política monetaria**



6.3 DISEÑO E INSTRUMENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

Una vez explicadas las herramientas de que dispone el banco central para controlar la oferta monetaria, y después de entender en qué consiste el mecanismo de transmisión monetaria, es fácil proponer una definición para la política monetaria.

La política monetaria: instrumentos y efectos

La política monetaria se refiere al conjunto de decisiones adoptadas por el banco central para variar la oferta monetaria y, con ello, alterar el equilibrio en el mercado de dinero. El fin último de estas decisiones monetarias será influir en los objetivos de política económica¹ (nivel de PIB real, nivel de empleo, estabilidad de precios y del tipo de cambio, etc.).

Los agentes económicos perciben las medidas de política monetaria cuando ven variar los tipos de interés en los mercados financieros. De ahí, que los elementos fundamentales en los que se sustenta la política monetaria sean el control de la oferta monetaria y el precio del dinero, es decir, el tipo de interés.

Al igual que la política fiscal, la política monetaria supone actuar sobre unos instrumentos (en este caso, de carácter monetario) que permitan regular la liquidez de la economía e influir en las condiciones financieras. Estos instrumentos, de forma general, ya los hemos presentado en el primer apartado y son tres:

- Las operaciones de mercado abierto (OMA) ó compras y ventas de títulos entre el banco central y el sistema bancario.
- Los préstamos que el banco central concede en última instancia al sistema bancario, organizados a través de la variación de la tasa de descuento.
- El coeficiente legal de caja².

También, como en el caso de la política fiscal, la política monetaria puede ser expansiva (si el banco central eleva la cantidad de dinero y reduce el tipo de interés) o restrictiva o contractiva (si el banco central reduce la capacidad de gasto de los agentes económicos a través de la reducción de la cantidad de dinero y la elevación de los tipos de interés).

- ⊛ El banco central seguirá una *política monetaria expansiva* cuando compra títulos en el mercado abierto, reduce el coeficiente legal de caja o favorece la concesión de créditos a los bancos mediante un tipo de descuento menor.

¹ Recordamos que el objetivo explícito de la política monetaria en la Unión Monetaria Europea es la estabilidad de precios a medio y largo plazo. Conseguir la estabilidad de precios es fundamental para la convergencia de los países de la UE. En concreto, la inflación reduce la competitividad de las economías, desanima el ahorro y la inversión y empuja al alza los tipos de interés.

² Actualmente, en la UME la política monetaria descansa sobre las operaciones de mercado abierto. El coeficiente legal está fijado en el 1% de determinados pasivos de las entidades de crédito, generalmente a plazos inferiores de dos años.

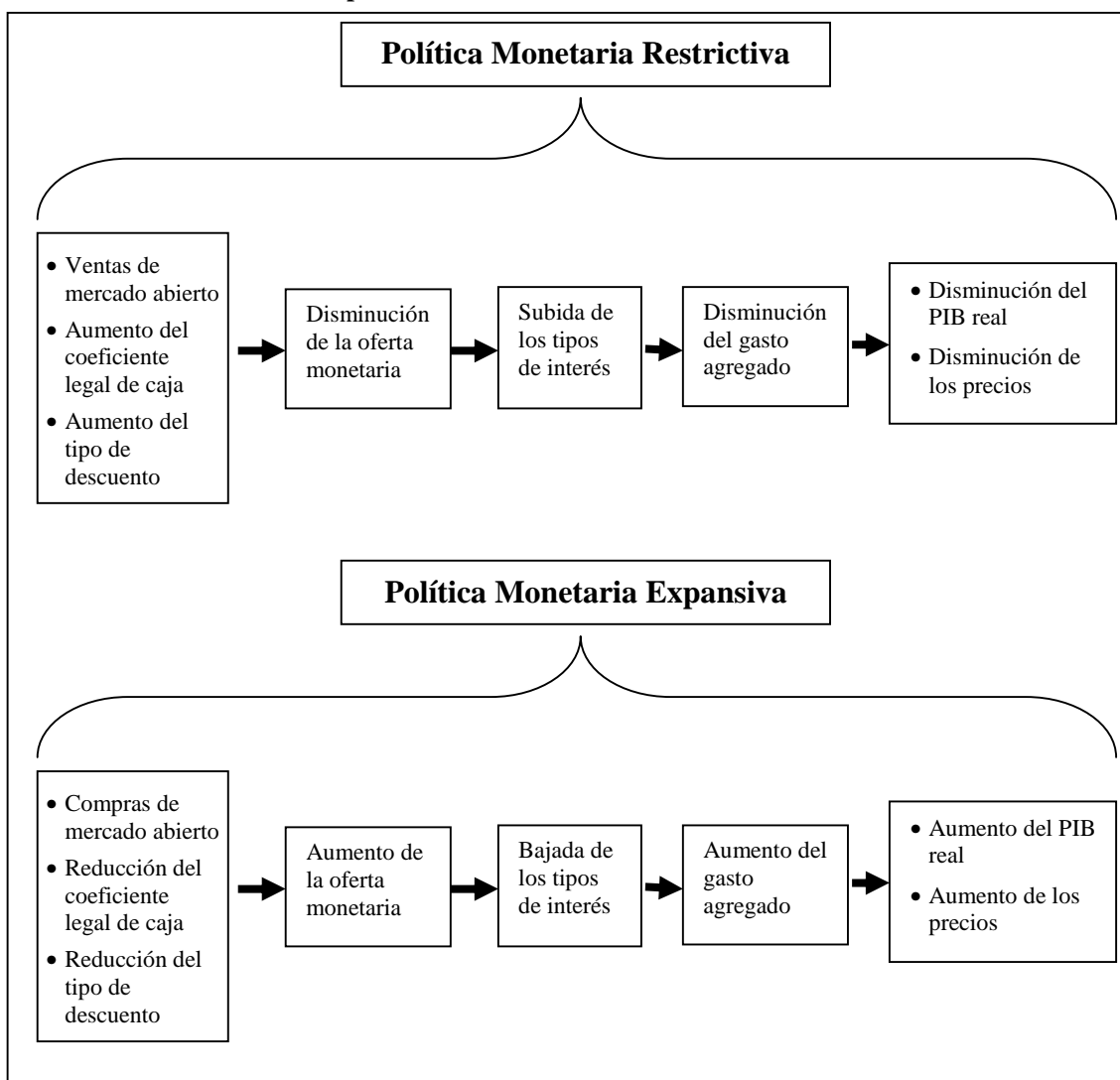
En una política monetaria expansiva, los bancos bajarán el tipo de interés para que la gente se interese en solicitar préstamos y así en el negocio bancario prevalecerá el criterio de rentabilidad sobre el de liquidez.

- ⊗ Se sigue una **política monetaria restrictiva**, si el banco central vende títulos, aumenta el coeficiente legal o endurece la concesión de créditos los bancos a mediante un aumento del tipo de descuento.

Las medidas de política monetaria restrictiva tienen el objetivo de reducir la oferta monetaria en épocas de acelerado crecimiento económico y así adaptar el aumento de la demanda agregada a la capacidad productiva (es lo que se conoce como “enfriar la economía”). La política monetaria restrictiva es la mejor y la más rápida forma para controlar la inflación. Cuando el precio del dinero es caro, las personas y las empresas solicitarán menos dinero. La escasez de dinero reducirá el gasto, lo que impactará en el nivel de producción y finalmente en el crecimiento.

Basándonos en el mecanismo de transmisión monetaria, las secuencias para cada una de éstas políticas se muestran en el Cuadro 6.2.

Cuadro 6.2: Efectividad de la política monetaria



En la práctica, la política monetaria tiene un efecto asimétrico, en el sentido de que la política monetaria restrictiva es más eficaz que la expansiva para modificar la demanda agregada.

En un contexto restrictivo, si el banco central impone controles al sistema bancario para limitar los créditos en la economía, los agentes económicos necesariamente van a reducir sus gastos porque el coste de endeudarse va a ser mayor (por ejemplo, pedir un préstamo para comprarse un coche resultará más caro). Por el contrario, en un escenario expansivo, si el banco central reduce los tipos de interés, el público puede no verse motivado a demandar más créditos (por ejemplo, puede que las expectativas sobre el futuro cercano de la economía sean tan poco alentadoras que no anime a muchas personas a endeudarse hoy). En este caso, podría ocurrir que la política monetaria expansiva resultase ineficaz. Esta idea sobre la ineficacia de la política monetaria se ilustra gráficamente en el último epígrafe posterior de este capítulo.

En el mundo económico la asimetría de la política monetaria se suele recoger a menudo mediante la metáfora del caballo y el estanque. Nosotros podemos obligar, por ejemplo, con una cuerda que un caballo se acerque o se aleje a un estanque pero si nuestro deseo es que beba agua de ese estanque no podemos obligarle con la cuerda a beber si el caballo no quiere, por mucho que lo intentemos. ¡¡Una cuerda sirve para tirar, no para empujar!!

La política monetaria en el Eurosistema

La información que se suministra en este epígrafe se corresponde básicamente a las explicaciones, definiciones y aclaraciones que aporta el banco central europeo (BCE) en materia de política monetaria, parte de las cuales se pueden encontrar en su página web (<http://www.ecb.int/ecb/html/index.es.html>). Por eso, quien desee profundizar más sobre todos los temas monetarios relacionados con el BCE y el Eurosistema puede acudir a esta página o a los vínculos relacionados con ella.

El Eurosistema dispone de tres grupos de instrumentos de política monetaria: las operaciones de mercado abierto, las facilidades permanentes y el coeficiente de caja o coeficiente de reservas mínimas.

OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO EN EL EUROSISTEMA

Las operaciones de mercado abierto constituyen el instrumento más importante y se utilizan para controlar los tipos de interés, gestionar la situación de liquidez del mercado monetario y señalar la orientación de la política monetaria.

Estas operaciones se realizan a través de varios tipos de transacciones: a) operaciones temporales, b) operaciones simples, c) swaps de divisas, d) captación de depósitos a plazo fijo, y e) emisión de certificados del Banco Central Europeo

Los activos utilizados en las operaciones de mercado abierto deben ser clasificados como activos de garantía por el BCE. Es decir, no vale cualquier activo sino solo aquellos que, emitidos tanto por entidades públicas como privadas, son de renta fija con un bajo nivel de riesgo, de forma que se impida que el Eurosistema incurra en pérdidas.

La mayor parte de las operaciones de mercado abierto consisten en cesiones temporales de estos activos financieros entre los bancos comerciales y el banco central a cambio de una determinada cantidad de dinero. En realidad, las operaciones de mercado abierto son un préstamo del banco central a los bancos privados, utilizando los títulos financieros que éstos tienen como garantía. De esta forma se proporciona una liquidez (base monetaria) transitoria al sistema. Pasado el plazo de la cesión de los activos, los bancos privados reembolsarán al banco central el importe del dinero recibido más un interés. Por su parte el banco central devuelve los activos a los bancos privados.

Dentro de estas operaciones temporales las más importantes son las operaciones principales de financiación (OPF). Las OPF se definen como operaciones de inyección de liquidez regular que se llevan a cabo cada semana y tienen un vencimiento de una semana. El volumen de liquidez concedido lo decide el BCE y se adjudica por subasta entre las entidades de crédito participantes. El tipo de interés mínimo fijado por el BCE en esta puja es el tipo de interés de referencia u oficial de la política monetaria

El tipo de interés oficial de referencia establecido durante las subastas de cesiones temporales de activos, tiene en la práctica tres efectos o consecuencias:

- (1) Permite a controlar la cantidad de dinero que el banco central desea sacar a circulación. Un aumento del tipo de interés oficial, reduce la base monetaria, mientras que una disminución del tipo de interés oficial aumenta la liquidez.
- (2) Influye en coste del crédito que los bancos ofrecen a sus clientes. Cuanto más bajo sea el tipo de interés oficial, más fácil será para los bancos acceder a la liquidez otorgada por el banco central y, por tanto, mayores las ventajas que los bancos pueden ofrecer en los préstamos a sus clientes.
- (3) Es una señal o una indicación sobre cuál va a ser la política monetaria que va a ejecutar el banco central a corto plazo. Así, los movimientos en el tipo de interés oficial, por pequeños que sean (suelen oscilar entre 25 y 50 punto básicos), enseguida son asumidos e interpretados por los mercados financieros (por ejemplo, la bolsa de valores) sobre cuál va a ser el futuro económico.

FACILIDADES PERMANENTES

Las facilidades permanentes es la posibilidad ofrecida por los bancos centrales nacionales a las entidades de crédito para que estas puedan ajustar en cualquier momento su liquidez, de ahí el nombre de facilidades y el adjetivo de permanentes.

Existen dos facilidades permanentes:

- ✦ La facilidad marginal de crédito, que permite a las entidades de crédito obtener liquidez a un día de los bancos centrales nacionales contra activos de garantía.
- ✦ La facilidad de depósito, que las entidades de crédito pueden utilizar para efectuar depósitos a un día en los bancos centrales nacionales

Los tipos de interés de las facilidades permanentes suelen constituir el límite superior para los créditos solicitados por los bancos, y el límite inferior para los depósitos del tipo de interés a un día del mercado monetario.

LAS RESERVAS MÍNIMAS

Es de obligado cumplimiento que todas las entidades de crédito mantengan unas reservas mínimas depositadas en los bancos centrales nacionales de sus respectivos países. Su objetivo es garantizar la solvencia y estabilidad del sistema financiero, en general, y del sistema de pagos en particular.

En el Eurosistema, estas reservas mínimas se calculan aplicando un coeficiente, actualmente el 1%, llamado coeficiente de reservas o coeficiente de caja, a los saldos de determinados pasivos de las entidades de crédito (concretamente, depósitos y otros valores distintos de acciones, con un plazo máximo de vencimiento de hasta dos años). Estos depósitos en los bancos centrales se remuneran al tipo de interés de las operaciones principales de financiación (OPF).

Se considera que un banco cumple con el coeficiente de caja cuando el saldo medio de su depósito en el banco central, durante el periodo de un mes, alcanza el valor mínimo exigido del 1%. De este modo, los bancos pueden mantener algunos días reservas por debajo del coeficiente de caja, siempre y cuando durante otros días superen el mínimo establecido por ley.

Ineficacia de la política monetaria

Según el esquema de la transmisión monetaria, la capacidad de la política monetaria para afectar al mercado de bienes y servicios dependerá de la intensidad con que se manifieste, por un lado, la influencia de la oferta monetaria en el tipo de interés (paso del panel 1 al panel 2 de la Figura 6.5) y, por otro, la incidencia del tipo de interés en el gasto agregado de la economía (paso del panel 2 al panel 3 de la misma Figura).

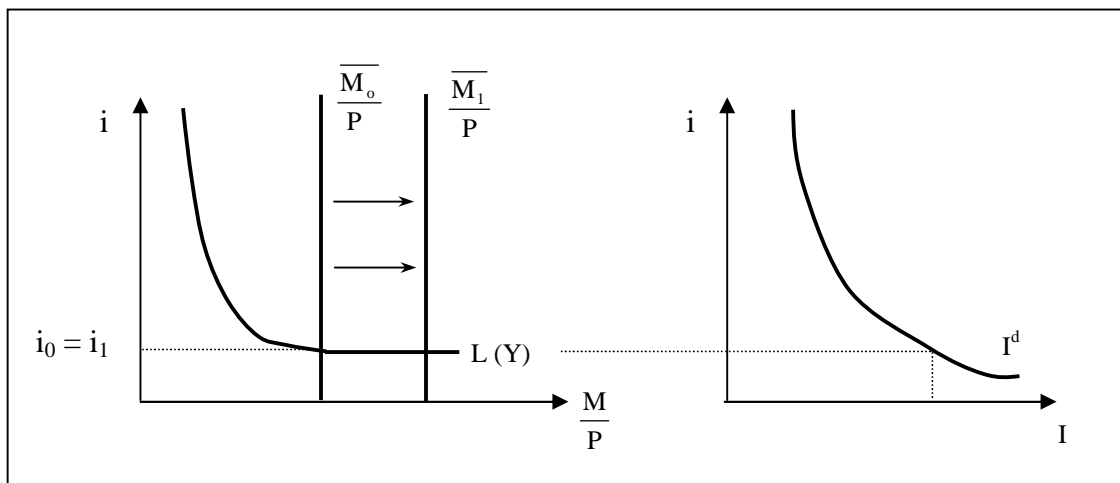
Una política monetaria será ineficaz cuando se presente alguno de los dos siguientes casos:

- ✧ Si el mercado de dinero se encuentra en la llamada **trampa de la liquidez keynesiana**. Es decir, el equilibrio en el mercado de dinero se sitúa en el tramo horizontal de la curva de demanda de dinero o preferencia de la liquidez.

En estas condiciones, dado que el tipo de interés no tiene margen para disminuir, cualquier política monetaria sería estéril: el efecto de la variación de la cantidad de dinero sobre el tipo de interés es nulo y no consigue activar la economía (Figura 6.6). En estas circunstancias de tipos de interés muy bajos, se dice que en los agentes prevalecerá el criterio de liquidez sobre rentabilidad.

Normalmente, esta situación se asocia a profundas recesiones y tipos de interés muy bajos, próximos a cero. Así, durante la crisis financiera internacional iniciada en 2007 se especuló mucho con que la economía había incurrido en la trampa de la liquidez.

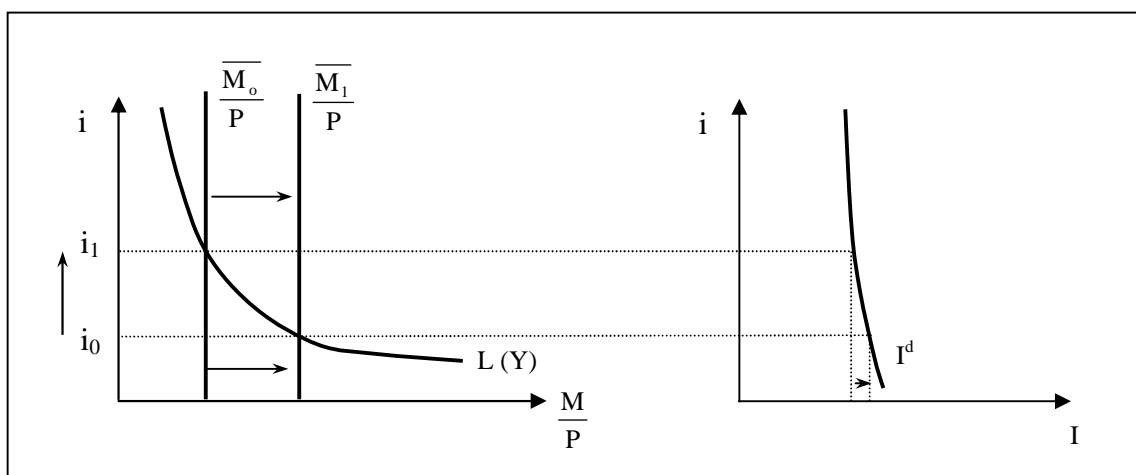
Figura 6.6: Ineficacia de la política monetaria (la trampa de la liquidez)



✧ **La demanda de inversión** (u otras demandas de bienes duraderos) **es muy inelástica con respecto al tipo de interés**. Es decir, la demanda agregada de la economía apenas reacciona ante las variaciones del tipo de interés ocasionadas por cambios en la oferta monetaria (Figura 6.7).

Esta situación, como hemos comentado más arriba, es la típica de sombrías expectativas y de pérdida de confianza. Por mucho que bajen los tipos de interés, si las empresas y las familias no ven nada claro su futuro (pocas ventas, inseguridad en el empleo, carestía de la vida...), difícilmente se decidirán a realizar grandes gastos, como la compra de automóviles, la compra de viviendas o la adquisición de nuevas máquinas.

Figura 6.7: Ineficacia de la política monetaria (malas expectativas económicas)



Además de los dos casos anteriores típicos en la literatura económica, podríamos citar aquí la realidad que ha acompañado al sistema financiero de la zona euro durante los últimos años de la crisis económica. Los bancos europeos han ido recibiendo financiación del BCE con intenciones de reactivar el crédito al sector privado pero esta liquidez finalmente ha sido utilizada para garantizar la liquidez y solvencia de los

propios bancos, cuando no para comprar deuda pública de los países como un modo de obtener una rentabilidad segura. La no traslación de este crédito al sector privado, ha limitado y encarecido el acceso a la financiación de las familias y empresas, afectando negativamente al consumo y a la inversión.

Instrumentos no convencionales de política monetaria del BCE

Los tres instrumentos presentados anteriormente son las herramientas convencionales de que dispone cualquier banco central para influir en la oferta monetaria y el tipo de interés. No obstante, en ocasiones, para proporcionar liquidez a las entidades bancarias, y como respuesta a los fallos del mecanismo de transmisión monetaria, tal y como ha sucedido con la crisis mundial iniciada en 2007, el Banco Central se ha visto obligado a incorporar a la política monetaria una serie de actuaciones no convencionales de carácter transitorio.

Sin entrar en demasiado detalle (para una información concreta y cronológica más completa se recomienda acudir de nuevo a la página web del BCE), algunos de los instrumentos monetarios no convencionales utilizados en la zona euro desde 2007 han sido: inyección de liquidez a tipo de interés fijo con adjudicación plena, ampliación de la lista de activos de garantía admitidos, inyección de liquidez a plazo más largo, inyección de liquidez en moneda extranjera, cambios en el coeficiente de reservas exigido y compra de valores distintos de acciones específicos. Con todos ellos se busca un marco operativo de alta flexibilidad donde el BCE permita afrontar circunstancias imprevistas.

Otros límites de la política monetaria

La política monetaria es la política de estabilización por excelencia, es la más técnica y más neutral, pero como acabamos de comprobar dista de ser una máquina perfecta. Además de la trampa de la liquidez y de la inelasticidad de la inversión al tipo de interés, existen otras dos incertidumbres que condicionan la efectividad de la política monetaria como política de estabilización, al igual que sucedía con la política fiscal (apartado 4.1):

1. La incertidumbre debida a los retardos (o retrasos):

En toda política de estabilización existen retrasos o retardos tanto en el momento previo de su aplicación como en los momentos posteriores de su efectividad. Los economistas reconocen dos grandes tipos de retardos: los **retardos internos** y los **retardos externos**. Los retardos internos son los retardos en la aplicación de la política económica. Los retardos externos se refieren al tiempo que tarda una medida económica en surtir efecto³.

³ Para ayudar a comprender los retardos internos y externos imaginarse el caso del Titanic cuando trata de evitar la colisión con el famoso iceberg. El tiempo que se tarda en confirmar la presencia del iceberg, la comunicación de esta información a la tripulación y el inicio del cambio de rumbo es el retardo interno. Dada la envergadura del Titanic su inercia es grande y, por ello, tarda mucho tiempo en cambiar de rumbo; éste es el retardo externo.

∅ Los retardos internos se deben a dos razones básicas:

- ◆ Una es el tiempo que se tarda en identificar y reconocer un problema (por ejemplo, los datos de que se dispone pueden ser confusos y contradictorios). A menudo se tarda entre varios meses y un año en ver claramente que existe un grave problema en la economía.

Un ejemplo real es el la Gran Depresión. Aunque la bolsa de valores se hundió en octubre de 1929, no fue hasta finales de 1930 cuando el público comenzó a darse cuenta de la gravedad de la depresión.

- ◆ La otra razón por las que existen retardos internos se halla en que una vez diagnosticado un problema, pasa un tiempo hasta que se toman las medidas oportunas.

∅ Los retardos externos son el tiempo que tardan en surtir efecto las políticas de estabilización. Las versiones matemáticas de los modelos económicos se utilizan para estimar estos retardos externos⁴. Las medidas monetarias tardan entre año y medio y dos años para producir sus efectos totales máximos. Si bien este retraso no es el mismo en todos los países ni en todas las circunstancias económicas, ya que la intensidad y la cuantía del efecto final dependerá de la relación de fuerzas entre empresas, sistema financiero y sindicatos

Como los efectos tardan en manifestarse, la autoridad monetaria apenas tiene margen para intervenir y corregir problemas de hoy, sino que tiene que anticipar el escenario económico de dentro de año y medio como mínimo, cuando las medidas monetarias actuales alcanzarán el máximo impacto

2. La incertidumbre debida a las previsiones y a los datos:

Como hemos señalado en el párrafo anterior, la política monetaria se basa en las previsiones macroeconómicas sobre PIB, empleo y precios con más de un año de antelación. Los modelos utilizados, aunque estén diseñados con una buena intuición y buen juicio, no está exentos de grandes errores en estas predicciones, pues un año vista es demasiado tiempo para prever todo tipo de contingencias.

En meteorología sabemos qué tiempo hace hoy pero es que en economía por no saber no sabemos ni cuál es el PIB, el empleo o el crecimiento de hoy. Una de las principales características de la economía es que la publicación de las estadísticas están sujetas a una inevitable demora (los datos sobre precios se avanzan un mes después, los del paro entre un mes y trimestre más tarde, y los del crecimiento al menos con un retraso de tres o cuatro meses; aunque las cifras definitivas y más fiables del PIB suelen necesitar de más de tiempo, al menos un año).

⁴ Estos modelos matemáticos informatizados que elaboran los economistas a partir de la teoría económica y los métodos estadísticos se denominan modelos econométricos y tratan de recoger la dinámica real de la economía.

Aunque esta incertidumbre no imposibilita la formulación y la ejecución de la política monetaria, afecta, y bastante, a la calidad de sus decisiones y a sus continuas revisiones en función de cómo el pasado se cree que condicionará el futuro.

El efecto inestabilizador de las políticas de estabilización

Los retardos en los efectos de las políticas de estabilización (fiscal o monetaria) pueden provocar que las medidas económicas agraven las fluctuaciones económicas en vez de suavizarlas.

Pongamos un ejemplo. Supongamos que (1) al comienzo del año el PIB fuera actualmente inferior al nivel de pleno empleo, pero que volverá a ese nivel por sí mismo a finales de ese mismo año y (2) que la política de estabilización tardará todo un año en surtir efecto. Si las autoridades económicas adoptan medidas expansivas al comienzo del año para reactivar la economía, el cambio no surtirá efecto hasta final de ese año, lo cual unido a la propia inercia del PIB a recuperar su nivel de pleno empleo elevará la producción aún más por encima del pleno empleo. En consecuencia, la adopción de medidas expansivas a destiempo estimulará innecesariamente a la economía, magnificando las fluctuaciones económicas.

Con las medidas restrictivas pasa lo mismo. Si los expertos en predicciones económicas predicen un recalentamiento de la economía y el Banco Central adopta una política restrictiva, el resultado puede ser desastroso si la economía se debilita antes de que la política surta efecto.

La Figura 6.8 muestra las consecuencias indeseables que pueden causar los retardos en la efectividad de las medidas de política económica: tanto las expansiones como las recesiones pueden verse amplificadas.

Figura 6.8 Efecto inestabilizador de las políticas de estabilización

