



# Política monetaria

## OBJETIVOS DE APRENDIZAJE

**U**na vez que termine este capítulo el lector comprenderá:

- Objetivos de política monetaria, incluyendo estabilidad del nivel de precios, el crecimiento económico, tasas de interés estables y tasas de tipo de cambio estables.
- Que los objetivos operativos de política del Fed son aquellas variables financieras y monetarias que son afectadas por sus herramientas de una manera predecible.
- Que los objetivos intermedios son variables económicas que el Fed puede afectar indirectamente a través de su trabajo con objetivos operativos.
- Que la tasa de fondos federales y las reservas bancarias han sido a menudo objetivos operativos de la política monetaria.
- Que los agregados monetarios extranjeros algunas veces han servido como objetivos intermediarios con ciertas tasas de interés.
- Objetivos y metas de la política monetaria en Alemania, Japón y el Reino Unido.

El capítulo anterior trató diversos componentes de la estructura monetaria y bancaria de Estados Unidos. En este capítulo explicaremos como el Fed, interactuando con bancos y otras unidades de la economía, crea dinero y crédito. Abordaremos también las herramientas que el Fed puede usar para administrar la tasa de crecimiento de la oferta de dinero.

Este apartado examina los objetivos de la política monetaria es decir, las condiciones que el Fed dentro de la economía busca originar. Aunque el Fed no puede causar directamente la existencia de estas condiciones, consigue seguir políticas orientadas a variables que sí puedan ser influenciadas por sus herramientas. De manera similar, como lo realizamos en el capítulo anterior, también trataremos asuntos monetarios sobre algunas otras grandes economías del mundo.

## POLÍTICA MONETARIA EN ESTADOS UNIDOS



### *Objetivos de la política monetaria*

El Fed, a través de herramientas como operaciones de mercado abierto, que cambian las reservas en el sistema bancario, puede impulsar al mismo sistema y a los depositantes a implementar los cambios deseados en la oferta de dinero y en sus tasas de crecimiento. El Fed administra la oferta de dinero para lograr ciertos objetivos económicos. En esta sección, identificaremos algunos de los objetivos más comúnmente citados de la política del Fed.<sup>1</sup>

*La estabilidad en el nivel de precios* es el objetivo más importante del Fed. La estabilidad de precios ganó un nuevo respeto en los últimos veinte años, cuando

**TABLA 6-1**

CAMBIOS PORCENTUALES ANUALES DEL ÍNDICE  
DE PRECIOS AL CONSUMIDOR DE 1980-1991

Año	Tasa	Año	Tasa
1980	12.4	1986	1.1
1981	8.9	1987	4.4
1982	3.9	1988	4.4
1983	3.8	1989	4.6
1984	4.0	1990	6.1
1985	3.8	1991	3.1

Fuente: *Federal Reserve Bulletin*, ejemplares seleccionados.

<sup>1</sup> Ben Bernanke y Frederic Mishkin, "Guideposts and Signals in the Conduct of Monetary Policy: Lessons from Six Industrialized Countries", presentado en la Seventh Annual Conference on Macroeconomics, marzo de 1982.

primero la inflación y después la deflación destruyeron economías enteras de los sectores principales, como el cultivo de las tierras y los bienes raíces comerciales. Una manera estándar de medir la inflación es el cambio de un índice principal de precios. La tabla 6-1 muestra el cambio de porcentaje anual en el índice de precios al consumidor entre 1980 y 1991, y revela cómo la alta inflación marcada al principio de los ochenta se disipó al final de la década. De esta experiencia, los diseñadores de la política y la economía pudieron apreciar una vez más, que los niveles de precio inestables retardan el crecimiento económico, provocan volatilidad en las tasas de interés, estimulan el consumo, impiden el ahorro y originan una caprichosa redistribución de ingresos y riquezas con severos problemas sociales.

Sin embargo, la inflación en las economías avanzadas rara vez es el resultado (si lo hay) de una demanda excesiva debido a la política monetaria o fiscal. Lo que es más, una causa más importante de la inflación es un shock económico en el abastecimiento de un material crucial, tal como los shocks del petróleo de los años setenta, que afectaron a casi todos los países. Una prueba de que la inflación de fines de los setenta no estaba relacionada con la demanda excesiva de bienes y servicios, es que sucedió con un alto desempleo y dio al mundo un periodo de "estanflación", que es una condición de ambas, inflación y recesión.

Es importante notar que cuando un banco central como el Fed se enfrenta con un shock de abastecimiento, tiene dos opciones. Primera, las autoridades bancarias pueden negarse a acomodar los niveles de precios más altos que vienen detrás del shock relacionándolos con un aumento en la oferta de dinero. Los resultados de la no acomodación tenderán inicialmente a crear tasas de interés más altas y una disminución en la actividad económica. Por esta razón, los bancos centrales y las autoridades políticas con frecuencia han optado por la segunda opción, la cual es una política de acomodamiento y aumento de crecimiento en la oferta de dinero. Desafortunadamente, esta clase de política permite que la inflación continúe sin control y con muchas posibilidades de aumentar.

La *contratación elevada* (o bajo desempleo) de la fuerza laboral civil representa el segundo objetivo principal del Fed. Mientras los políticos hablan a menudo de la obligación del gobierno de Estados Unidos de promover una "contratación absoluta", la mayoría de las personas entiende que una tasa de desempleo cero es imposible. La razón es que el "desempleo de fricción", o desempleo temporal de aquellos que cambian de trabajo o que buscan un empleo mejor, ambos son realmente inevitables y ayudan a la economía. Son inevitables porque las personas cambian de trabajo y aspiran, por lo general, a tener un mejor empleo, y porque algunos trabajadores entran y salen en el mercado de trabajo constantemente. El desempleo de fricción es favorable porque permite una reubicación constante de mano de obra que tiende a incrementar la eficiencia en la fuerza de trabajo.

Porque el desempleo a nivel cero no es un objetivo razonable, la meta apropiada del Fed y otros diseñadores de la política representa actualmente un nivel elevado de contratación. Sin embargo, un problema práctico donde no se ponen de acuerdo los economistas y los diseñadores de la política es sobre una definición adecuada o la especificación sobre lo que es contratación elevada. No ayuda sólo indicar que un nivel de contratación elevado es el que se aproxima al 100% menos el nivel de desempleo de fricción, porque existe un acuerdo común sobre la verdadera tasa de desempleo de fricción.

TABLA 6 - 2

TASAS ANUALES DE DESEMPLEO CIVIL  
EN ESTADOS UNIDOS, 1980-1991

Año	Tasa	Año	Tasa
1980	7.1	1986	7.0
1981	7.6	1987	6.2
1982	9.7	1988	5.5
1983	9.6	1989	5.3
1984	7.5	1990	5.5
1985	7.2	1991	6.7

Fuente: *Federal Reserve Bulletin*, ejemplares seleccionados.

Para propósitos prácticos, muchos observadores consideran que la tasa de desempleo civil de entre el 4 y el 6 % indica una economía operando en, o cerca, del nivel de contratación elevada. Esta cifra reconoce el desempleo de fricción y los efectos de la rápida expansión en la fuerza de trabajo en las últimas décadas. Tal expansión ocurre por la entrada de muchas mujeres, trabajadores jóvenes e inmigrantes a Estados Unidos dentro de la fuerza de trabajo.

La tabla 6-2 proporciona información anual sobre el nivel de desempleo en Estados Unidos en la última década, y muestra cómo ocurrió una contratación relativamente alta en la segunda mitad de los ochenta.

Es importante darse cuenta que la contratación elevada es uno de los objetivos del Fed porque en determinadas circunstancias, la política del Fed puede influir indirectamente en el nivel de contratación. Cuando la economía opera lentamente, o por debajo de su capacidad, un aumento en la oferta de dinero puede traer una expansión económica y contratación, porque esos aumentos pueden reducir las tasas de interés, estimulando la inversión, promoviendo el consumo y llevando a la creación de nuevos trabajos. La política de expansión de oferta de dinero es frecuentemente descrita como "una política de dinero fácil", porque se dice que el Fed facilita el camino para que los bancos adquieran reservas y extiendan préstamos. Cuando la total producción de la economía está cercana a su capacidad, (dado su stock de activos productivos y la población), las políticas de dinero fácil pueden ser una desventaja, ya que pueden provocar una inflación y elevar las tasas de interés. Los diseñadores de la política deberían hacerse la difícil pregunta de si el facilitar la política monetaria logrará realmente un crecimiento económico o simplemente provocará inflación.

*El crecimiento económico*, tercer objetivo del Fed, es el aumento de la producción total de bienes y servicios en la economía. Claramente, está estrechamente relacionado con el objetivo de contratación elevada. Como era de esperarse, existe un mínimo acuerdo sobre la tasa exacta de crecimiento que los diseñadores de la política deberían tratar de alcanzar. Descrita por algunos como "sostenible" o "confiable" o "razonable", la tasa adecuada de crecimiento de la economía tiene que ser lo suficientemente sustancial para generar contratación elevada en el con-

texto de una expansión de la fuerza de trabajo y, por otro lado, lo suficientemente baja para prevenir una inflación.

La tabla 6-3 reporta la tasa de crecimiento en Estados Unidos en años recientes, en términos de los cambios anuales en el Producto Interno Bruto (o PIB). Nótese que hay tres años en que el crecimiento fue negativo. En 1982 fue extremadamente negativo, ya que el PIB cayó en más del 2%. Por otro lado, excedió un 3% positivo en cinco años diferentes, y excedió el nivel alto del 6% en 1984. De manera interesante, el período de crecimiento sustancial no provocó una inflación alta poco usual (véase tabla 6-1).

Una vez más, el crecimiento de la economía es un objetivo del Fed, porque sus operaciones pueden ser capaces de afectar el nivel de crecimiento. Sin embargo, como hicimos notar en relación con la contratación, las políticas que expanden la oferta de dinero y que estimulan el crecimiento pueden ser benéficas en determinadas circunstancias y perjudiciales en otras, de acuerdo al desarrollo de la economía en relación con su capacidad.

El objetivo de *estabilizar las tasas de interés* está relacionado directamente con el objetivo del crecimiento y con la responsabilidad del Fed del bienestar de las finanzas de la nación y del sistema bancario. La tabla 6-4 reporta los promedios anuales para las tasas de las cuentas del tesoro (valor a corto plazo), y de los bonos del tesoro (activo a largo plazo). La tabla revela que la volatilidad de la tasa de interés a principios y a mediados de los ochentas fue especialmente pronunciada. Esta volatilidad ha sido un verdadero problema para las instituciones financieras tales como los bancos comerciales y las instituciones thrift.

Tome en cuenta que el objetivo es estabilizar las tasas, no prevenir cambios en ellas. Obviamente, las tasas de interés suben y bajan con los cambios en las condiciones de las economías. Dichos movimientos pueden proporcionar señales de desarrollos económicos importantes, y sería un error del Fed tratar de prevenir tales cambios en las tasas. Sin embargo, el Fed puede ayudar a las condiciones económicas tratando de moderar el impacto de los grandes movimientos en las

TABLA 6-3

TASAS ANUALES DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO INTERNO  
BRUTO DE ESTADOS UNIDOS, 1980-1991

Año	Tasa	Año	Tasa
1980	-0.50	1986	2.91
1981	1.71	1987	3.08
1982	-2.15	1988	3.93
1983	3.89	1989	2.51
1984	6.19	1990	0.99
1985	3.16	1991	-0.74

*Nota:* Las tasas son cambios porcentuales en PIB, en dólares de 1987.

*Fuente:* *Economic Report of the President*, 1992.

TABLA 6 - 4

PROMEDIO ANUAL DE TASAS DE INTERÉS EN ESTADOS UNIDOS  
CUENTAS Y BONOS DEL TESORO, 1980-1991

Año	Cuentas	Bonos	Año	Cuentas	Bonos
1980	11.51%	11.30%	1986	5.97	7.80
1981	14.08	13.44	1987	5.82	8.59
1982	10.68	12.76	1988	6.68	8.96
1983	8.63	11.18	1989	8.12	8.45
1984	9.56	12.39	1990	7.51	8.61
1985	7.48	10.79	1991	5.42	8.14

Fuente: *Federal Reserve Bulletin*, ejemplares seleccionados.

tasas. Algunos aumentos en las tasas pueden reflejar desarrollos temporales o reversibles, y el Fed puede responder adecuadamente a estos cambios, eliminando o reduciendo sustancialmente tales incrementos.

*La estabilidad en las tasas de cambio de divisas* es el objetivo final que trataremos. El mercado de divisas ha venido a ser mucho más importante en los últimos años, debido a que las economías están más integradas y las tasas de cambio de divisas han llegado a afectar grandes sectores de la economía. Como las tasas de cambio de divisas son dependientes en varias maneras de las políticas monetarias de los principales países, el Fed ha aceptado como objetivo la estabilización de las mismas.<sup>2</sup>

La tabla 6-5 indica como se han alterado las tasas de cambio del dólar estadounidense con respecto al marco alemán y al yen japonés a lo largo de la década pasada. (La tabla también revela que la tendencia en las tasas de cambio desde 1986 se ha mantenido hacia un dólar más barato.) Las tasas de cambio han muestra-

TABLA 6 - 5

PROMEDIO ANUAL DE TASAS DE CAMBIO DEL DÓLAR DE ESTADOS UNIDOS,  
EL MARCO ALEMÁN Y EL YEN JAPONÉS, 1980-1991

Año	MA/\$	Yen/\$	Año	MA/\$	Yen/\$
1980	1.82	225.67	1986	2.17	168.35
1981	2.25	220.11	1987	1.80	144.60
1982	2.43	249.06	1988	1.76	128.17
1983	2.55	237.55	1989	1.88	138.07
1984	2.85	237.45	1990	1.62	145.00
1985	2.94	238.47	1991	1.66	134.59

Fuente: *Federal Reserve Bulletin*, ejemplares seleccionados.

<sup>2</sup> *Ibid.*, p. 11.

do claramente una marcada inestabilidad en los últimos años. De hecho, las tasas han mostrado inestabilidad desde el repentino abandono del cambio de tasa establecido a principios de los setenta, conocido como el "Bretton Woods System" que funcionaba desde el final de la Segunda Guerra Mundial, aproximadamente por el año 1945. Por supuesto, algunas fluctuaciones en las tasas de interés se elevaron por razones económicas bastante conocidas, que la política monetaria de un país no puede manejar o controlar. Un ejemplo importante de dichas razones, es una pronunciada diferencia en las políticas fiscales entre dos países. Una causa poderosa de la inestabilidad en las tasas entre la mayoría de las monedas más importantes del mundo, ha sido, por lo general, la falla de las grandes economías industriales para coordinar sus políticas monetarias y fiscales.

Una desventaja importante de la inestabilidad de las tasas de cambio de divisas, es que la volatilidad de los precios de las monedas inhibe el comercio internacional, el cual ofrece un sinnúmero de beneficios a todos los países participantes. Además, tanto las tasas de cambio de dólar bajas, como la altas, se consideran perjudiciales para la economía norteamericana. Las tasas de cambio altas (p.e., un dólar "fuerte" o una moneda de valor más alto con relación a las monedas extranjeras), reducen la demanda extranjera de los productos manufacturados en Estados Unidos, y estimula la importación de bienes extranjeros, dando como resultado un comercio desbalanceado. Un dólar "débil" contribuye a la inflación, ya que los consumidores americanos pagan más por los numerosos bienes que importan. Por estas razones, la meta de estabilidad del Fed en el mercado de divisas, tiende a menudo a mantener el valor del dólar con relación a las monedas extranjeras principales, dentro de un rango que se ha considerado políticamente aceptable y de ayuda al comercio internacional, especialmente a la exportación.

### *Compromisos y conflictos entre las políticas*

Este asunto de la ampliación en la aceptación de metas por la política monetaria, revela un profundo problema en la conducta de dicha política. Las metas son numerosas, pero las capacidades del Fed son limitadas a un simple menú de (1) tratar de elevar la tasa de crecimiento en la oferta de dinero, proporcionando más reservas a los bancos y, (2) tratar de reducir la tasa de expansión monetaria, disminuyendo las reservas en el sistema bancario. Como resultado, pudiera darse a menudo el caso que uno de los objetivos requiriera de una política que sea incompatible con algunas de las otras metas. Es decir, la política monetaria que logra avances hacia una sola meta, puede dificultar o imposibilitar otras.

Por ejemplo, una política de dinero fácil de expansión de la oferta de dinero (que es la de estimular las tasas de crecimiento más altas para uno o más agregados monetarios), podría parecer que promueve el crecimiento y baja las tasas de interés, pero puede también elevar la perspectiva de inflación, afectando la tasa de cambio con pocas ventajas y elevando las tasas de interés. Otro ejemplo se refiere a la meta de estabilidad de precios y a la responsabilidad del Fed por el bienestar de las instituciones financieras. Suponga que en un periodo de inflación elevada, muchas instituciones invirtieron de acuerdo a las expectativas inflacionarias y otorgaron muchos préstamos a compañías relacionadas con bienes y raíces. En tal situación, una política monetaria rígida que alcanza esta meta —la política de reducción de la

tasa de crecimiento en la oferta de dinero— podría poner en verdadero peligro a las instituciones, ya que dicha política puede debilitar el bienestar financiero de las compañías que pidieron prestado a las instituciones financieras.

Los economistas describen con frecuencia este problema de la siguiente manera: la política del Fed representa necesariamente compromisos entre sus diversas metas, que tienen diferentes niveles de relativa importancia en tiempos distintos, dependiendo del estado de la economía. Dicho de otra manera, el Fed, como cualquier diseñador de política monetaria, tiene numerosas metas pero se enfoca principalmente en la más difícil de lograr.

### *Objetivos y tipos de objetivos o metas*

Un segundo problema en la implementación de la política monetaria es que el Fed no tiene control directo sobre las metas que son los objetivos finales de sus políticas. El Fed no puede, con ninguna de sus herramientas monetarias (operaciones de mercado abierto, tasas de descuento, etc.) influenciar directamente variables económicas tan complejas como los precios de bienes y servicios, la tasa de desempleo, las tasas de cambio de las divisas y el crecimiento del Producto Interno Bruto. Sabemos que el Fed puede afectar la tasa de crecimiento de la oferta de dinero solamente por intermediación de su control de reservas en el sistema bancario. Y, como tratamos en el capítulo anterior, el Fed no puede determinar totalmente los cambios en la oferta de dinero. El crecimiento en la oferta de dinero depende en gran medida de las preferencias, acciones, y expectativas de numerosos bancos, prestatarios y consumidores.

El Fed busca lograr sus objetivos a través de una forma de reacción en cadena, que tiene la siguiente cronología y estructura. El Fed emplea primero una o más de sus herramientas para afectar lo que ellos llaman “objetivos operativos”, los cuales son variables monetarias y financieras cuyos cambios tienden a originar cambios en los “objetivos intermedios”. Los objetivos intermedios, que pueden incluir a las tasas de interés o agregados monetarios, son variables que tienen un enlace razonablemente confiable con variables como la producción o la contratación, que constituyen las metas del Fed o últimos objetivos. De ese modo, el Fed ejerció toda la influencia que tenía sobre los objetivos intermedios de una manera indirecta, a través de su control sobre los objetivos operativos. Como vemos, el poder del Fed sobre las variables que constituyen sus objetivos es muy indirecto, y depende de los lazos entre diversos objetivos y metas.

Aunque los economistas han argumentado durante muchos años sobre la identidad adecuada de las variables de los objetivos intermedios y de operación, no hay discusión sobre las principales características de una operación aceptable o un objetivo intermedio.<sup>3</sup> La primera característica es *enlace*: un objetivo operativo debe tener una conexión esperada con el propósito intermedio, mismo que debe eventualmente afectar la economía de cierta manera que sea consistente con los

---

<sup>3</sup> Un tratamiento formal de los requerimientos para los objetivos se encuentra disponible en Benjamin M. Friedman, “Targets and Instruments of Monetary Policy”, capítulo 22, en Benjamin M. Friedman y Frank H. Hahn, *Handbook of Monetary Economics* (Amsterdam: North-Holland, 1990).

objetivos del Fed. La segunda característica es la *observabilidad*: tanto los objetivos operativos como los intermedios deben ser variables económicas observables fácil y regularmente, de modo que el Fed pueda monitorear el éxito para influenciar sus niveles o tasas de cambio. La tercera y última característica es *sensibilidad*: para funcionar como un objetivo operativo, una variable debe responder rápidamente y de una manera esperada al uso de una o más de las herramientas del Fed, y un objetivo intermedio adecuado es uno que reacciona de manera prevista y en un tiempo significativamente corto a los cambios en el objetivo operativo.

### *Elección del objetivo operativo*

En algunos países, una tasa de cambio de divisas importantes puede funcionar muy bien como objetivo operativo. Aunque el Fed ha llegado a estar más conciente del desarrollo de las tasas de cambio extranjeras en los últimos diez años, no ha adoptado la tasa de cambio del dólar con cualquier moneda, o grupo de monedas, como un objetivo operativo. Lo que es más, la política monetaria del Fed se ha orientado directamente a las tasas de interés a corto plazo o a alguna medida de las reservas bancarias.

Un punto importante sobre el objetivo operativo es que el Fed debe escoger entre una tasa a corto plazo o el nivel de algunas reservas, y no puede escoger el orientarse a ambas clases de variables.<sup>4</sup> Para entender por qué el Fed debe hacer una elección, necesitamos revisar qué es lo que sus herramientas le permiten hacer. Tales herramientas, ya sea las secundarias de préstamos de descuento y administración de requerimientos de reserva, o la herramienta primaria de operaciones a mercado abierto, le permiten cambiar solamente el nivel de reservas en el sistema bancario. Obviamente, un cambio en las reservas también cambia las tasas a corto plazo, porque son determinadas en el mercado interbancario por el exceso de reservas. Bajo la mayoría de las circunstancias, los cambios en las reservas están relacionados negativamente con los cambios en las tasas de interés: como el Fed proporciona más reservas y los bancos mejoran su habilidad para hacer mejores préstamos y comprar otros activos, las tasas a corto plazo caen, y conforme el Fed retira reservas y reduce la capacidad de préstamo de los bancos, las tasas a corto plazo se elevan.

Debido a esta relación inversa, pareciera ser posible que el Fed contemplara cada una de estas variables como un objetivo y tratara de ajustarlas al mismo tiempo. Pero, de hecho, eso es imposible. La razón es que el Fed no puede saber o predecir la *demanda pública de dinero*, que es la demanda agregada para guardar algo de su riqueza en forma de balances líquidos, tales como los depósitos bancarios. El deseo del público de guardar dinero depende de muchos factores, especialmente de preferencias y anticipaciones sobre ingresos futuros y el precio de la inflación, entre otras cosas, y los cambios inesperados en esos factores bien pueden cambiar los depósitos deseados del público en forma significativa. Por tanto, al

---

<sup>4</sup> William Poole, "Optimal Choice of Monetary Policy Instrument in a Simple Stochastic Macro Model", *Quarterly Journal of Economics* (1970), pp. 197-216.

Fed no le es posible tener la certeza del impacto que pueda tener cualquier cambio en las reservas sobre las tasas a corto plazo. Sin el conocimiento de cuál será la tasa para un cambio dado en las reservas, el Fed no puede determinar simultáneamente la tasa y el nivel de reservas.

Al escoger su objetivo operativo, el Fed toma entonces la decisión de permitir a la otra variable fluctuar en respuesta a los cambios en la demanda del público por dinero. Cuando el objetivo es una tasa de interés, debe permitir que el crecimiento en reservas varíe cuando trata de mantener el interés de la tasa a cierto nivel, o trata de suavizar su transición a un nuevo nivel (más bajo o más alto). Cuando el objetivo es algún agregado de reservas, el Fed es forzado a permitir que las tasas de interés cambien sustancialmente, para que pueda tratar de llevar el nivel de reservas al dictado por su propia política. Por supuesto, puede cambiar su objetivo de vez en cuando para frenar la variable que fluctúa mientras se enfoca en la otra. Pero, aunque el Fed pueda a menudo cambiar sus objetivos, se mantiene el hecho de que en un momento dado no puede atacar tanto a las tasas como a las reservas.

### *Selección del objetivo intermedio*

El más conocido de los objetivos intermedios es la oferta de dinero, medida por uno de los agregados monetarios más inclusivo que describimos en el capítulo anterior. En los años setenta, muchos países empezaron a fijarse en las tasas crecientes de uno o más agregados. La política, al menos como lo decían públicamente, era proporcionar reservas a un ritmo que llevara a una tasa seleccionada de crecimiento de los agregados. La idea detrás de esta política era que los objetivos de la actividad del banco central, el crecimiento, la estabilidad de precios, etc., se llevarían a cabo si la oferta de dinero creciera a una tasa conocida y mantenida.

A través del tiempo han sido especificados otros objetivos intermedios, e incluyen las tasas de cambio extranjeras, el nivel de producción nacional (tal como el Producto Interno Bruto) y el nivel de la inflación actual o esperada.<sup>5</sup> Además de esto, el conjunto de las tasas de interés, incluyendo las tasas disponibles a los consumidores e inversionistas, puede funcionar también como una variable de objetivo. Hemos dicho que una característica importante de un objetivo intermedio adecuado es que puede ser fácilmente observable. Obviamente, algunos de los candidatos citados arriba no satisfacen esta regla: la información del PIB, por ejemplo, está disponible solamente de manera trimestral, mientras que las medidas de la inflación actual o esperada pueden estar sujetas a considerables disputas.<sup>6</sup> Por esta razón, los objetivos intermedios más adecuados son los agregados monetarios (medidos con más o menos frecuencia y precisión), las principales tasas de cambio y las tasas de interés a corto plazo importantes.

<sup>5</sup> Bernanke y Mishkin, *op. cit.*, p. 41.

<sup>6</sup> Friedman, *op. cit.*, p. 1203.

### ***Revisión de la política reciente de la Reserva Federal***

***Buscando la tasa de fondos del Fed, 1970 a 1979.*** Durante la mayoría de los años setenta el Fed veía a las tasas de los fondos federales exclusivamente como su objetivo operacional. Recuerde que “fondos federales” se refiere al exceso de reservas que los bancos comerciales y otras instituciones depositarias mantienen en forma de depósitos en el Federal Reserve System y se prestan entre ellos mismos por periodos cortos, por ejemplo de un día a otro. La tasa de estos préstamos interbancarios es la tasa de fondos federales, y es un buen indicador de la oferta del sistema bancario de fondos de préstamo. Cuando los bancos tienen muchos fondos y capacidad de préstamo, la tasa es baja, y es alta cuando el sistema bancario ha drenado sus reservas colectivas cerca del nivel requerido. Cabe notar que la tasa de fondos federales satisface el primer requerimiento enlistado arriba para un objetivo operativo: la tasa es fácilmente observable y está disponible continuamente, porque el mercado para fondos federales es grande y activo.

El Fed alcanza la tasa de fondos federales por sus operaciones a mercado abierto. Como se menciona arriba, un requisito de un buen objetivo operativo es que el Fed pueda ejercer control sustancial sobre sus niveles y cambios. Si la tasa fuera a subir por encima del nivel que el Fed pensó que conduciría al crecimiento económico y a la contratación elevada, podría participar en compras de mercado abierto e inyectar reservas dentro del sistema bancario. Por medio del funcionamiento de la oferta y la demanda, un aumento en las reservas del sistema bancario normalmente podría causar una caída en la tasa de los fondos federales, por lo que muchos bancos tendrían que prestar menos para satisfacer sus requerimientos de reservas. Si la tasa de fondos federales estuviera muy baja, el Fed vendería valores y esto daría por resultado una reducción en el crecimiento del total de oferta de reservas del sistema bancario. Esta acción propiciaría una alza rápida en la tasa de fondos federales. Además de eso, el Fed ha usado también operaciones de mercado abierto en sus esfuerzos por suavizar la transición de su tasa de fondos de un nivel a otro, ya que ésta varía con las condiciones de la economía.

La razón fundamental para atacar la tasa de fondos federales radica en la creencia de que los cambios en la tasa pueden, después de algún tiempo, afectar el nivel de la actividad de la economía. (Recordar que el enlace es también un primer requerimiento de un objetivo operativo aceptable.) Quiere decir que si los consumidores, inversionistas y banqueros creen que un cambio dado en la tasa de fondos federales es permanente y refleja un cambio en la política del Federal Reserve, tal cambio puede repercutir a través del sistema monetario y bancario, y causar un cambio consecuente en el nivel de actividad de la economía. Hablando en una manera general, esta versión de la política monetaria está asociada con la teoría económica keynesiana, y otorga al Fed una gran discreción en la conducción de la política monetaria.

Según la perspectiva keynesiana, la decisión del Fed de reducir la tasa de fondos federales aumentando el exceso de reservas del sistema bancario, tendría las siguientes consecuencias. Los bancos, como las primeras unidades económicas al ser afectadas, tendrían más reservas y retornos más bajos de préstamos en el mercado de fondos federales. Como resultado, los bancos reducirían el costo de

los préstamos a negocios y a consumidores, y el retorno disponible (si lo hubiera) a inversionistas de depósitos a corto plazo. Los inversionistas se enfrentarían ahora con rendimientos más bajos en activos a corto plazo, tales como las cuentas del Tesoro y los certificados de depósito. Por estos bajos rendimientos, los inversionistas reubicarían sus inversiones de valores de corto plazo a valores de largo plazo, elevando así los precios e incrementando la ganancia de los inversionistas en los valores financieros. La disminución en el costo general en la captación de fondos estimularía a las empresas y aumentaría su producción. Los consumidores, viendo los costos menores de pedir prestado, aumentarían su demanda por compras más caras.

En resumen, de acuerdo a este panorama de la economía, una disminución en la tasa de fondos federales conduciría a un nivel alto de producción y empleo en la economía. Obviamente, si el Fed decide elevar la tasa de fondos federales y utiliza las ventas a mercado abierto para reducir el exceso de reservas del sistema, el consecuente aumento en las tasas de interés a corto plazo restringiría el crecimiento en la actividad económica. Entonces el conjunto de las tasas a corto plazo funciona, en un sentido importante, como objetivo intermedio (o como uno de los objetivos intermedios) en esta visión de la política monetaria.

Conviene presentar aquí una nota preventiva. Los economistas en la tradición keynesiana creen que las bajas de las tasas pueden causar la secuencia de eventos descritos únicamente si la economía está operando a un poco menos de su capacidad completa. Si la economía opera a toda su capacidad, estas acciones realizadas por el Fed llevarían solamente, por lo general, a un aumento en los precios (eso es, inflación) y en las tasas de interés.

**Un experimento monetarista, 1979 a 1982.** Una consecuencia histórica de la política de proporcionar reservas de acuerdo a los movimientos en la tasa de interés de los fondos federales, fue que al mismo Fed no le importó el comportamiento del nivel de reservas o de la base monetaria y otros agregados monetarios, que se expandieron de modo errático. En frecuentes ocasiones en este periodo de los setenta, las tasas de interés tuvieron una trayectoria ascendente, debida en parte al shock del precio del petróleo y a la consecuente inflación. El Fed respondió a las tasas elevadas incrementando las reservas, conforme trataba de evitar que las tasas se fueran a lo que consideraba un nivel demasiado alto. La expansión en los agregados monetarios fue particularmente rápida de 1975 a 1978, y la expansión (junto con los shocks del petróleo), condujeron a una seria inflación y a un descenso del valor del dólar. En 1979, por ejemplo, la tasa de inflación estaba en cifras de dos dígitos (p.e. arriba del 10 %), y el valor del dólar, en términos de un marco alemán, cayó casi 30% entre 1975 y 1979.

En octubre de 1979, como respuesta a la inflación, el entonces presidente del Fed, Paul Volcker, anunció una nueva política. El Fed empezaría en lo futuro a dirigirse a las *reservas no prestadas* del sistema bancario, que son iguales a las reservas totales menos las reservas creadas cuando los bancos piden prestado al Fed por medio de su ventanilla de descuento. El nivel de las reservas no prestadas satisface los requerimientos para un buen objetivo operativo casi en la misma medida que la tasa de fondos federales. Por otra parte, el Fed estableció que su propósito al enfocarse en las reservas no prestadas era controlar la tasa de crecimiento en la oferta de dinero, tal como es medida en los agregados monetarios.

Este cambio en la política fue contemplado como una victoria para la teoría del *monetarismo*, que favoreció un crecimiento predecible y estable en las reservas y en la base monetaria. Los monetaristas declaran que una política que se basa en reglas conocidas de crecimiento en agregados monetarios importantes, apoya la estabilidad en el nivel de precios, y que tal estabilidad alienta el crecimiento y la contratación. Por otro lado, los monetaristas han criticado siempre la política "a discreción" por la cual el Fed cambia la tasa de crecimiento a reservas o agregados para lograr conseguir ajustes a corto plazo en las tasas de interés o en los niveles de la actividad económica. Los monetaristas creen que "los retrasos largos y variables" entre el principio de la política y el impacto final sobre la economía, hacen que tales ajustes sean poco inteligentes y potencialmente peligrosos. Esta discusión sobre cómo conducir mejor la política monetaria es conocida como la controversia de "discreción versus reglas".

La nueva política del Fed puede visualizarse como aquella donde los agregados monetarios llegan a ser "objetivos intermedios", y la cantidad de reservas no prestables del sistema bancario es "el objetivo operativo". A través de sus operaciones a mercado abierto, el Fed tiene un control considerable sobre el objetivo operativo. Los movimientos en ese objetivo suponen generar cambios de alguna manera predecibles en los niveles de los objetivos intermedios o en los agregados monetarios. El multiplicador de dinero, que fue presentado en el capítulo anterior, es el enlace entre las reservas y los agregados. Los monetaristas creen que el multiplicador es básicamente estable, por lo que el enlace entre las reservas y los agregados monetarios es fácilmente identificable. Por tanto, una política apropiada sería la de proporcionar reservas (a través de operaciones de mercado abierto) a ese paso sostenido lo que llevaría a una tasa razonable y estable de crecimiento para los agregados monetarios. Los cambios en las tasas de interés que pudieran resultar de los cambios en la demanda monetaria (la cual, desde el punto de vista de los monetaristas, no ocurre a menudo o con una extensión significativa), no deberían afectar la política de las reservas.

Técnicamente hablando, el Fed ha dicho desde los años setenta que se ha estado enfocando en algunos agregados, especialmente  $M_1$  y  $M_2$  y ha publicado rutinariamente rangos de objetivos y su expectativa de trayectorias de crecimiento para los agregados. La lealtad del Fed a tal política era sospechosa, ya que los datos mostraban repetidamente el crecimiento de los agregados en tasas muy diferentes a aquéllas que el Fed decía preferir. Cuando enfrentaba estas altas de crecimiento en las tasas, el Fed ajustaba simplemente su trayectoria de crecimiento hacia arriba. El anuncio de Volcker en 1979 parecía sugerir que el Fed finalmente estaría seriamente interesado en el crecimiento de los agregados. Efectivamente, el crecimiento de la tasa en la oferta de dinero era más pequeño en ese momento que como había sido generalmente en los setenta. La nueva política también manifestaba que el Fed permitiría que las tasas de interés (particularmente las de corto plazo) fluctuaran con mayor libertad que como lo habían hecho en el pasado. De hecho, a finales de 1979 y a principios de los ochenta, las tasas de la mayoría de los valores tuvieron los niveles más altos de todo el siglo, y mostraron una volatilidad que permitió grandes cambios en las instituciones financieras y en los mercados.

**Regreso a la tasa de fondos del Fed de 1983 a 1991.** El Fed no se sometió a la política de los agregados por mucho tiempo.<sup>7</sup> Para 1982 la estrecha política monetaria había desvanecido el peor momento de la inflación, que parecía tocar fondo en casi un 3 o 4%. Los diseñadores de la política enfrentaron el prospecto de deflación y el desempleo se elevó, alcanzando casi el 10% durante ese año. A fines de 1982, el Fed permitió un vez más a los agregados monetarios crecer a un paso rápido. Las tasas de interés cayeron, la contratación se elevó y el crecimiento económico se recuperó.

En 1983, el Fed adoptó una nueva política. Esta vez identificó a su objetivo operativo como el nivel de *reservas prestadas*, que son fondos que los bancos piden prestado al Fed a través de su ventanilla de descuento. Es importante darse cuenta que el nivel de reservas prestadas en el sistema bancario está enlazado fuerte y positivamente a la diferencia entre la tasa de fondos federales y la tasa de descuento (el costo del préstamo en la ventanilla de descuento, que el Fed ajusta con poca frecuencia). Cuando la tasa de fondos federales se eleva con relación a la tasa de descuento, permaneciendo todo lo demás igual, el nivel de las reservas prestadas se eleva, porque los bancos prefieren pedir prestadas reservas al Fed en vez de a otros bancos. Por tanto, el tener como objetivo a las reservas prestadas es equivalente a tener como objetivo la tasa de fondos federales.

La política del Fed iniciada en 1983 fue para mantener el crecimiento de las reservas prestadas dentro de un rango específico. Como resultado, el Fed proporcionaba reservas a través de compras de mercado abierto cuando las reservas prestadas se elevaban. Por lo tanto, el Fed estaba proporcionando reservas cuando las tasas de fondos federales se elevaban. Con esta política, estaba una vez más teniendo como objetivo a la tasa de fondos federales, mientras que descuidaba los cambios en los agregados monetarios. En 1987, admitió ese hecho, y cesó de establecer objetivos para el crecimiento en  $M_1$ , ampliando sustancialmente los rangos aceptables para el crecimiento de los agregados más grandes tales como  $M_2$ , y  $M_3$ . Desde 1983 hasta principios de los noventa, el objetivo operativo principal del Fed ha sido el nivel de la tasa de los fondos federales. De hecho a fines de 1991, el Fed bajó dramáticamente las tasas a corto plazo en un esfuerzo anunciado públicamente para estimular la economía.

**Dos desarrollos a mediados de los ochenta.** Sin embargo, a mediados de los ochenta, ocurrieron dos eventos notables. El primero fue la necesidad del Fed, públicamente aceptada, de tener que ver el nivel y estabilidad de la tasa de cambio de las divisas con el dólar americano. La tabla 6-5 revela la fuerza dramática del valor del dólar americano a principios de los ochenta, que hizo las exportaciones americanas muy caras. En 1985 el Fed implementó una política monetaria expansionista (política de expansión de agregados) que bajaron el valor del dólar. En septiembre de 1985, Estados Unidos (con el soporte del Fed) entró al Plaza Agreement, el cual era un plan para la coordinación internacional de las políticas monetarias por Estados Unidos, Gran Bretaña, Francia, Alemania (Occidental) y Japón. (El Louvre Accord en 1987 fue otro esfuerzo hacia la coordinación.) El resultado de estas ac-

---

<sup>7</sup> Franco Modigliani, "The Monetarist Controversy Revisited", *Contemporary Policy Issues* (octubre de 1988), pp. 3-18.

ciones fue una rápida declinación en el valor del dólar americano (véase tabla 6-5), que el Fed trató de estabilizar en 1987. En un sentido, la tasa de intercambio del dólar americano empezó entonces a funcionar como un tipo de objetivo intermedio para la política del Fed.

El segundo desarrollo fue la caída impactante en los precios de las acciones en todo el mundo en octubre de 1987. La respuesta inmediata del Fed a la crisis fue proporcionar toda la liquidez necesaria. La caída en los precios trajo también a primer plano la necesidad de estabilizar en los mercados financieros, y el Fed empezó a tratar esto como uno de sus objetivos principales.

► PUNTOS IMPORTANTES QUE DEBEN COMPRENDERSE ANTES DE CONTINUAR:

1. El Fed tiene numerosas y complejas metas relacionadas con las condiciones en toda la economía, que incluyen la estabilidad de precios, la alta contratación, el crecimiento económico y la estabilidad de las tasas de interés y el valor del dólar en monedas extranjeras.
2. Las políticas que podrían favorecer el logro de una meta pueden hacer que otras sean difíciles de realizar.
3. El Fed es incapaz de realizar sus metas directamente, pero debe trabajar por medio de objetivos operativos que pueden afectarlas, y que a su vez tienen una influencia predecible sobre los objetivos intermedios y la economía.
4. Los objetivos operativos del Fed han incluido la tasa de fondos federales y varias medidas de reservas en el sistema bancario. Su herramienta principal han sido las operaciones a mercado abierto.
5. Los objetivos intermedios pueden incluir agregados monetarios, tasas de interés, o tasas de cambio extranjeras.
6. Los keynesianos adoptaron una política monetaria que demanda tener como objetivo las tasas de interés a corto plazo.
7. Los monetaristas adoptan una política monetaria que demanda tener como objetivo a las reservas para lograr un crecimiento estable de los agregados monetarios.
8. Los objetivos de la política del Fed han cambiado varias veces en los últimos 20 años.

## METAS Y OBJETIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA EN OTRAS ECONOMÍAS



Los sistemas monetarios de Alemania, Japón y el Reino Unido tienen objetivos similares a los de la política monetaria estadounidense: estabilidad de precios, crecimiento y empleo, entre otros. Lo que es más, estos sistemas tienen el mismo conjunto de herramientas para afectar la política monetaria: algunas formas de operaciones de mercado abierto, control significativo sobre las reservas no prestadas (excepto en Gran Bretaña, donde el control es limitado e indirecto) y los préstamos a bancos. Sin embargo, estos sistemas se han desarrollado de diferentes maneras que Estados Unidos en la elección de objetivos de política y los agregados monetarios en los que se enfocan.

## Alemania

Por casi 40 años, las metas de la política monetaria de Alemania han sido la alta contratación, inflación mínima, una tasa de cambio estable para el marco alemán y que promover las exportaciones. Desde mediados de los setenta, el objetivo intermedio del Bundesbank ha sido un agregado monetario. El agregado de importancia en los setenta y la mayor parte de los ochenta fue el *dinero del banco central*, que está definido como la moneda en circulación y las reservas requeridas de los depósitos bancarios de los residentes. El Bundesbank establece objetivos anuales y rangos para el crecimiento en este agregado y monitorea su éxito en el encuentro de los objetivos. A finales de los ochenta, el Bundesbank se preocupó crecientemente de la nueva volatilidad del dinero del banco central y lo reemplazó con el más estable  $M_3$ , que es igual a la simple suma del dinero en circulación, los depósitos de demanda y los depósitos a plazo. El Bundesbank anuncia regularmente el objetivo de la trayectoria de crecimiento para este agregado y sigue su valor cuidadosamente.

El instrumento de política monetaria fue por muchos años, el otorgamiento de préstamos del Bundesbank a bancos comerciales, ya sea a la tasa de descuento o la tasa Lombard (la tasa de interés que el Bundesbank carga a los bancos comerciales sobre préstamos a corto plazo que aquéllos hacen con el propósito de cubrir sus requerimientos de reserva). Sin embargo, a finales de los ochenta el Bundesbank empezó mucho más a influenciar las reservas bancarias por medio de operaciones a mercado abierto con otros bancos. La transacción estándar ha sido un acuerdo de recompra que es colateralizado por valores del gobierno, con vencimientos de entre cuatro y cinco semanas.<sup>8</sup> Tratando simplemente con los bancos, el Bundesbank es capaz de ejercer control sobre el cambio en las reservas totales. El Bundesbank también conduce esas transacciones a una tasa (*la tasa de recompra*) que refleja su estimación del nivel de la tasa del mercado monetario que traerá el crecimiento correcto del agregado monetario.

## Japón

Desde principios de los setenta, el Banco de Japón (BOJ) ha tenido como sus objetivos monetarios principales la estabilidad de precios y la alta contratación, pero también la estabilidad de la tasa de cambio. Los métodos empleados para alcanzar estos objetivos han cambiado significativamente durante los últimos 20 años, ya que el sistema financiero japonés a sufrido alteraciones fundamentales. A principios de los setenta, el sistema bancario estaba estructurado, reglamentado y muy limitado. En ese tiempo, el BOJ controlaba la oferta de crédito a los bancos y corporaciones, y esta oferta era su objetivo operativo primario.

La alta inflación en 1973 y la liberalización de numerosas políticas económicas condujo al banco a señalar y administrar el crecimiento en dos amplios agregados monetarios, especialmente el  $M_2$  y, posteriormente, el  $M_2+$ , el nivel de los de-

---

<sup>8</sup> D.S. Batten, M.P. Blackwell, I.-S. Kim, S.E. Nocera y Y. Oseki., *The Conduct of Monetary Policy in the Major Industrial Countries*, Occasional Paper Núm. 70, International Monetary Fund, Washington, julio de 1990, p. 12.

pósitos grandes en los bancos.<sup>9</sup> En efecto, estos agregados llegaron a ser objetivos intermedios, que el BOJ trató de administrar a través de su influencia de las tasas de interés a corto plazo. Bernanke y Mishkin reportan que el BOJ fue extremadamente exitoso en el manejo de este crecimiento, y el Japón experimentó una inflación baja en los ochenta.<sup>10</sup>

El crecimiento a finales de los setenta y a principios de los ochenta de algunos mercados en deudas del gobierno a corto plazo y otros valores de mercado monetario, permitieron al BOJ dirigirse a las tasas de interés a corto plazo. Los objetivos escogidos fueron tasas sobre activos con un vencimiento de uno a tres meses. Una tasa, es la *tasa de préstamo diario interbancaria*, que es la tasa sobre préstamos de exceso de reservas entre bancos comerciales. La otra es la tasa de descuento, que es la tasa sobre valores descontados comerciada entre bancos. El BOJ trató de influenciar estas tasas administrando el flujo de reservas dentro del sistema bancario. Si quería que las tasas se elevaran, el banco central drenaría algunas reservas del sistema, y si el BOJ quería bajarlas aumentaría las reservas. El método de manejo del BOJ consistía en préstamos directos a bancos y una forma de operaciones a mercado abierto en el mercado monetario y en el mercado interbancario.<sup>11</sup> (Esas operaciones a mercado abierto pueden involucrar cuentas del gobierno y emisiones de deuda por bancos y corporaciones.<sup>12</sup>) Cambios adicionales en el mercado monetario y una pérdida de influencia directa sobre las tasas de descuento e interbancarias a finales de los ochenta, condujeron al BOJ a empezar a dirigirse a tasas a corto plazo: las de los préstamos de un día para otro y las cuentas con vencimiento menores a un mes. Este cambio en las tasas señaladas parece haber coincidido con un cambio de la política de los agregados monetarios referido.

Como mencionamos en el capítulo anterior, el Banco de Japón requiere que los bancos comerciales mantengan ciertos niveles de reservas como depósitos en el BOJ, aunque nunca adoptaron una política que tuviera como objetivo las reservas bancarias. En vez de ello, el BOJ tratará de ajustar las reservas para lograr el nivel de tasas a corto plazo que juzgue adecuado para su velocidad preferida de crecimiento económico.

Los bancos comerciales japoneses pueden pedir prestado en la ventanilla de descuento del BOJ a la tasa de descuento oficial. Esta tasa, establecida por la política del BOJ, es una buena señal de sus intenciones para el rumbo futuro de las tasas de interés, y los cambios de la tasa tienen un gran impacto sobre los mercados monetarios. La razón de ese impacto es que un cambio en la tasa de descuento oficial es típicamente soportado y seguido por las acciones del BOJ para ajustar las reservas del sistema.

## ***El Reino Unido***

Los objetivos de la política monetaria, como son anunciados e implementados por el Banco de Inglaterra (BOE), son la estabilidad en el nivel de precios y en el creci-

---

<sup>9</sup> *Ibid.*, p. 16.

<sup>10</sup> Bernanke y Mishkin, *op. cit.*, p. 26.

<sup>11</sup> Batten, Blackwell *et al.*, *op. cit.*, p. 17.

<sup>12</sup> Kumiharu Shigehara, "Japan's Experience with Use of Monetary Policy and the Process of Liberalization", *Bank of Japan Monetary and Economic Studies* 9 (marzo de 1991), p. 11.

miento de la producción doméstica. Desde mediados de los setenta hasta finales de los ochenta, los objetivos intermedios de la política fueron tasas de crecimiento de dos agregados monetarios: (1) el  $M_3$  de amplia base, que es la moneda en circulación más todos los depósitos bancarios denominados en libras esterlinas y poseídos por el sector privado de Gran Bretaña con bancos británicos, y (2) el  $M_0$  más estrechamente definido, que es igual a la moneda más los depósitos bancarios británicos en el BOE. La relación impredecible entre  $M_3$  y la producción y los precios de bienes y servicios ha conducido en los últimos años a que el BOE se enfoque sobre el  $M_0$  y comience a considerar otras variables tales como las tasas de cambio (particularmente con la moneda alemana o marco alemán), las tasas de interés y la inflación en la formación de su política. En 1990 la Gran Bretaña llegó a ser parte de European ERM (mecanismo de tasas de cambio) y estuvo de acuerdo en sostener una determinada tasa de cambio para la libra esterlina con otras monedas europeas. Al mismo tiempo, se descubrió que este acuerdo serviría como un nuevo y poderoso regulador de suministro de reservas y el crecimiento de la oferta de dinero.<sup>13</sup> Algunos eventos en los mercados de divisas europeas en 1992 cuestionaron seriamente tales expectativas.

Para entender cómo el BOE lleva a cabo su política monetaria, es necesario recordar alguna información del capítulo anterior. Como se menciona, el sistema monetario y bancario británico no requiere que los bancos comerciales mantengan reservas, aunque los bancos tienden a mantener pequeños balances operacionales en el BOE. Lo que es más, las "tasas de descuento" son intermediarios entre el BOE y los bancos comerciales, que mantienen balances operacionales en las casas.

El BOE implementa su política monetaria respondiendo al flujo de fondos dentro y fuera de las cuentas de reserva que los bancos comerciales mantienen en el BOE, así como las tasas de interés sobre los valores a corto plazo. El BOE trata de mantener un nivel dado de los balances y un nivel apropiado de las tasas de interés.<sup>14</sup> En caso de un déficit de fondos y una baja en las reservas, el BOE puede hacer una de dos cosas. Primera, conducir operaciones a mercado abierto con las casas de descuento y comprar valores, lo que reinyecta reservas dentro del sistema bancario. Segunda, escoger forzar a las casas y a los bancos a pedir prestadas reservas. Los bancos, renuentes a estar sin reservas líquidas, tienen varios métodos para reconstruir sus cuentas: pidiendo prestado a las casas de descuento y vendiendo valores a las casas de descuento.

La decisión del BOE sobre la tasa a la cual se pedirá prestado a las casas de descuento o se les venderán valores, es una variable principal de la política. Conocida como la tasa de operaciones o tasa del banco central, dicha tasa afecta al espectro completo del mercado monetario y tasas de interés bancario e indirectamente influyen los préstamos de los bancos comerciales y en el volumen de los depósitos en ellos. Por tanto, la política monetaria del R. U. tiene como objetivo operacional una tasa a corto plazo. La administración de esta tasa por operaciones

---

<sup>13</sup> OECD *Economic Surveys: United Kingdom, 1990-1991* (París: Organization for Economic Cooperation and Development, 1991), p. 36.

<sup>14</sup> Batten, Blackwell *et al.*, *op. cit.*, p. 21.

4. ¿Por qué es imposible para el Fed tener como objetivo al mismo tiempo tanto la tasa de interés de fondos federales como el nivel de reservas en el sistema bancario?
5. Explique el cambio en los objetivos del Fed que ocurrieron con el anuncio de Volcker en 1979 sobre la inflación y la nueva política del Fed.
6. ¿Cuáles fueron las dos más grandes y nuevas consideraciones que influyeron a los creadores de la política del Fed en los ochenta?
7.
  - a. Describa los dos agregados monetarios que han servido como objetivos intermedios del Bundesbank en los últimos años.
  - b. ¿Cuál es el método típico del Bundesbank para efectuar operaciones a mercado abierto?
8. ¿Cómo logra el Bank of England, el cual no se involucra en operaciones de mercado abierto directamente con los bancos comerciales, proporcionar reservas al sistema bancario británico?
9. La política monetaria del Bank of Japan cambió sustancialmente de 1970 a 1990. Un cambio particularmente fuerte fue el aumento, por parte del BOJ, del uso de operaciones de mercado abierto para implementar la política. ¿Qué desarrollo en el sistema financiero japonés fue el más responsable del uso extenso del BOJ de operaciones de mercado abierto?