

Unidad 7

- El banco central y la política monetaria.

CAPÍTULO 10

EL BANCO CENTRAL Y LA POLÍTICA MONETARIA

Ha habido tres grandes inventos desde el comienzo de los tiempos: el fuego, la rueda y los bancos centrales.

Will Rogers

De la misma manera que el corazón regula el flujo sanguíneo del cuerpo, así el banco central regula el bombeo de dinero por las arterias de la vida económica. El banco central, como lo es la Reserva Federal, en Estados Unidos y el Banco de México en México, controlan la oferta de reservas bancarias y determina así el nivel de las tasas de interés a corto plazo. Todos los países modernos tienen un banco central que es responsable de gestionar sus asuntos monetarios.

Sus objetivos son conseguir un crecimiento ininterrumpido de la producción nacional y un bajo desempleo. Su

obstinado enemigo, la inflación. Si la demanda agregada es excesiva, de tal manera que los precios se ven presionados al alza, puede reducir el crecimiento de la oferta monetaria. De esa manera frena a la economía y reduce las presiones a que se ven sometidos los precios. Si la economía está deprimida y la actividad económica está languideciendo, puede considerar la posibilidad de aumentar la oferta monetaria. Esa medida normalmente aumentará la demanda agregada y reducirá el desempleo. Este capítulo nos ayudará a comprender el papel fundamental que desempeñan los bancos centrales en las economías.

A. EL BANCO CENTRAL Y EL SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL

EL SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL

La Figura 10-1 muestra el papel que desempeña el banco central en la economía y representa su relación con los bancos, los mercados de capitales y las tasas de interés. En este apartado explicamos cómo utiliza el banco central sus instrumentos (las reservas bancarias, la tasa de descuento y otras herramientas) para determinar la oferta monetaria.

Estructura de la Reserva Federal

Historia. Durante el siglo XIX, Estados Unidos se vio asolado por pánicos bancarios. Éstos se producían cuando el público intentaba convertir sus depósitos bancarios en efectivo (repárese el ejemplo de la sección “La economía en acción” del capítulo 9). Cuando llegaba al banco, se encontraba con que éste no tenía suficiente dinero en efectivo porque la oferta era

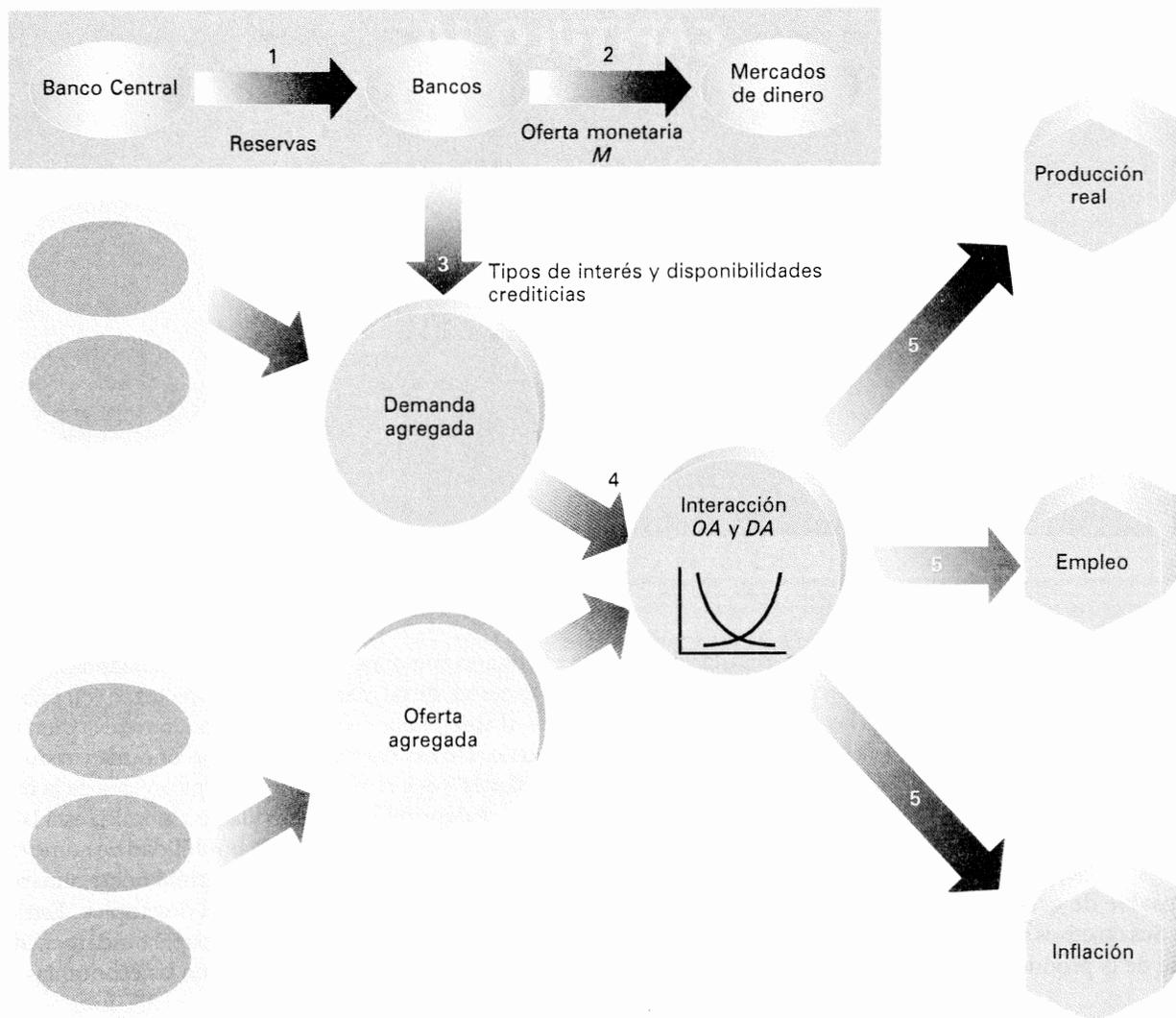


FIGURA 10-1. Visión panorámica de cómo afecta la política monetaria a la producción y la inflación

Este diagrama muestra gráficamente los pasos mediante los cuales la política del banco central influye en la actividad económica. 1 es un cambio de las reservas, que lleva a 2, que es un cambio de M , el cual lleva a 3 que es un cambio de las tasas de interés y de las condiciones crediticias. En 4, DA varía en respuesta a la inversión y a otros gastos sensibles a las tasas de interés. En 5, varían la producción, el empleo y la inflación.

Recuérdese, sin embargo, que la política monetaria no es la única influencia: la política fiscal entra en el crucial paso 4, que alimenta el círculo de la demanda agregada.

fija y menor que la cantidad de depósitos bancarios. Se producían quiebras bancarias y depresiones económicas. Tras el grave pánico de 1907, el malestar y las discusiones llevaron a la creación del Sistema de la Reserva Federal en 1913. La principal función del nuevo banco central era ser un “prestamista de último recurso”, lo que significa que estabiliza el sistema

bancario prestando dinero a los bancos cuando se quedan sin reservas. También se le asignó la responsabilidad de gestionar la oferta monetaria del país.

El Sistema de la Reserva Federal, tal como está constituido actualmente, está formado por 12 bancos regionales, situados en Nueva York, Chicago, Richmond, Dallas, San Francisco y otras grandes ciudades. Origi-

nalmente, la estructura regional se diseñó en una época populista con el fin de que todas las áreas pudieran participar en las cuestiones bancarias y evitar una excesiva concentración de los poderes del banco central en Washington o en manos de los banqueros del este. Actualmente, cada uno de los bancos de la Reserva Federal realiza operaciones bancarias y supervisa a los bancos de su región.

¿Quién manda? El núcleo de la Reserva Federal es la *Junta de Gobernadores*, formada por siete miembros nombrados por el presidente y confirmados por el Senado por un periodo de 14 años. Éstos suelen ser banqueros o economistas que se dedican exclusivamente a ese cargo.

El órgano clave que toma las decisiones en el Sistema de la Reserva Federal es el *Federal Open Market Committee* o FOMC (Comité Federal de Mercado Abierto), cuyos 12 miembros elegidos por votación son los siete gobernadores y cinco presidentes de bancos federales regionales. Este grupo clave controla el instrumento más importante y utilizado de la política monetaria moderna: la oferta de reservas bancarias.

En la cúspide de todo el sistema se halla el *presidente de la Junta de Gobernadores*, que en la actualidad es el economista Alan Greenspan. Preside la junta y el FOMC, actúa de portavoz público del Fed y ejerce un enorme poder en la política monetaria. A menudo se le llama, no sin razón, el “segundo hombre más poderoso de América”, lo cual indica hasta qué punto puede influir en toda la economía a través de su influencia en la política monetaria.

A pesar de la estructura formalmente dispersa del Fed, los observadores cercanos creen que el poder está muy centralizado. La Junta de la Reserva Federal, formada por los presidentes de los 12 bancos regionales, formula y aplica, bajo su presidente, la política monetaria. La Figura 10-2 muestra la estructura informal del Sistema de la Reserva Federal.

Independencia. Al examinar la estructura del Fed, cabría preguntarse a cuál de las tres ramas del poder pertenece éste. La respuesta es: “A ninguna. Legalmente, los 12 bancos regionales son privados. En realidad, el Fed en conjunto actúa como un organismo oficial independiente.”

Aunque formalmente el Sistema de la Reserva Federal es una sociedad anónima propiedad de los bancos comerciales que son miembros de él, se trata, en realidad, de un organismo público. Es directamente

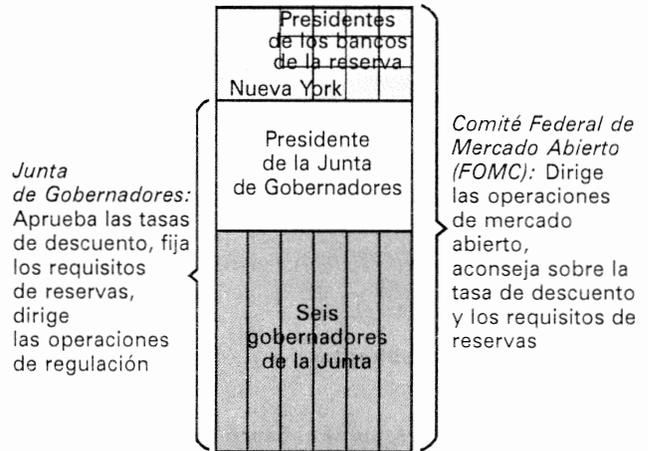


FIGURA 10-2. Los principales actores de la política monetaria

Los poderes de la Reserva Federal se encuentran en dos órganos. La Junta de Gobernadores formada por 7 miembros aprueba los cambios de las tasas de descuento y fija los requisitos de reservas. El FOMC dirige la fijación de las reservas bancarias. El presidente de la Junta de Gobernadores preside ambos comités.

El tamaño de cada rectángulo indica el poder relativo de la persona o grupo al que se refiere. Obsérvese el tamaño del rectángulo del presidente. La importancia relativa de las diferentes personas se ha establecido tomando como base el estudio de un ex gobernador del Fed, Sherman Maisel, *Managing the Dollar*, Norton, Nueva York, 1973.

responsable ante el Congreso; escucha atentamente los consejos del presidente y, siempre que surge algún conflicto entre su objetivo de obtener un beneficio y el interés público, actúa sin duda de acuerdo con este último. Puede imprimir moneda, a cambio de lo cual posee títulos del Estado portadores de intereses. Esta actividad le reporta miles de millones de dólares de beneficios todos los años que, debido a su misión pública, van a parar al Estado.

Pero la Reserva Federal es, sobre todo, un organismo *independiente*. Aunque escucha atentamente al Congreso y al presidente e incluso presta atención a los resultados electorales, al final los miembros de la Junta de Gobernadores y el FOMC deciden la política monetaria de acuerdo con sus ideas sobre los intereses económicos del país. Como consecuencia, algunas veces entra en conflicto con la rama ejecutiva. Las administraciones Roosevelt, Johnson, Carter, Reagan



FIGURA 10-3. Aunque el banco central persigue, en última instancia, objetivos como unos precios estables, centra sus operaciones a corto plazo en los objetivos intermedios

Al determinar la política monetaria, el banco central manipula directamente los instrumentos o variables de política controladas por él: las operaciones de mercado abierto, la tasa de descuento y los coeficientes de reservas. Éstos ayudan a determinar las reservas bancarias, la oferta monetaria y las tasas de interés, es decir, los objetivos intermedios de la política monetaria. El banco central colabora, en último término, con la política fiscal en la consecución de los principales objetivos: un rápido crecimiento, un bajo desempleo y unos precios estables.

y Bush tuvieron a veces duras palabras para la política del Fed. Éste las escuchó cortésmente, pero generalmente eligió la senda que consideraba más conveniente para el país.

De vez en cuando, algunas personas sostienen que la Reserva Federal es demasiado independiente. “¿Cómo puede permitir una democracia que un grupo de banqueros privados controle la política monetaria?”, se preguntan los críticos. ¿Quién otorgó poder al Fed para elevar las tasas de interés a 20% en 1980? ¿Fue realmente en beneficio del interés público la decisión del Fed de subir las tasas de interés e interrumpir la expansión a principios de 1994? ¿No deberían ser los congresistas elegidos o el poder ejecutivo los que fijaran la política monetaria?

Estas preguntas no tienen una única respuesta correcta. Por una parte, un banco central independiente es el guardián del valor de la moneda de un país y el mejor protector contra la inflación galopante. Por otra, la independencia garantiza que la política monetaria no pueda quedar supeditada a los objetivos políticos partidistas; la independencia del banco central le deja vía libre para tomar medidas, como la lucha contra la inflación, que tienen poco respaldo popular. Los poderes elegidos no siempre sacrifican su posibilidad de

ser elegidos a corto plazo a cambio del bienestar económico a largo plazo. Los estudios históricos muestran que los países que tienen un banco central independiente normalmente tienen más éxito en el mantenimiento de un bajo nivel de inflación que aquellos cuyo banco central es controlado por políticos surgidos de procesos electorales.

Al mismo tiempo, los gestores monetarios del Fed, al estar tan alejados del proceso político, pueden perder contacto con la realidad social y económica. Los congresistas se ven obligados rutinariamente a enfrentarse a trabajadores automotrices desempleados o a agricultores en bancarrota, grupos que raras veces se encuentran en el edificio de la Reserva Federal en Washington.

La estructura del Sistema de la Reserva Federal puede resumirse de la forma siguiente:

La Junta de la Reserva Federal situada en Washington, junto con los 12 bancos de la Reserva Federal, constituyen el banco central de Estados Unidos. Todos los países modernos tienen un banco central. Su misión principal es controlar la oferta monetaria y las condiciones crediticias del país.

Una categorización de los diferentes tipos de autoridad máxima de un banco central de acuerdo con sus funciones, fue realizada por Chen Yuan, Gobernador del Banco Popular de China. En una primer categoría coloca a los bancos centrales con responsabilidad de decisión y ejecución de las políticas, como son el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco de Inglaterra y el Banco Popular de China¹, la segunda categoría corresponde a aquellos bancos centrales donde cada una de las tareas está encomendada a diferentes grupos, ahí estarían por ejemplo el Banco de Japón, el Deutsche Bundesbank y el Banco de Italia, y

finalmente la tercer categoría corresponde a tres grupos: uno que toma decisiones, otro que las ejecuta y otro que las supervisa, como serían el Banco de Francia, el Banco Nacional de Bélgica y el Banco Nacional de Suiza.

Visión panorámica de las operaciones del Fed

¿Cómo administra el banco central, en realidad, la oferta monetaria? Para responder a esta pregunta, resulta útil comenzar viendo el mundo tal como lo ve el Fed. La Figura 10-3 muestra las diferentes fases de

CUADRO 10-1. Autoridades de diversos bancos centrales¹

Banco	Creación	Encargado
Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos	1913	Junta de gobernadores compuesta por siete miembros nombrados por el presidente y confirmados por el Senado. El presidente de la junta dura 14 años.
Banco de México	1917	Junta de gobierno compuesta por un gobernador y cuatro subgobernadores nombrados por el presidente y confirmados por el Senado. El gobernador de la junta dura 6 años.
Banco Central de Italia	1936	Es un agente de gobierno, pero funciona como entidad privada. Cuenta con accionistas que son entidades financieras. Es ejecutor de las políticas monetaria y cambiaria del Tesoro.
Banco Central de Chile	1925	El Consejo compuesto por cinco miembros entre los que está el presidente, designado por el presidente de Chile y confirmado por el Senado.
Banco Popular de China	1949	Un gobernador elegido por el Premier, trabaja bajo la jurisdicción de un Consejo Estatal.
Banco Nacional de Bélgica	1850	Un gobernador dirige a un Comité Ejecutivo de 3 a 6 miembros elegidos por el rey y ratificados por la Junta de Regentes.

¹ People's Bank of China, International Monetary Fund and United Nations Development Programme, *Perspectives on the Role of Central Bank*, Washington, D. C., 1991, p. 62.

sus operaciones. La Reserva Federal tiene a su disposición ciertos instrumentos que pueden influir en determinados objetivos intermedios (como las reservas, la oferta monetaria y las tasas de interés). Estos instrumentos van encaminados a contribuir a alcanzar los objetivos últimos de una economía saludable (una baja inflación, un rápido crecimiento de la producción y un bajo nivel de desempleo). Es importante distinguir claramente en nuestro análisis estos tres grupos (los instrumentos de la política monetaria, los objetivos intermedios y los objetivos últimos).

Los tres principales instrumentos de la política monetaria son:

- Las *operaciones de mercado abierto*: la compra o venta de bonos del Estado.
- La *política de la tasa de descuento*: la fijación de la tasa de interés llamada tasa de descuento, al que los bancos miembros pueden pedir prestadas reservas al Fed.
- La *política respecto a los requisitos de reservas*: la modificación de los requisitos sobre el coeficiente legal de reservas de los depósitos de los bancos y de otras instituciones financieras.

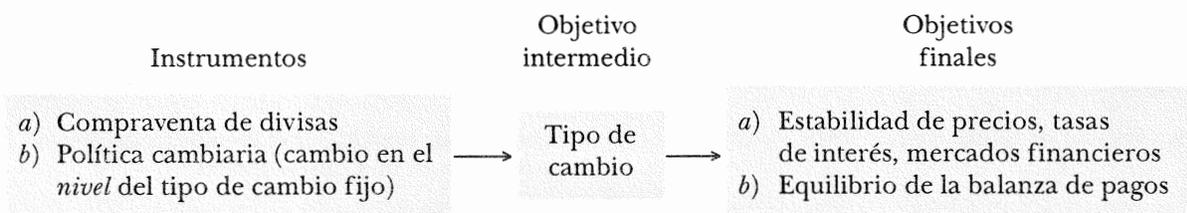
Al administrar el dinero, la Reserva Federal debe vigilar una serie de variables conocidas con el nombre de *objetivos intermedios*. Se trata de variables económicas que no son ni instrumentos de la política del Fed ni verdaderos objetivos de la misma, sino que se encuentran en una situación intermedia en el mecanismo de transmisión entre los instrumentos y los objetivos del Fed. Cuando éste quiere influir en sus obje-

tivos últimos, modifica primero uno de sus instrumentos. Esta modificación afecta a una variable intermedia como las tasas de interés, las condiciones crediticias o la oferta monetaria. Al igual que el médico interesado en la salud de un paciente controla su pulso y su presión arterial, la Reserva Federal vigila atentamente sus objetivos intermedios.

Además de los objetivos intermedios mencionados anteriormente, el banco central comúnmente tiene a su cargo el manejo o la vigilancia del comportamiento del tipo de cambio; es decir, del precio de las divisas en términos de la moneda doméstica. El papel que juegue el banco central dependerá del sistema de tipo de cambio que se haya establecido en el país. Si el sistema es de tipo flexible, ello implicaría que el banco está dispuesto a permitir fluctuaciones en el tipo de cambio de acuerdo con el comportamiento del mercado. Sin embargo, aun en este caso el banco central tiene la opción de intervenir si el comportamiento del tipo de cambio se está desviando de un nivel considerado adecuado o saludable para la evolución económica del país. Por otro lado, cuando el sistema es de tipo fijo o semifijo, el banco central está comprometido a mantenerlo así y por lo tanto a vender o comprar divisas para mantener el tipo de cambio en su nivel fijo.

La relación existente entre el comportamiento del tipo de cambio y los precios asignan gran importancia al manejo de las divisas y de la política cambiaria como instrumento complementario al banco central, en su afán de mantener estabilidad de precios.

Se podría resumir el papel del banco central en el contexto del tipo de cambio, de acuerdo con este esquema:



En el caso de México, la determinación de la política cambiaria desde 1985 hasta el 31 de marzo de 1994 era facultad de la Comisión de Crédito y Cambios del Banco de México. A partir del 1 de abril de 1994, es facultad de la Comisión de Cambios,

integrada por el secretario y el subsecretario de Hacienda y Crédito Público, otro subsecretario de esta dependencia, el Gobernador del Banco de México y otros dos miembros de la Junta de Gobierno del Banco.

CUADRO 10-2. Los billetes y los depósitos de la Reserva Federal constituyen la base de la oferta monetaria

Controlando sus activos rentables (los títulos del Estado y los préstamos), el Fed controla sus pasivos (depósitos y billetes de la Reserva Federal). Determina la oferta monetaria de la economía (el efectivo y los depósitos a la vista, M_1) e influye así en el PIB, en el desempleo y en la inflación. (Fuente: *Federal Reserve Bulletin*, junio, 1994.)

Balance consolidado de los 12 bancos de la Reserva Federal, 1994
(miles de millones de dólares)

Activo		Pasivo y neto patrimonial	
Títulos del Estado	\$ 340.3	Billetes de la Reserva Federal	\$ 344.5
Créditos y aceptaciones	5.1	Depósitos:	
Activos varios	58.9	Reservas bancarias	38.7
		Tesoro de Estados Unidos	4.4
		Pasivos varios	16.7
Total	\$ 404.3	Total	\$ 404.3

Balance de los bancos de la Reserva Federal

Antes de ver cómo determina el banco central la oferta monetaria, es necesario describir su balance mostrado en el Cuadro 10-2. Los títulos del Estado (por ejemplo, los bonos) constituyen la mayor parte de sus activos. Las partidas pequeñas, créditos y aceptaciones, consisten principalmente en créditos o aceptaciones concedidos a los bancos comerciales. La tasa de interés que cobra el banco central por esos créditos o "descuentos" se denomina tasa de descuento, que es otro de sus instrumentos.

El pasivo y el neto patrimonial comprende las partidas habituales (no mostradas aquí). Dos partidas especiales son el efectivo y las reservas. El pasivo principal del Fed son los billetes de la Reserva Federal, que son los que utiliza el público a diario.

Sin embargo, son de vital importancia las reservas bancarias depositadas por los bancos comerciales en la Reserva Federal y que aparecen como pasivos del Fed. Éstas, junto con la pequeña cantidad de dinero en efectivo que se encuentra en las cajas de los bancos, constituyen las reservas de las que hemos venido hablando y que son la base para la creación múltiple de depósitos por parte del sistema bancario del país.

Alterando sus tenencias de títulos públicos, el Fed puede alterar las reservas de los bancos comerciales e

iniciar así la secuencia de acontecimientos que determina, en última instancia, la oferta monetaria total.

En la figura 10-4 puede apreciarse también el balance general consolidado del Banco de México para diciembre de 1995, donde se observan en general los apartados muy similares a los del Fed.

Operaciones de mercado abierto en México

En México estas operaciones, la venta y compra de valores gubernamentales, las realiza la Tesorería del Banco de México. Para ocasionar una baja (alza) en las tasas de interés, se compran (venden) bonos del gobierno (p.e., Certificados de la Tesorería, etc.) u otros instrumentos ofrecidos en el mercado de dinero. Los bancos centrales, en general, pueden realizar estas operaciones en mercados primarios y/o en secundarios. El mercado primario es aquel donde se subastan los valores gubernamentales a los operadores autorizados. Después de comprar en esta subasta, éstos pueden venderlos en el mercado secundario a los bancos comerciales, de inversión, empresas, etc. El banco central también participa en el mercado secundario directamente. La Figura 10-5 describe la relación entre el banco central y los mercados primario y secundario de valores.

BANCO DE MÉXICO

5 DE MAYO NÚM. 2 MÉXICO 06059, D.F.

BALANCE GENERAL AL 31 DE DICIEMBRE DE 1995

MILLONES DE PESOS

<u>ACTIVO</u>		<u>PASIVO</u>	
RESERVA INTERNACIONAL	\$ 120 301	FONDO MONETARIO INTERNACIONAL	\$ 120 967
ACTIVOS INTERNACIONALES	130 347	AUTORIDADES FINANCIERAS DEL EXTRANJERO	11 149
PASIVOS A DEDUCIR	(10 046)	BASE MONETARIA	66 809
CRÉDITO AL GOBIERNO FEDERAL	0	BILLETES Y MONEDAS EN CIRCULACIÓN	66 809
TENENCIA DE VALORES GUBERNAMENTALES	13 212	DEPÓSITOS BANCARIOS EN CUENTA CORRIENTE	0
CRÉDITO A INTERMEDIARIOS FINANCIEROS	123 022	DEPÓSITOS EN CUENTA CORRIENTE DEL GOBIERNO FEDERAL	22 722
PARTICIPACIONES EN ORGANISMOS FINANCIEROS INTERNACIONALES	5 588	OTROS DEPÓSITOS BANCARIOS	10 515
INMUEBLES, MOBILIARIO Y EQUIPO	815	DEPÓSITOS DE FONDOS DE FOMENTO	23 420
OTROS ACTIVOS	29 953	OTROS DEPÓSITOS DEL GOBIERNO FEDERAL	3 472
	\$ 292 891	DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y ORGANISMOS PÚBLICOS	6
		ASIGNACIONES DE DERECHOS ESPECIALES DE GIRO	3 295
		OTROS PASIVOS	14 213
		<u>CAPITAL CONTABLE</u>	
		CAPITAL	2 252
		RESERVAS DE CAPITAL	13 944
		REMANENTE DE OPERACIÓN	127
			\$ 292 891

CUENTAS DE ORDEN \$ 6 040 677

El presente Balance General por el ejercicio financiero terminado el 31 de diciembre de 1995, se formuló de acuerdo con las disposiciones aplicables de la Ley y el Reglamento Interior del Banco de México, los lineamientos específicos prescritos por su Junta de Gobierno, las normas de información financiera interna, en apego a sanas prácticas de Banca Central, y a los principios de contabilidad generalmente aceptados que le son aplicables. En cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 38 del reglamento, la Reserva Internacional corresponde a la definición que se contiene en el artículo 19 de la Ley; la Tenencia de Valores Gubernamentales se presenta neta después de descontar los Depósitos de Regulación Monetaria, sin considerar en este rubro los valores afectos a la Reserva para Cubrir Obligaciones de Carácter Laboral; el Crédito a Intermediarios Financieros incluye a la Banca Comercial, la Banca de Desarrollo, al Fondo Bancario de Protección al Ahorro, al Fondo de Apoyo al Mercado de Valores y a los Fideicomisos de Fomento, así como el saldo neto deudor del conjunto de cuentas que integran el rubro Depósitos Bancarios en Cuenta Corriente. Los Depósitos de Fondos de Fomento incluyen a los del Fondo Bancario de Protección al Ahorro y a los del Fondo de Apoyo al Mercado de Valores. Los saldos en moneda extranjera se valorizaron al tipo de cotización del día y el Capital Contable refleja un superávit de \$ 1 228 por la actualización del activo fijo e inventarios.

LIC. MANUEL MANCERA AGUAYO
GOBERNADORLIC. EMILIO GUTIÉRREZ MOLLER
DIRECTOR GENERAL DE ADMINISTRACIÓN INTERNAC.P. GERARDO RUEDA RÁBAGO
DIRECTOR DE CONTRALORÍA

Hemos examinado el Balance General del Banco de México, al 31 de diciembre de 1995, y los estados de resultados, de movimientos en el capital contable y de origen y aplicación de recursos, que le son relativos, por el ejercicio terminado en esa fecha. Dichos estados financieros son responsabilidad de la administración del Banco Central. Nuestra responsabilidad consiste en expresar una opinión sobre los mismos con base en nuestra auditoría.

Nuestro examen fue realizado de acuerdo con las normas de auditoría generalmente aceptadas, las cuales requieren que la auditoría sea planeada y realizada de tal manera que permita obtener una seguridad razonable de que los estados financieros no contienen errores importantes y de que están preparados de conformidad con las disposiciones aplicables por la Ley y el Reglamento Interior del Banco de México. La auditoría consiste en el examen, con base en pruebas selectivas, de la evidencia que soporta las cifras y revelaciones de los estados financieros; asimismo, incluye la evaluación de las prácticas contables utilizadas, de las estimaciones significativas efectuadas por la administración y de la presentación de los estados financieros tomados en su conjunto. Consideramos que nuestro examen proporciona una base razonable para sustentar nuestra opinión.

Los estados financieros que se acompañan han sido preparados siguiendo los requerimientos de información financiera prescritos de conformidad con las disposiciones aplicables por la Ley y el Reglamento Interior del Banco de México, y los principios de contabilidad generalmente aceptados que les son aplicables, describiéndose en las notas a los estados financieros, los aspectos relevantes de los rubros del balance.

En nuestra opinión, los estados financieros antes mencionados presentan razonablemente, en todos los aspectos importantes, la situación financiera del Banco de México al 31 de diciembre de 1995 y los resultados de sus operaciones, los movimientos en el capital contable y el origen y aplicación de recursos, por el ejercicio terminado en esa fecha, de conformidad con las prácticas contables descritas anteriormente.

RUIZ URQUIZA Y CÍA., S.C.
C.P. Carlos A. García Cardoso**FIGURA 10-4. Ejemplo de un balance general del Banco de México**

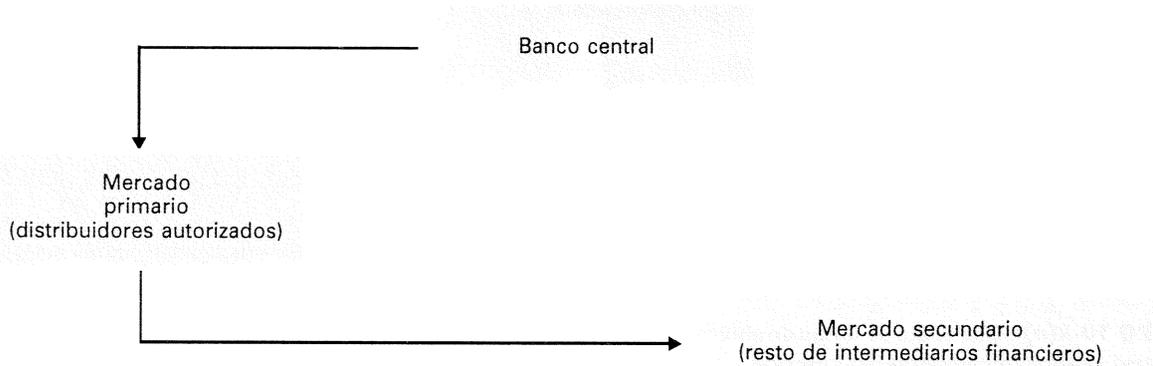


FIGURA 10-5. Relación entre el banco central y los mercados primario y secundario de valores

En Estados Unidos, sólo los operadores (*dealers*) actúan como parte del mercado primario para valores gubernamentales, pero esto no es necesariamente así en otros países. En México, las casas de bolsa y las sociedades de inversión, así como las aseguradoras, empresas paraestatales y los bancos comerciales, todos pueden operar los instrumentos del mercado de dinero, incluyendo los valores gubernamentales.

LOS RECOVECOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

Las operaciones de mercado abierto

El instrumento más importante del banco central son las “operaciones de mercado abierto”.

Vendiendo o comprando títulos del Estado en el mercado abierto, el banco central puede reducir o aumentar las reservas de los bancos. Estas llamadas **operaciones de mercado abierto** constituyen el instrumento estabilizador más importante de que dispone un banco central.

Al fijar la política, el FOMC decide si inyecta o no más reservas en el sistema bancario comprando letras del Tesoro (es decir, bonos a corto plazo) y bonos del Estado a más largo plazo; o si endurece la política monetaria vendiendo valores.

Para ver de qué manera las operaciones de mercado abierto alteran las reservas, supongamos que el Fed piensa que la situación económica está generando una leve inflación, como ocurrió a principios de 1994. El FOMC celebra su reunión en Washington y escucha las exposiciones y proyecciones de su experto equipo de economistas. El comité decide vender mil millones de dólares en certificados del Tesoro de su cartera para reducir las reservas y el dinero y crédito globales. La moción se aprueba por unanimidad con los votos de los siete gobernadores de Washington y de los cinco presidentes de los bancos regionales.

¿A quién se venden esos bonos? Al mercado abierto, formado por las entidades que negocian con bonos del Estado, quienes los revenden a bancos comerciales, grandes compañías, otras instituciones financieras y particulares.

Generalmente, los compradores pagan los bonos con cheques a favor del Fed girados contra las cuentas que tienen en los bancos comerciales. Por ejemplo, si el Fed vende bonos a Ms. Smith por valor de \$10 000, ésta firma un cheque del Last Bank of Seattle. El Fed presenta al cobro el cheque en el banco. Cuando éste se lo abona, reduce su saldo con el Fed en \$10 000. Al final del día, el Last Bank y todo el sistema bancario comercial pierden \$10 000 de reservas en favor del Sistema de la Reserva Federal.

El Cuadro 10-3(a) muestra el efecto que produce una venta de mercado abierto de mil millones de dólares en el balance de la Reserva Federal. La venta de

Balance de la Reserva Federal (miles de millones de dólares)				Balance de los bancos comerciales (miles de millones de dólares)			
Activo		Pasivo		Activo		Pasivo	
Títulos del Estado	\$-1	Reservas bancarias	\$-1	Reservas	\$ -1	Reservas de la vista	\$-10
Total	\$-1	Total	\$-1	Créditos e inversiones	\$ -9	Total	\$-10
				Total	\$-10	Total	\$-10

CUADRO 10-3(a). Una venta de mercado abierto del banco central reduce inicialmente las reservas

CUADRO 10-3(b). ...y acaba reduciendo los depósitos en una proporción de 10 a 1

Este conjunto esencial de cuadros muestra cómo influyen las operaciones de mercado abierto en el balance del banco central y de los bancos comerciales.

En el Cuadro 10-3(a), el banco central ha vendido títulos por valor de mil millones de dólares. Los fondos utilizados para pagarlos son depositados en el banco central, reduciendo las reservas bancarias en mil millones de dólares. Por lo tanto, las reservas bancarias disminuyen en esa cantidad como consecuencia de la operación de mercado abierto.

A continuación, en el Cuadro 10-3(b) vemos cómo afecta al balance de los bancos. Con un coeficiente de reservas de 10% de los depósitos, se contraen las reservas en todo el sistema bancario.

mercado abierto altera el balance reduciendo tanto el activo como el pasivo en mil millones: el Fed ha vendido mil millones de dólares en bonos del Estado, y su pasivo ha disminuido exactamente en la misma cantidad: mil millones de reservas de los bancos.

Efectos en el dinero. Para comprender cómo afecta la variación de las reservas a la oferta monetaria, debemos examinar la respuesta de los bancos. En este capítulo seguimos suponiendo por comodidad algebraica que los bancos tienen 10% de sus depósitos en calidad de reservas en el banco central; la causa legal de esta práctica se analizará con mayor detalle más adelante en este capítulo.

¿Qué ocurre con la oferta monetaria? Las reservas disminuyen en mil millones de dólares, lo que tiende a provocar una contracción de los depósitos. En el Capítulo 9 vimos que una variación de las reservas bancarias provocaba una variación multiplicada de los depósitos bancarios totales. Si el coeficiente legal de reservas es de 10%, la venta de bonos del Estado por valor de mil millones de dólares da lugar a una reducción de la oferta monetaria de la comunidad de 10 mil millones. El Cuadro 10-3(b) muestra la posición últi-

ma de los bancos una vez que han disminuido las reservas en mil millones de dólares como consecuencia de la operación de mercado abierto. Al final, la venta de mercado abierto del Fed ha provocado una contracción de la oferta monetaria de 10 mil millones de dólares.

Procedimientos operativos

El FOMC se reúne ocho veces al año para dar instrucciones a su brazo ejecutivo, el Banco de la Reserva Federal de Nueva York. Éstas se encuentran en unas "directrices de política del FOMC", que tienen dos partes: una valoración general de la situación económica y una revisión de los objetivos generales de la política monetaria. Consideremos a título de ejemplo la declaración de agosto de 1982. En medio de la más profunda recesión desde la Segunda Guerra Mundial, el FOMC comenzaba con un examen general de la economía:²

² Las citas del FOMC proceden de *Federal Reserve Bulletin*, que contiene informes mensuales sobre las actividades de la Reserva Federal y otros acontecimientos financieros importantes.

La información analizada en esta reunión indica que el PIB real sólo ha experimentado un pequeño avance en el trimestre actual, tras un aumento relativamente pequeño en el segundo, mientras que los precios continúan subiendo, en promedio, a un ritmo más lento que en 1981.

¿Cuáles eran los objetivos de la política monetaria fijados por el Fed? Éste declaraba:

El Comité Federal de Mercado Abierto trata de crear las condiciones monetarias y financieras propicias para reducir la inflación, promover la reanudación de un crecimiento de la producción que pueda mantenerse y contribuir a conseguir un patrón viable de transacciones internacionales.

La parte más importante del procedimiento consiste en instruir a sus tropas de primera línea sobre cómo deben administrar los mercados financieros día a día. Los procedimientos han cambiado con el paso del tiempo. Hasta los años 70, el FOMC solía dar unas instrucciones muy vagas: “mantengan unas condiciones crediticias y unas tasas de interés tan duras como hasta ahora” o “faciliten el crédito un poco para ayudar a elevar el PIB”. Como el Fed actuaba con cautela, a veces tardaba en reaccionar a los cambios de la situación del ciclo económico.

A finales de los años 70, la Reserva Federal alteró sus procedimientos con el fin de prestar más atención a las variaciones de la oferta monetaria. Se le acusó de contribuir a la reelección del presidente Nixon en 1972; poco después, se le culpó de reaccionar excesivamente a la profunda recesión de 1974-1975 y de dejar que el desempleo aumentara demasiado. Para refrenarlo, el Congreso obligó al Fed a fijar explícitamente unos objetivos para las tasas de crecimiento de los principales agregados monetarios.

Desde octubre de 1979 hasta finales de 1982, la Reserva Federal realizó un importante experimento al concentrar sus esfuerzos exclusivamente en el crecimiento de M_1 , M_2 y las reservas bancarias. Confiaba en que la estrategia clara y decisiva de fijar unos objetivos para los agregados monetarios contribuiría a reducir la tasa anual de inflación que estaba superando el 10%. Por ejemplo, las directrices del FOMC para agosto de 1982 eran las siguientes:

A corto plazo, el comité continúa tratando de que el comportamiento de las cantidades agregadas de reservas sea compatible con el crecimiento de M_1 y M_2 desde junio hasta septiembre [1982] a tasas anuales de alrededor de 5 y 9 %, respectivamente.

La decisión de 1979 de fijar unos objetivos para las reservas y la oferta monetaria fue sumamente controvertida. El resultado inmediato fue una gran reducción del crecimiento de la oferta monetaria y el consiguiente endurecimiento de la política monetaria, lo que provocó un alza de las tasas de interés de mercado a unos niveles nunca vistos desde la Guerra de Secesión, seguidos poco después de la mayor recesión registrada desde los años 30. Esta política tuvo un claro éxito en la reducción de la inflación a 3 o 4% anual a mediados de los años 80.

Tras las protestas políticas que suscitó la profunda recesión de 1982, el Fed llegó a la conclusión de que su política monetaria había sido demasiado restrictiva, a lo que se sumó el hecho de que para entonces las definiciones de los agregados monetarios eran confusas debido a la introducción de algunos nuevos activos (como las cuentas corrientes portadoras de intereses) en M_1 y M_2 . Como consecuencia, el Fed abandonó en el otoño de 1982 su estrategia de fijar unos objetivos estrictos para las reservas y la oferta monetaria.

En el decenio posterior a 1982, el Fed restó importancia gradualmente al papel de los agregados monetarios en sus procedimientos operativos. Primero suprimió M_1 de su directriz mensual; en 1993, también se consideró que M_2 resultaba inadecuado. Los agregados monetarios demostraron ser simplemente unos indicadores demasiado poco fiables para predecir las variaciones de la demanda agregada. ¿Qué sustituyó a estos indicadores? El presidente Greenspan apuntó a las tasas de interés reales como útil objetivo de la política monetaria, señalando que las tasas de interés reales negativas habían provocado frecuentes brotes inflacionistas.

Elección de la política monetaria. ¿Cómo elige hoy la Reserva Federal sus objetivos respecto al dinero y las tasas de interés? El proceso está rodeado de misterio, pero algunos relatos de primera mano y recuerdos de gobernadores y miembros del Fed indican que se trata de algo parecido a lo siguiente.

El personal del Fed y el FOMC tienen determinados objetivos macroeconómicos por lo que se refiere a la inflación, al tipo de cambio del dólar, al PIB real, al desempleo y a la balanza comercial. Hacen proyecciones periódicas sobre las variables que se encuentran fuera de su control (como la política fiscal, los precios del petróleo, el crecimiento económico extranjero, etc.) y predicen el comportamiento de la econo-

mía partiendo de una serie de supuestos sobre la política monetaria.

El FOMC debate entonces el curso que debe seguir ésta. Si la economía está funcionando satisfactoriamente, puede decidir, por ejemplo, no alterar las tasas de interés ni el crecimiento de la oferta monetaria. Si considera que la situación actual está fomentando la inflación, quizá decida endurecer un poco la política monetaria. Si piensa que se avecina una recesión, tal vez inyecte reservas en el sistema, aumentando la oferta monetaria y bajando, por lo tanto, las tasas de interés.

No siempre es fácil comprender la cadena exacta del razonamiento que lleva a adoptar una determinada medida monetaria. No obstante, los historiadores que escudriñan las decisiones normalmente observan que lo que preocupa al Fed, en última instancia, es preservar la integridad de las instituciones financieras, combatir la inflación, defender el tipo de cambio del dólar e impedir un excesivo desempleo.³

La política de la tasa de descuento: segundo instrumento

Cuando los bancos comerciales tienen pocas reservas, pueden pedir créditos a los bancos de la Reserva Federal. Éstos se incluyen en la partida “créditos y aceptaciones” del balance del Fed del Cuadro 10-2. Los llamaremos *reservas prestadas*. Cuando éstas aumentan, los bancos están tomando prestado del Fed, el cual está contribuyendo a aumentar las reservas bancarias totales (tanto prestadas como no prestadas). Cuando disminuyen, está contribuyendo a reducir las.

Aunque las reservas prestadas se multiplican en dinero bancario al igual que las no prestadas que analizamos en la parte anterior de este apartado, no son un instrumento preciso controlado por el Fed. Existe un viejo dicho: “puedes llevar a un caballo al agua, pero no puedes obligarlo a beber”. El Fed puede fomentar o desalentar los préstamos bancarios, pero no puede fijar un nivel exacto de reservas prestadas.

Si cree que la oferta monetaria está creciendo demasiado despacio y necesita un impulso, el Fed no man-

da agentes de ventas a fomentarlos más, sino que puede reducir la **tasa de descuento**, que es el tipo de interés que se cobra por los préstamos en los 12 bancos regionales de la Reserva Federal. Pero la relación entre la tasa de descuento y los préstamos bancarios no es muy precisa. En los últimos años, las reservas prestadas y la tasa de descuento no han desempeñado un papel importante en la política monetaria.⁴

La tasa de descuento en México

Los bancos obtienen fondeo mediante un sobregiro en la cuenta que mantienen con el Banco de México. Es decir, cuando un banco se sobregira en esta cuenta, Banxico le da crédito por ese sobregiro y le carga un costo, una tasa de interés. El costo es una fracción del monto y frecuencia de los sobregiros (máxima de 3 veces la tasa de los Certificados de Tesorería de la Federación). Desde el punto de vista de la política monetaria, este mecanismo es equivalente al de “descuento”, ya que ambos implican la posibilidad de otorgamiento de crédito por el banco central a las instituciones financieras.

Modificación de la tasa de descuento. Durante muchos años, la tasa de descuento ha sido el indicador de la política monetaria. Por ejemplo, en 1965, cuando el Fed quiso transmitir su opinión de que la expansión provocada por la guerra de Vietnam estaba amenazando con volverse inflacionista, elevó su tasa de descuento. Tan poderosa fue esta indicación que el presidente del Fed, Martin, fue llamado por el presidente Johnson a su rancho LBJ para lanzarle una reprimenda, pues temía que la alza de la tasa de descuento frenara la economía. Más recientemente, al integrarse más la economía de Estados Unidos con la de otros países,

³ Para un cuidadoso análisis de las fuerzas políticas y económicas que actúan sobre la Reserva Federal, véase Donald Kettle, *Leadership at the Fed*, Yale University Press, New Haven, Conn., 1986.

⁴ Cuando se creó el Sistema de la Reserva Federal, se creyó que la política de descuento sería el instrumento más importante de todos. Se pretendía que los bancos “descontaran” los pagarés de sus clientes en los bancos de la Reserva y los “redescontaran” obteniendo nuevo efectivo cuando acudieran a la “ventanilla de descuento” del Federal Reserve Bank. De esa forma, los bancos del distrito nunca se encontrarían faltos de dinero para atender a las necesidades crediticias de la agricultura y la industria; pero este mecanismo no funcionó así. ¿Por qué no? Debido en gran parte a que lo último que desea una economía saludable es una oferta monetaria elástica que se expanda *automáticamente* cuando los negocios marchan bien y se contraiga cuando marchan mal. De esa forma, se refuerzan desastrosamente los ciclos económicos y la inflación.

CUADRO 10-4. Reservas exigidas a las instituciones financieras

Este cuadro muestra el patrón de requisitos de reservas de las instituciones financieras según la ley bancaria de 1980 de Estados Unidos. La columna del coeficiente de reservas muestra el porcentaje de los depósitos de cada categoría que debe mantenerse en depósitos no portadores de intereses en el Fed o en efectivo en las cajas fuertes.

Existen tres clases de depósitos. Las cuentas corrientes de los grandes bancos deben estar respaldadas por unas reservas de 10%. Las cuentas corrientes de los pequeños bancos tienen unos requisitos de reservas pequeños de 3%. Otros depósitos no tendrán ninguno.

Obsérvese también que el Fed tiene poder para alterar el coeficiente de reservas dentro de un intervalo dado. Lo hace sólo en los raros casos en los que las condiciones económicas justifican un acusado cambio de la política monetaria. (Fuente: *Federal Reserve Bulletin*, mayo de 1994.)

Tipo de depósito	Coeficiente de reservas (porcentaje)	Intervalo de variación permitido al Fed (porcentaje)
Cuentas corrientes (para transacciones):		
Primeros 52 millones	3	Ninguno
Resto	10	8-14
Depósitos de ahorro y a plazo:		
Personales	0	
Otros:		
Vencimiento inferior a 1 año y medio	0	0-9
Vencimiento superior a 1 año y medio		
Resto	0	0-9

la tasa de descuento se ha utilizado de vez en cuando para anunciar que van a realizarse grandes cambios en la política económica o para coordinar la política monetaria con la de otros países.

A algunos economistas les gustaría que la Reserva Federal hiciera de la tasa de descuento un tipo de interés basado en el mercado. Según una de las reformas propuestas, la tasa de descuento debería ligarse directamente a las tasas de interés a corto plazo, eliminando en principio la necesidad del Fed de racionar los préstamos solicitados por los bancos. Otros economistas temen que esa medida contribuya a que la oferta monetaria sea más impredecible. Esta reforma tiene pocas posibilidades de prosperar actualmente.

Modificación de los requerimientos de reservas

De no ser por las normas legales, los bancos probablemente sólo mantendrían alrededor de 1% de sus depósitos en forma de reservas. De hecho, actualmen-

te los bancos estadounidenses deben mantener una cantidad de reservas considerablemente mayor que la necesaria para satisfacer las necesidades de los clientes. Estos requisitos legales de reservas constituyen una parte crucial del mecanismo mediante el cual el Fed controla la oferta de dinero bancario. En este apartado describimos el carácter de los requisitos legales de reservas y cómo afectan a la oferta monetaria.

Requerimientos legales de reservas. Hemos señalado que los bancos deben tener una cantidad mínima de dinero en forma de reservas improductivas. El Cuadro 10-4 muestra los requerimientos actuales de reservas y el poder discrecional del Fed para modificarlos. El concepto clave es el nivel de los *coeficientes exigidos de reservas*. Oscila entre 10% en el caso de los depósitos a la vista y 0% en el de las cuentas de ahorro personales. Para que nuestro ejemplo numérico sea más sencillo, utilizaremos coeficientes de reservas de 10%, entendiendo que el coeficiente real exigido puede alejarse de esta cifra de vez en cuando.

Los banqueros suelen quejarse de que deben tener más activos improductivos de los necesarios para satisfacer el flujo y reflujo de retiros e ingresos. Aunque es posible que esta opinión tenga alguna ventaja desde el punto de vista de los banqueros, no tiene en cuenta una cuestión macroeconómica: *los requisitos legales de reservas son altos con el fin de permitir al banco central controlar la oferta monetaria*. Es decir, fijando unos requisitos muy superiores al nivel que desearían los propios bancos, el banco central puede determinar el nivel exacto de reservas y controlar así la oferta monetaria con mayor precisión.

En otras palabras, fijando unos requisitos de reservas tan altos, el banco central puede estar seguro de que los bancos generalmente no querrán más que el mínimo legal. La oferta de dinero bancario vendrá determinada, pues, por la oferta de reservas bancarias (determinada por el Fed mediante operaciones de mercado abierto) y por el multiplicador de la oferta monetaria (determinado por el coeficiente exigido de reservas). Como el Fed controla tanto las reservas bancarias como el coeficiente, tiene (dentro de un pequeño margen de error) el control de la oferta monetaria.

Con respecto al mecanismo de encaje legal en México, existió desde 1924 y fue sufriendo varias modificaciones hasta 1988. De 1924 hasta 1936 el porcentaje de los depósitos en los bancos que tenían como reservas, debía mantenerse como depósitos en el Banco de México. A partir de 1947 estas reservas podían cubrirse ya fuera con depósitos en el Banco de México o con la compra de valores de inversión. En 1989 se sustituye el sistema de encaje legal por el de un coeficiente de liquidez de 30%, el cual los bancos podían satisfacer con efectivo en caja o con depósitos en el Banco de México, o con valores gubernamentales (Cetes, Bondes, etc.). Las reservas mantenidas en el Banco de México recibían 75% del interés de los Cetes. A partir de 1991, el coeficiente de liquidez fue eliminado, y desde esta fecha, se ha dejado a criterio de las instituciones financieras determinar el porcentaje de reservas que éstas consideren apropiado mantener para asegurar la liquidez de sus pasivos. Sin embargo, los bancos siguen manteniendo depósitos en el Banco de México para facilitar sus necesidades de efectivo y las operaciones de compensación. En marzo de 1995, el Banco de México adoptó un sistema de “encaje legal promedio cero” como parte de un paquete de medidas para estabilizar los precios después de la crisis de diciembre de 1994. Bajo este sistema, cada banco comercial debe mantener un promedio de cero en el

balance mensual (28 días) que tiene en su cuenta corriente con el Banco de México. En cada uno de esos 28 días, un banco puede tener saldos negativos o positivos, pero el promedio de tales saldos durante los 28 días, debe ser de cero. Si este saldo promedio fuese negativo, el Banco de México carga un interés de 2 veces la tasa de Cetes-28 días. Si el saldo promedio es positivo, no se paga interés. Esta medida se implementó con el fin de tener un control de crédito interno. Cuando el Banco de México quiere aumentar el crédito interno, da crédito a la banca comercial, generándose saldos positivos en su cuenta corriente, los cuales los bancos tratarán de colocar en el mercado, y las tasas de interés presionarían a la baja. Se deja al alumno la pregunta: ¿Cómo restringe el crédito el Banco de México bajo este esquema?

Influencia de los cambios de las reservas exigidas. Por otra parte, el Fed puede modificar los requisitos de reservas si desea alterar rápidamente la oferta monetaria. Por ejemplo, si quiere reducirla de la noche a la mañana, puede elevar los coeficientes de reservas exigidos a los grandes bancos hasta un límite legal de 14%. Podría elevar incluso los requisitos de los depósitos a plazo. En cambio, si desea suavizar las condiciones crediticias, puede hacer lo contrario y reducir los coeficientes legales de reservas.

¿Cómo consigue exactamente endurecer el crédito la elevación de los coeficientes legales de reservas? Supongamos que el coeficiente exigido de reservas es de 10% y que los bancos hubieran acumulado reservas para satisfacer este requisito. Supongamos ahora que el Fed decide endurecer el crédito y el Congreso lo autoriza a elevar el coeficiente de reservas exigido hasta 20%. (Esta fantástica cifra se utiliza para mayor sencillez, pero el Fed no puede tomar ni tomaría una medida tan radical.)

Aun cuando la Reserva Federal no recurriera a las operaciones de mercado abierto ni a la política de descuento para alterar las reservas bancarias, ahora los bancos tendrán que contraer enormemente sus créditos e inversiones, así como sus depósitos. ¿Por qué? Porque (como mostramos en el Capítulo 9) ahora los depósitos de los bancos sólo pueden ser 5 veces las reservas, en lugar de 10. Por lo tanto, todos los depósitos tienen que reducirse a la mitad.

Esta dolorosa reducción se iniciará rápidamente. Tan pronto como la Junta de la Reserva Federal ponga en vigor la nueva orden de elevar los requisitos a 20%, los bancos se verán con pocas reservas. Tendrán

que vender algunos bonos y cancelar algunos créditos. Los compradores de bonos y los prestatarios agotarán sus depósitos a la vista. El proceso sólo terminará cuando los bancos hayan reducido sus depósitos a 5 veces sus reservas en lugar de 10.

Este enorme cambio en tan corto tiempo provocaría una gran alza de las tasas de interés, una gran escasez de crédito y una gran reducción de la inversión, del PIB y del empleo. Por eso, nuestro ejemplo extremo advierte que esta poderosa arma de variar los requisitos de reservas ha de utilizarse con suma precaución. La modificación de los requisitos de reservas se utiliza raras veces, ya que representa un cambio de política demasiado grande y abrupto. Las operaciones de mercado abierto pueden conseguir los mismos resultados de una forma menos perturbadora.

Desregulación financiera

Además de los tres grandes instrumentos analizados antes, la Reserva Federal (con la ayuda del Congreso y de otros organismos oficiales) ha regulado históricamente los mercados financieros limitando las tasas de interés. Hasta la década de 1980, estaba controlada la mayoría de las tasas de interés que pagaban los bancos comerciales. Éstos no podían pagar intereses por las cuentas corrientes, y las tasas de las cuentas de ahorro y a plazo estaban sometidas a unos toques máximos.

Las tasas de interés reguladas no podían sobrevivir en los mercados competitivos. Las instituciones financieras diseñaron nuevas clases de instrumentos, que empezaron a atraer fondos colocados en depósitos de bajo rendimiento. Las elevadas tasas de interés de finales de los años 70 y principios de los 80 presionaron aún más sobre el sistema, pues los bancos (que pagaban 5% anual por las cuentas de ahorro) tenían que competir con los fondos de inversión en el mercado de dinero (que pagaban entre 10% y 15%). Finalmente, comenzó a derrumbarse el edificio regulador construido durante la Gran Depresión. El Congreso reaccionó con las leyes bancarias de 1980 y 1982, que desregularon en gran medida las tasas de interés.

Estas leyes crearon una nueva estructura reguladora que ha desregulado en gran medida las tasas de interés en los mercados financieros. La base analítica del nuevo enfoque fue distinguir las cuentas que son para realizar transacciones de las que no lo son. El fin principal de una *cuenta para transacciones*, por ejemplo, una cuenta corriente, es servir de medio de pago. Una *cuenta que no es para transacciones* es un activo cuyo fin

principal es guardar fondos para el futuro y no para pagar facturas (un ejemplo es la cuenta de ahorro).

Una vez realizada esta distinción, las leyes de 1980 y 1982 desregularon efectivamente las cuentas que no eran para realizar transacciones. Estas medidas legislativas exigían que los toques a las tasas de interés desaparecieran en 1986 y que los requisitos de reservas de estos depósitos fueran nulos en el caso de las cuentas personales y mínimos en el de las cuentas empresariales. A finales de los años 80, estas cuentas tenían tasas de interés de mercado y se encontraban efectivamente fuera de la estructura reguladora de la Reserva Federal.

Los activos restantes (los activos para transacciones, como las cuentas corrientes) se han desregulado, con una importante excepción. La regulación que subsiste y es fundamental es que estas cuentas están sujetas a unos elevados requisitos de reservas (actualmente 10% de los depósitos para transacciones en el caso de los grandes bancos). Sin embargo, las tasas de interés de las cuentas personales para transacciones ya no están sujetas a limitaciones. Como consecuencia, el sector financiero se ha liberalizado en gran medida en las dos últimas décadas.

Desregulación financiera en México. Importantes planes de *desregulación del sector financiero* han tomado lugar en muchos países. El caso del sistema financiero mexicano es uno de los más rápidos y comprensivos de las diferentes instituciones que funcionan en este sector.

Entre los principales cambios suscitados en este país, pueden citarse los siguientes: *a)* otorgar al sistema bancario la posibilidad de operar como banca múltiple a partir de 1978, en vez de hacerlo como banca especializada que era más costoso para el mercado; *b)* la ampliación del mercado de valores por medio del cual el gobierno pudiera financiarse sin acudir al mercado bancario al que en ocasiones dejaba sin fondos prestables atentando contra las actividades productivas del sector privado; *c)* la aparición de nuevos bonos de deuda pública, diferentes a los Certificados de la Tesorería de la Federación (Cetes), que habían empezado a emitirse en 1978, así aparecieron los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (Bondes) con rendimientos a más largo plazo y con aplicaciones más bien al desarrollo de infraestructura y no de gasto corriente, los Bonos de la Tesorería de la Federación (Tesobonos), que permiten la cobertura contra el riesgo cambiario, y los Bonos Ajustables del Gobierno

Federal (Ajustabonos), que otorgan rendimientos reales constantes; *d*) el reconocimiento de las aseguradoras como intermediarios financieros sobre todo en lo referente a inversión, de las arrendadoras como instituciones auxiliares de crédito, y de las empresas de factoraje y de los almacenes generales de depósito, también como prestadoras de servicios financieros, todas estas que pueden trabajar, desde 1990, bajo una misma denominación en forma conjunta con bancos y casas de bolsa bajo la figura de grupos financieros, y *e*) el restablecimiento del régimen mixto de propiedad tanto pública como privada de los bancos permitiendo también la participación de extranjeros en el capital social e incluso en el funcionamiento de subsidiarias de bancos extranjeros en territorio nacional.

También con la finalidad de dar una mayor libertad a los mercados financieros, la administración salinista trajo consigo tres cambios fundamentales referentes a las herramientas de control monetario: *a*) la liberación de las tasas de interés pasivas del sistema bancario (1989), de esta forma los diferentes bancos podrían competir por la captación de recursos beneficiando al ahorrador; *b*) la eliminación del encaje legal (1989) y del coeficiente de liquidez (1991), que consistían en proporciones fijas de los recursos captados, el primero que los bancos debían asignar como crédito al gobierno y el segundo que debía mantenerse en forma líquida ya fuera en la caja del propio banco o como depósitos a la vista en el Banco de México o también invertido en bonos de gobierno, y *c*) el otorgamiento de una mayor libertad de colocación del crédito (1989) no restringiéndolo a sectores prioritarios sino asignándolo a los sectores que mejor competirían por el mismo.

Los cambios anteriores propiciaron que el sistema financiero mexicano alcanzara una mayor presencia y penetración en la intermediación; de esta forma, durante la administración de Carlos Salinas de Gortari, el crédito como porcentaje del PIB pasó de 7% a 35% y la captación aumentó de 15% a 32%.

Dentro de esta nueva estructura institucional y operativa, con base en el decreto promulgatorio publicado en el *Diario Oficial de la Federación* del 20 de agosto de 1993, y la nueva Ley Orgánica del Banco de México, esta institución opera desde el 1 de abril de 1994 con autonomía; es decir, sus decisiones en materia de emisión de dinero no dependen del Poder Ejecutivo Federal, aunque desde luego, al igual que este último, sus objetivos se deben encaminar hacia el logro de un mayor nivel de bienestar para los mexicanos.

De acuerdo con la nueva Ley Orgánica del Banco de México, su finalidad primordial es proveer a la economía mexicana de moneda de curso legal, y la Ley Reglamentaria del artículo 28 constitucional agrega que para cumplir con esta finalidad deberá procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la misma.

El Banco de México decide sobre el diseño de la política monetaria y sobre su propio crédito y ejecuta las líneas de acción emanadas de sus propios planes ya sea a través de operaciones de mercado abierto o bien mediante mecanismos de control de los diversos agentes financieros; en este sentido, cuenta con un sistema similar al de Estados Unidos, Inglaterra y China.

La administración del Banco de México es ahora encomendada a una junta de gobierno, presidida por un gobernador que durará en su cargo seis años, iniciando en el año cuarto de cada sexenio presidencial, y cuatro subgobernadores que durarán ocho años, pudiendo sustituir sólo a tres en una administración presidencial, esto sería al inicio de los años primero, tercero y quinto. Las designaciones de los miembros de la junta de gobierno serán hechas por el Presidente de la República y serán sujetas a la aprobación del Senado o en caso de receso de éste, a la Comisión Permanente del Congreso de la Unión. Para algunos analistas este procedimiento de designación de la junta de gobierno podría restar autonomía al banco central; sin embargo, este riesgo se reduce por tres razones fundamentales: *a*) el escalonamiento existente en los periodos de gestión de los miembros de la junta; *b*) los requisitos que de acuerdo con la ley deben cumplir los miembros de la junta, y *c*) la aprobación del Senado.

Las facultades de la junta de gobierno del banco central son las de regular el crédito, los cambios y la prestación de servicios financieros, estas dos últimas que comparte con otras autoridades financieras y económicas del país. De acuerdo con lo anterior, el Banco de México es autónomo en sus decisiones de otorgar o no financiamiento a aquellos que pueden ser sujetos de su crédito, éstos son: el gobierno federal, los bancos mexicanos, autoridades monetarias extranjeras, organismos internacionales de cooperación financiera y los fondos de protección al ahorro y apoyo al mercado de valores. Sin embargo, no es autónomo en lo referente a regulación de los agentes financieros ni en la elección de un sistema de determinación del tipo de cambio, aquí la autoridad es compartida en comisiones que también contemplan la participación de autoridades de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Su autonomía “parcial” en materia de regulación y tipos de cambio es común en todo el mundo y se debe principalmente a que estas áreas de política también inciden fuertemente en el logro de la política fiscal y de los planes económicos en general.

En lo referente a regulación, la nueva ley orgánica concede a los representantes del Banco de México ante las juntas de las comisiones supervisoras del sistema financiero, el derecho de suspender por 5 días hábiles la ejecución de resoluciones emanadas de estas comisiones y que afecten los objetivos de la política monetaria; una vez transcurrido este periodo el banco presentará sus puntos de vista que permitirán a la comisión llegar a una resolución definitiva.

En lo tocante al tipo de cambio, la autoridad primaria es definitivamente el gobierno federal y no el Banco de México, ya que dentro de la nueva ley las resoluciones de la Comisión de Cambios sólo serán aceptadas cuando al menos exista un voto favorable de uno de los representantes de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público ante dicha comisión. Sin embargo, si las resoluciones de esta comisión provocaran desequilibrios (faltantes o sobrantes) en el mercado monetario, el Banco podrá acudir al manejo de bonos de deuda pública para equilibrar el mercado, por ejemplo, si se ordenara al Banco comprar divisas esto provocará la expansión del dinero en circulación; en este caso el Banco de México podrá vender valores a cargo del gobierno federal hasta por la misma cantidad, reduciendo el circulante y por ende los posibles riesgos inflacionarios que podrían haberse presentado al aumentar el circulante. Este mecanismo es denominado “esterilización monetaria” y concede al Banco de México una manera directa para asegurar que la política cambiaria no provocará fuertes daños al objetivo de preservar el poder adquisitivo del dinero.

Un ejemplo muy claro de lo anterior se presentó en México en los últimos días del mes de diciembre de 1994, periodo de alta incertidumbre cambiaria donde el peso fue devaluado frente al dólar en poco más de 35% en el lapso del lunes 19 al martes 27, forzando al Banco de México a duplicar la tasa de rendimiento que otorgan los instrumentos de deuda pública en su subasta del miércoles 28 de diciembre de 1994.

La devaluación suele traer consigo fuertes presiones inflacionarias al país, ya que las empresas importadoras de materias primas o endeudadas en dólares, así como los comerciantes importadores de bienes finales, ven incrementados sus costos e intentarán reflejar este aumento en mayores precios que les permitan man-

tener sus márgenes de utilidad. Para evitar el alza de precios, al menos en el corto plazo, el banco central aumenta los rendimientos de los bonos de deuda pública propiciando una mayor asignación de dinero a inversiones financieras que a consumo, con lo cual se reduce la demanda de bienes finales y se dificulta el alza de precios de este tipo de bienes, presionando a la reducción de márgenes y la sustitución de importaciones.

Las presiones inflacionarias se mantendrán reducidas en la medida que la producción doméstica pueda reaccionar sustituyendo al menos parte de las importaciones y también en la medida que puedan conseguirse entradas de divisas que sostengan el valor de la moneda ya que de mantener altas las tasas para inversiones financieras se desincentivarán muchos proyectos de inversión productiva y se estancaría la producción de bienes y servicios.

Movimientos internacionales de reservas

El dólar se utiliza hoy extensamente en el comercio mundial y es un activo seguro para muchos inversores extranjeros. Por consiguiente, se encuentra en abundancia en otros países, en manos de los que exportan e importan de Estados Unidos, los inversores extranjeros y estadounidenses, los que financian el comercio y las inversiones entre otros países y los especuladores y agentes de los mercados financieros, los gobiernos extranjeros, los bancos centrales y los organismos internacionales, como el Fondo Monetario Internacional. Los extranjeros poseen cientos de miles de millones de activos denominados en dólares estadounidenses. Dado que la moneda no devenga intereses, los extranjeros prefieren tener activos portadores de intereses (bonos, acciones, etc.). Sin embargo, a fin de comprar y vender esos activos, poseen algunos dólares para realizar transacciones en M_1 .

¿Por qué han de preocuparnos, llegados a este punto, las tenencias internacionales de dólares? Porque los depósitos que tienen los extranjeros en el sistema bancario elevan la cantidad total de reservas bancarias, lo mismo que los depósitos que tienen los residentes de Estados Unidos. Así pues, las variaciones de las tenencias internacionales de dólares pueden provocar una cadena de expansión y contracción de la oferta monetaria de Estados Unidos.

Supongamos, por ejemplo, que los japoneses deciden depositar \$1 000 de moneda estadounidense en bancos de Estados Unidos. ¿Qué ocurre? Las reservas del

sistema bancario de Estados Unidos aumentan en \$1 000, como muestra el Cuadro 9-6(a) del capítulo anterior y, como consecuencia, el sistema bancario puede multiplicar los depósitos por 10, en este caso, a \$10 000.

Así pues, las perturbaciones internacionales que sufren las reservas bancarias modifican el control de la M del país por parte del Fed. Pero éste tiene poder para contrarrestar cualquier cambio de las reservas procedente del extranjero, llevando a cabo lo que se conoce con el nombre de esterilización. La *esterilización* se refiere a las actividades que realiza el banco central para aislar la oferta monetaria interior de los flujos internacionales de reservas. Normalmente se lleva a cabo cuando el banco central realiza una operación de mercado abierto que invierte el movimiento internacional de reservas.

Resumiendo:

El control por parte del banco central de las reservas bancarias está sujeto a las perturbaciones internacionales. Sin embargo, estas perturbaciones pueden contrarrestarse si el banco central esteriliza los flujos internacionales.

En la práctica, el Fed esteriliza hoy de forma rutinaria las perturbaciones internacionales de las reservas. Otros países, que tienen mercados financieros y bancos centrales menos desarrollados, a veces se encuentran con problemas para esterilizarlas totalmente.

Esterilización de reservas: caso de México. La base para la creación de dinero en el sistema financiero está constituida por el crédito interno neto del banco central y por las reservas internacionales monetizadas por la misma institución. El crédito interno del banco central es el instrumento básico de la política monetaria en México, el cual se ve directamente afectado por las operaciones de mercado abierto y por el crédito del Banco de México a las instituciones financieras. Por otra parte, la acumulación de reservas internacionales en forma de divisas o su equivalente, implica un incremento en activos monetarios domésticos por parte de las instituciones bancarias y, por ende, en su capacidad de crear dinero. El Banco de México ha llevado a cabo, en diversas instancias, la esterilización de reservas internacionales, para contrarrestar incrementos no deseados en la liquidez del sistema bancario. En la sección “Política monetaria y apertura

económica en México” de este capítulo, se describen episodios de esta naturaleza en el desarrollo de la política monetaria mexicana.

Otras actividades financieras del Estado

Llegado este punto, el lector probablemente habrá extraído la conclusión de que el Fed está muy atareado. Sin embargo, sólo hemos descrito las funciones que desempeña en el mercado de dinero, las que están relacionadas con el control de la oferta monetaria. Existen, además, algunas tareas secundarias delegadas en el Fed y en otros organismos federales que también desempeñan un importante papel:

- *Administrar los mercados de divisas.* El Fed compra y vende diferentes monedas en los mercados de divisas en nombre del Tesoro. Aunque esta tarea suele ser fácil, de vez en cuando los mercados de divisas se trastornan e interviene el Fed por orden del Tesoro. Para un análisis exhaustivo de la forma en que puede intervenir el banco central para influir en el valor de la moneda, véase la última parte de este libro.
- *Coordinar las finanzas internacionales.* La Reserva Federal tomó la iniciativa en los años 80 y trabajó con otros países y con organismos internacionales para atenuar los problemas de la gran deuda. Con la crisis de la deuda, que salió a la luz en 1981, muchos países de ingreso medio y pobres, como México y Brasil, se vieron obligados a pagar unos elevadísimos intereses en relación con lo que ingresaban por exportaciones. El Fed comprendió que la crisis de la deuda podía provocar una crisis de confianza en el sistema financiero, ya que muchos grandes bancos estadounidenses tenían créditos exteriores carentes de valor que eran tan elevados como su neto patrimonial. Colaborando con otros organismos, ayudó a resolver la crisis, de tal manera que en 1994 la carga de la deuda de la mayoría de los países y los riesgos que ésta tenía para el sistema financiero internacional habían disminuido significativamente.
- *Regular los bancos y garantizar los depósitos.* Desde la Gran Depresión, el gobierno federal ha respaldado a los bancos. Para inspirar confianza en ellos, garantiza los depósitos bancarios, inspecciona sus libros de cuentas y se hace cargo de los bancos insolventes. Una importante función del Estado es garantizar

los depósitos bancarios. El Estado garantiza hasta \$100 000 por cada depósito de los bancos que sean miembros de la Federal Deposit Insurance Corporation (Sociedad Federal de Seguro de los Depósitos) (la FDIC).

La desregulación de los mercados financieros llevada a cabo en la última década, junto con los cambios estructurales de los mercados financieros y de la economía real, dieron como resultado un enorme fiasco del sistema de garantía de los depósitos de Estados Unidos. Las asociaciones de crédito a la construcción podían realizar arriesgadas inversiones con una escasísima supervisión. Como consecuencia, pagaban elevadas tasas de interés por los depósitos asegurados y colocaban esos fondos en propiedades inmobiliarias, proyectos de energía y elevados sueldos para sus consejeros. Era una situación del tipo “si cae sol gano yo, si cae águila pierde el Estado”. Cuando empeoró la situación de los mercados inmobiliarios y energéticos a finales de los años 80, cientos de asociaciones de crédito a la construcción y una veintena de bancos comerciales se declararon insolventes.

Como consecuencia, el gobierno federal se vio obligado a sacar de apuros a los bancos cuyos depósitos garantizados eran superiores a sus activos en

una cantidad que, según las estimaciones, oscilaba entre 150 mil y 250 mil millones de dólares. Los contribuyentes fueron los que, en última instancia, se vieron obligados a pagar la factura. Muchos economistas creen que el sistema de garantía de depósitos debe modificarse radicalmente si no se desea que se repita en el futuro este triste episodio.

Con esto damos por concluido nuestro análisis de la oferta monetaria, que puede resumirse de la forma siguiente:

La oferta monetaria depende, en última instancia, de la política del banco central. Fijando los requisitos de reservas y la tasa de descuento y, especialmente, realizando operaciones de mercado abierto, el banco central determina el nivel de reservas y la oferta monetaria. Los bancos y el público cooperan en este proceso. Los bancos crean dinero mediante la expansión múltiple de las reservas; el público acepta mantener dinero en instituciones depositarias.

Reuniendo a ambas partes, el banco central puede determinar la oferta monetaria.

B. LA INFLUENCIA DEL DINERO EN LA PRODUCCIÓN Y EN LOS PRECIOS

EL MECANISMO DE TRANSMISIÓN MONETARIA

Una vez examinados los elementos esenciales de la teoría monetaria, describimos ahora el *mecanismo de transmisión monetaria*, es decir, la vía por la que las variaciones de la oferta monetaria se traducen en variaciones de la producción, el empleo, los precios y la inflación. Suponemos, para concretar, que al banco central le preocupa la inflación y ha decidido frenar la economía. El proceso consta de cinco pasos:

1. *Para iniciarlo, el banco central toma medidas destinadas a reducir las reservas bancarias.* Como hemos

visto en el apartado A de este capítulo, el banco central reduce las reservas bancarias principalmente vendiendo títulos del Estado en el mercado abierto. Esta operación de mercado abierto altera el balance del sistema bancario reduciendo las reservas bancarias totales.

2. *Cada reducción de las reservas bancarias en un dólar origina una contracción múltiple de los depósitos a la vista, reduciendo así la oferta monetaria.* Este paso se describió en el Capítulo 9, en el que vimos que los cambios de las reservas provocan un cambio múltiple de los depósitos. Como la oferta monetaria es igual al efectivo más los depósitos a la vista, la disminución de estos últimos reduce la oferta monetaria.

3. *La reducción de la oferta monetaria tiende a elevar las tasas de interés y a endurecer las condiciones crediticias.* Si no varía la demanda de dinero, una reducción de la oferta monetaria eleva las tasas de interés. Por otra parte, disminuye el volumen de crédito (los préstamos) de que dispone el público. Suben las tasas de interés para los que solicitan créditos hipotecarios y para las empresas que desean construir fábricas, comprar nuevo equipo o aumentar las existencias. El alza de las tasas de interés también reduce el valor de los activos del público, reduciendo los precios de los bonos, de las acciones, del suelo y de la vivienda.
4. *Al subir las tasas de interés y disminuir la riqueza, tiende a reducirse el gasto sensible a las tasas de interés, especialmente la inversión.* El alza de las tasas de interés, unida al endurecimiento de las condiciones crediticias y a la reducción de la riqueza, tiende a reducir los incentivos para realizar inversiones y para consumir. Las empresas reducen sus planes de inversión, y lo mismo les sucede a las administraciones locales. Cuando un ayuntamiento observa que no puede emitir sus bonos a una tasa razonable, no se construye la nueva carretera y se pospone la edificación de la nueva escuela. Asimismo, los consumidores deciden comprar una vivienda más pequeña o reformar la que tienen cuando el alza de las tasas de interés de las hipotecas hace que las cuotas mensuales sean elevadas en relación con el ingreso mensual. Y en una economía cada vez más abierta al comercio internacional, el alza de las tasas de interés puede elevar el tipo de cambio de la moneda y reducir las exportaciones netas. Por lo tanto, el endurecimiento de la política monetaria eleva las tasas de interés y reduce el gasto en los componentes de la demanda agregada que son sensibles a las tasas de interés.
5. *Finalmente, la presión del endurecimiento de la política monetaria, al reducir la demanda agregada, reduce el ingreso, la producción, el empleo y la inflación.* En el análisis de la oferta y la demanda agregadas (o, lo que es lo mismo, del multiplicador) mostramos que un descenso de la inversión y de otros gastos autónomos podía reducir considerablemente la producción y el empleo. Por otro lado, al disminuir éstos más de lo que ocurriría en caso contrario, los precios tienden a subir menos de prisa o incluso bajan. Retroceden las fuerzas inflacionistas. Si el diagnóstico del banco central sobre la situación inflacionista es acertado, la disminución

de la producción y el aumento del desempleo atenuarán las fuerzas inflacionistas.

Estos pasos pueden resumirse de la forma siguiente:

$$\begin{aligned} &\text{baja } R \rightarrow \text{baja } M \rightarrow \text{sube } i \rightarrow \\ &\text{bajan } I, C, X \rightarrow, \text{baja } DA \rightarrow \\ &\text{bajan PIB real y } P \end{aligned}$$

Esta secuencia de cinco pasos (que comienza con una variación de las reservas de los bancos comerciales, pasa por una variación múltiple de la M total, por una variación de las tasas de interés y de las condiciones crediticias, por unas variaciones del gasto de inversión que desplazan la demanda agregada y termina en una respuesta de la producción, del empleo y de la inflación) es fundamental en la determinación de la producción y de los precios. Si el lector examina de nuevo la Figura 10-1, verá cómo encaja cada uno de los cinco pasos en nuestra gráfica temática de flujos. Ya hemos explicado los dos primeros; en el resto de este capítulo nos dedicamos a analizar los pasos 3 a 5.

EL MERCADO DE DINERO

El tercer paso del mecanismo de transmisión es la respuesta de las tasas de interés y de las condiciones crediticias a las variaciones de la oferta monetaria. Recuerdese que en el Capítulo 9 vimos que la *demandas de dinero* depende principalmente de la necesidad de realizar transacciones. Las economías domésticas, las empresas y el Estado tienen dinero para comprar bienes, servicios y otros artículos. Parte de la demanda de M se deriva, además, de la necesidad de tener un activo superseguro y sumamente líquido.

La *oferta monetaria* es determinada conjuntamente por el sistema bancario privado y el banco central del país. Éste, a través de las operaciones que realiza en el mercado abierto y de otros instrumentos, facilita reservas al sistema bancario. Los bancos comerciales crean depósitos a partir de las reservas del banco central. Manipulando las reservas, el banco central puede determinar la oferta monetaria con un estrecho margen de error.

La oferta y la demanda de dinero

La oferta y la demanda de dinero determinan conjuntamente las tasas de interés de mercado. La Figura

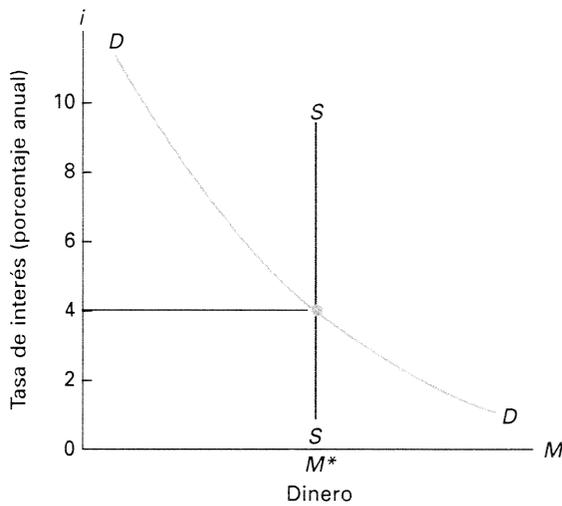


FIGURA 10-6. El mercado de dinero

La relación entre la demanda y la oferta de dinero determina la tasa de interés. El banco central tiene un objetivo monetario de M^* . El público tiene una curva de demanda de dinero de pendiente negativa. Aquí el mercado de dinero se encuentra en equilibrio con una tasa de interés nominal de 4% al año.

10-6 muestra la cantidad total de dinero (M) en el eje de abscisas y el tipo de interés nominal (i) en el de ordenadas. La curva de oferta es vertical porque se parte del supuesto de que el banco central manipula sus instrumentos para mantener la oferta monetaria en un determinado nivel, representado por M^* en la Figura 10-6.

También representamos la curva de demanda de dinero con pendiente negativa, porque las tenencias de dinero disminuyen cuando suben las tasas de interés. Cuando éstas suben, los individuos y las empresas transfieren una cantidad mayor de sus fondos del dinero poco o nada productivo a activos más rentables, lo que se consigue transfiriendo fondos más a menudo a activos de elevado rendimiento, teniendo en promedio menos efectivo y reponiéndolo con mayor frecuencia, tratando de sincronizar el ingreso y los gastos o utilizando otros sistemas de gestión de los saldos de caja.

La intersección de las curvas de oferta y demanda de la Figura 10-6 determina la tasa de interés de mercado. Recuérdese que las tasas de interés son los precios que se pagan por la utilización de dinero. Se determi-

nan en los **mercados de dinero**, que son los mercados en los que se prestan fondos a corto plazo. Entre las tasas de interés importantes se encuentran las tasas a corto plazo, como los de las letras del Tesoro a 3 meses, el papel comercial a corto plazo (letras emitidas por grandes sociedades) y el tipo de los fondos federales que pagan unos bancos a otros por el uso de reservas bancarias durante 24 horas. Las tasas de interés a más largo plazo son los de los bonos del Estado y las obligaciones de las sociedades a 10 o 20 años y de las hipotecas de la propiedad inmobiliaria (véase la Figura 9-4 para una gráfica de las tendencias recientes de las tasas de interés).

En la Figura 10-6, la tasa de interés de equilibrio es de 4% anual. Ésa es la única tasa a la que el nivel de la oferta monetaria que ha fijado como objetivo el banco central es compatible con la cantidad de dinero que desea tener el público. Si la tasa de interés fuera más alta, habría unos saldos monetarios excesivos y la gente se desharía de sus tenencias excesivas de dinero comprando bonos y otros instrumentos financieros, reduciendo así las tasas de interés de mercado hasta situarlos en 4%, que es la tasa de equilibrio (¿qué ocurriría si la tasa de interés fuera de 2%?)

Para comprender el mecanismo de transmisión monetaria, necesitamos ver cómo afectan los cambios del mercado de dinero a las tasas de interés. Supongamos que al banco central le preocupa la inflación y adopta una política monetaria restrictiva vendiendo títulos y reduciendo la oferta monetaria.

La Figura 10-7(a) muestra las consecuencias del endurecimiento de la política monetaria. La curva de oferta monetaria se desplaza hacia la izquierda, lo que significa que las tasas de interés deben subir para inducir a los individuos a canjear su dinero por bonos y otros activos no monetarios. La diferencia entre E y N muestra el exceso de demanda de dinero a la antigua tasa de interés. Las tasas de interés suben hasta que se alcanza el nuevo equilibrio, que en la Figura 10-7(a) se encuentra en el punto E' , y que corresponde a una tasa de interés anual más alta: 6%.

El alza de los precios podría producir otra perturbación. Supongamos que el banco central mantiene constante la oferta monetaria. Sin embargo, como consecuencia de la inflación, aumenta el dinero deseado para financiar transacciones sin que varíe el PIB real. En este caso, representado en la Figura 10-7(b), la demanda de dinero aumentaría, desplazando la curva de demanda de dinero hacia la derecha, de DD a $D'D'$, lo que provocaría un alza de las tasas de interés de equilibrio.

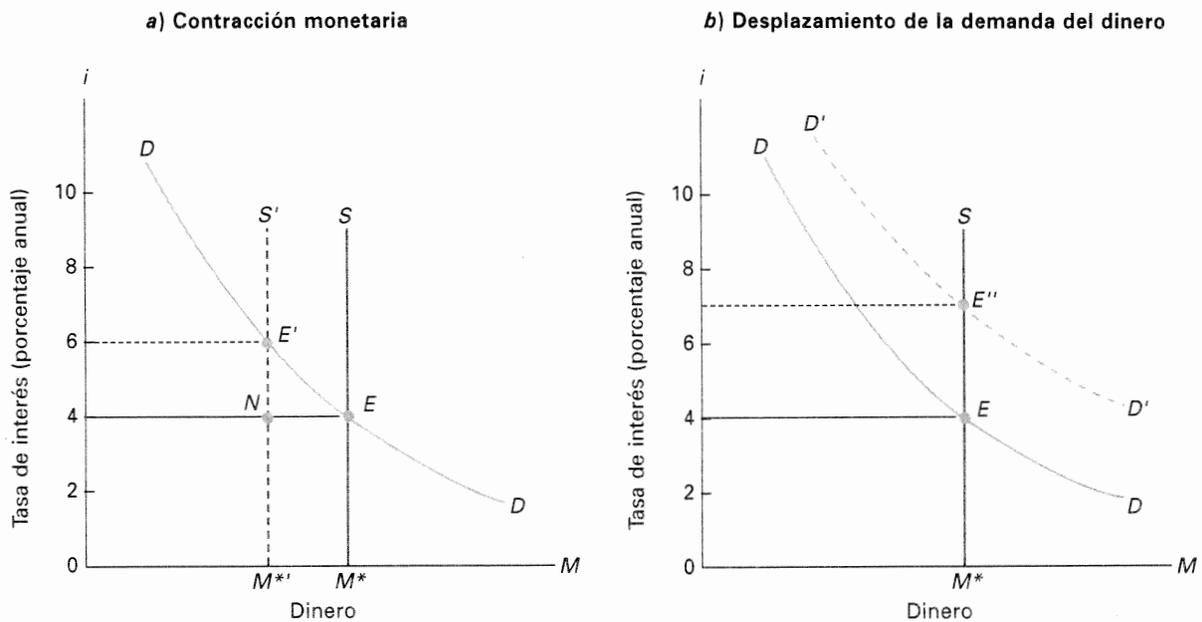


FIGURA 10-7. Los cambios de la política monetaria o de los precios afectan a las tasas de interés

En *a*), el banco central contrae la oferta monetaria en respuesta al temor de que suban los precios. La reducción de la oferta monetaria provoca un exceso de demanda de dinero representado por la brecha *NE*. Como el público intenta conseguir la cantidad de dinero que desea, suben las tasas de interés al nuevo equilibrio situado en *E'*.

En *b*), la demanda de dinero ha aumentado debido a un alza del nivel de precios con un nivel de producción real constante. El aumento de la demanda de dinero provoca un alza de las tasas de interés de mercado que obliga, a su vez, a la cantidad demandada de dinero a retornar a *M**.

Para comprobar que ha comprendido lo anterior, el lector debe averiguar qué ocurriría en los casos siguientes utilizando la Figura 10-6: 1) el banco central cree que el desempleo está aumentando demasiado y desea invertir la tendencia elevando la oferta monetaria. ¿Qué medidas debe tomar para conseguirlo? ¿Cómo afectarán a la curva de oferta monetaria? ¿Cómo reaccionarán los mercados de dinero? 2) Como consecuencia de una rápida expansión económica en el extranjero, aumentan las exportaciones y el PIB real. ¿Qué ocurre con la demanda de dinero? ¿Y con la tasa de interés de mercado? 3) Como consecuencia de la difusión de los cajeros automáticos, la gente observa que necesita tener menos saldos de efectivo como “precaución”. Disminuye la cantidad demandada de dinero a cada nivel de la tasa de interés y del PIB. El banco central no sabe con certeza hasta qué punto esta con-

ducta resulta significativa y, por lo tanto, no altera su objetivo respecto a la oferta monetaria. ¿Qué consecuencias tendrán estos cambios para la oferta y la demanda de dinero? ¿Y para las tasas de interés de mercado?

Resumamos nuestras conclusiones sobre el mercado de dinero:

En el mercado de dinero influyen 1) el deseo del público de tener dinero (representado por la curva de demanda de dinero *DD*) y 2) la política monetaria del banco central (representada por medio de una oferta monetaria fija). Su interdependencia determina la tasa de interés de mercado, *i*. Un endurecimiento de la política monetaria desplaza la curva *SS* hacia la izquierda, elevando las tasas de

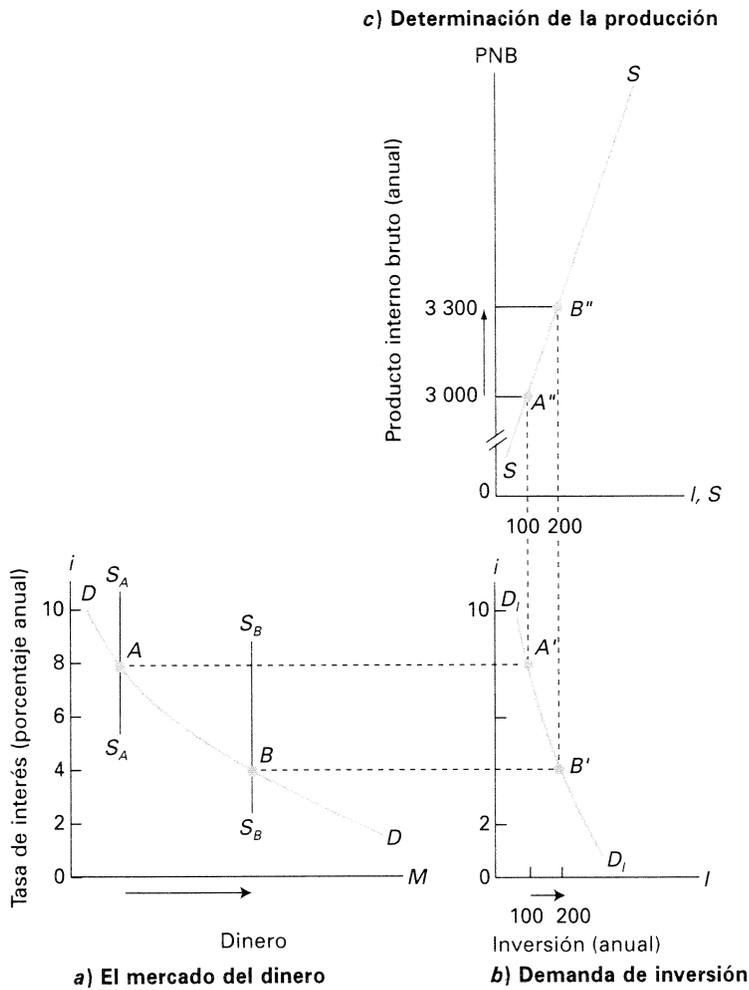


FIGURA 10-8. El banco central determina la oferta monetaria, modificando las tasas de interés y la inversión y afectando, por lo tanto, al PIB

Cuando el banco central eleva la oferta monetaria de S_A a S_B , bajan las tasas de interés al poseer más dinero el público, desplazando en sentido descendente la curva de demanda de dinero de $a)$.

La reducción de las tasas de interés reduce el costo de la inversión y, por lo tanto, anima a las empresas a comprar planta y equipo y a los consumidores a comprar viviendas. La economía se desplaza en sentido descendente a lo largo de la curva de demanda de inversión de A' a B' en $b)$.

En $c)$, el aumento de la inversión, según el modelo del multiplicador, eleva la demanda agregada y el PIB de A'' a B'' .

¿Puede seguir el lector el proceso inverso en el que las ventas de mercado abierto por parte del banco central contraerán M , I y el PIB?

interés de mercado. Un aumento de la producción o del nivel de precios del país desplaza la curva DD hacia la derecha y eleva las tasas de interés. La suavización de la política monetaria o la disminución de la demanda de dinero produce los efectos contrarios.

EL MECANISMO MONETARIO

Todos los días la prensa y la televisión nos informan de los mercados de dinero y de la política monetaria,

analizando la influencia de las cuestiones monetarias en las tasas de interés, en los tipos de cambio, en el déficit comercial y en el déficit presupuestario, en la producción, en el empleo, en la inflación y en casi todas las variables macroeconómicas. Si hemos leído las noticias publicadas últimamente, nos habremos encontrado con las siguientes afirmaciones:

El presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, ha lanzado otro misil monetario. La semana pasada, por cuarta vez en un periodo de tres meses, el banco central subió las tasas de interés a corto plazo en un intento de borrar la inflación de la pantalla del radar. Pero su objetivo, la creciente presión a la que están

sometidos los precios, apenas es una señal luminosa. (*U. S. News and World Report*)

Subiendo un poco las tasas de interés, el Fed tocó un cable trampa que produjo un efecto dominó que abrió una presa que se llevó por delante medio billón de dólares de la riqueza monetaria del mundo. (*Los Angeles Times*)

El presidente de la Reserva Federal, Greenspan, y los demócratas de la comisión senatorial sobre la banca tuvieron hoy un enfrentamiento cuando los senadores acusaron al Fed de obstaculizar el crecimiento económico. (*National Journal Congress Daily*).

En apoyo al mercado cambiario, Banxico permitió un incremento general en el rendimiento primario de los Tesobonos. (*El Financiero*)

Mantuvo Banxico en 2 mil 300 mdnp la convocatoria de Cetes. Réditos elevados para retener inversiones y compensar la inflación. (*El Financiero*)

Detrás de todas estas afirmaciones se encuentran ideas sobre la forma en que actúa el banco central, el modo en que el dinero afecta a la economía y la manera en que los líderes políticos y la población quieren configurar la política monetaria. Examinemos los efectos de un cambio de la situación monetaria utilizando el modelo del multiplicador. A continuación analizaremos el mecanismo de transmisión por medio del modelo de la demanda y la oferta agregadas.

Análisis gráfico de la política monetaria

La Figura 10-8 muestra las consecuencias de una expansión monetaria para la actividad económica. La parte *a*), situada a la izquierda, representa el mercado de dinero, la *b*) situada en la parte inferior derecha, la determinación de la inversión y la *c*), situada en la parte superior derecha, la determinación de la demanda agregada y el PIB mediante el mecanismo del multiplicador. Podemos imaginar el sentido de la causalidad como el movimiento contrario al de las agujas de un reloj: va del mercado de dinero, a través de la inversión, a la determinación de la demanda agregada y del PIB en conjunto.

Si comenzamos por la parte inferior izquierda de la Figura 10-8(*a*), vemos la demanda y la oferta de dinero que acabamos de analizar en las figuras 10-6 y 10-7. Supongamos para este análisis que inicialmente

la curva de oferta monetaria es S_A y la tasa de interés de 8% al año. Si el banco central temiera que se avecina una recesión, podría elevar la oferta monetaria realizando compras en el mercado abierto y desplazando la curva a S_B . En el caso que muestra la Figura 10-8(*a*), las tasas de interés de mercado bajarían entonces a 4%.

La Figura 10-6(*b*) continúa la historia para mostrar que la reducción de las tasas de interés eleva el nivel de gasto en los componentes de la demanda agregada sensibles a los mismos. En el Capítulo 6 vimos que una reducción de las tasas de interés inducía a las empresas a aumentar su gasto en planta, equipo y existencias. Los efectos de la suavización de la política monetaria se observan rápidamente en el mercado de la vivienda, donde la reducción de las tasas de interés entraña una reducción de las cuotas mensuales medias que han de pagarse por los créditos hipotecarios, lo que anima a las economías domésticas a comprar más y mayores viviendas.

Además, aumenta el gasto de consumo, debido tanto a que la reducción de las tasas de interés eleva, por lo general, el valor de la riqueza (ya que los precios de las acciones, los bonos y las viviendas tienden a subir) como a que los consumidores tienden a gastar más en automóviles y otros grandes bienes de consumo duradero cuando las tasas de interés son bajas y el crédito abundante. Por otra parte, como veremos en seguida, la reducción de las tasas de interés tiende a reducir el tipo de cambio de la moneda, elevando así el nivel de exportaciones netas. Vemos, pues, que la reducción de las tasas de interés eleva el gasto en muchas áreas de la economía.

Estas consecuencias son evidentes en la Figura 10-8(*b*), en la cual la reducción de las tasas de interés (provocada por el aumento de la oferta monetaria) provoca un incremento de la inversión de A' a B' . En este caso, debemos entender la "inversión" en el amplio sentido en que la utilizamos hace un momento: comprende no sólo la inversión empresarial sino también los bienes de consumo duradero y las viviendas y la inversión exterior neta en forma de exportaciones netas.

Finalmente, la Figura 10-8(*c*) muestra el efecto de las variaciones de la inversión en el modelo del multiplicador. Este gráfico no es más que la Figura 7-5 invertida. Recuérdese que en el Capítulo 7 vimos que en el modelo del multiplicador más sencillo, se alcanza la producción de equilibrio cuando el ahorro deseado es igual a la inversión deseada. En la Figura 10-8(*c*)

hemos mostrado esta relación trazando la curva de ahorro SS ; esta recta representa el nivel deseado de ahorro (medido en el eje de abscisas) en función del PIB representado en el eje de ordenadas. El PIB de equilibrio se encuentra en el nivel en el que la demanda de inversión del panel b) es igual al ahorro deseado de la curva SS .

El nivel inicial de inversión era 100, representado en A' en el panel b), que generaba un nivel de PIB de 3 000. Después de que la suavización de la política monetaria ha reducido la tasa de interés de 8 a 4%, la inversión aumenta a 200 en el punto B' . Este mayor nivel de inversión eleva el gasto agregado hasta alcanzar el nuevo equilibrio en B'' en el panel c) con un nuevo PIB de equilibrio de 3 300.

¿Qué ha ocurrido? El aumento de la oferta monetaria de S_A a S_B ha bajado la tasa de interés de A a B , lo que ha provocado un aumento de la inversión de A' a B' , lo cual al actuar a través del multiplicador, provoca, a su vez, un aumento del PIB de A'' a B'' .

Ésa es la vía por la que la política monetaria actúa a través de objetivos intermedios como la oferta monetaria y las tasas de interés para alcanzar sus objetivos últimos.



La economía en acción: la inyección monetaria produjo una recuperación durante el mandato de Clinton. El funcionamiento de la política monetaria puede observarse claramente en la recuperación de la recesión de 1990-1991. En la mayoría de las recesiones anteriores, el gobierno dio un impulso a la economía bajando los impuestos e incrementando el gasto. Sin embargo, en 1991 la administración federal ya estaba incurriendo en un déficit presupuestario de 260 mil millones de dólares, lo que llevó a los legisladores a mostrarse reacios a aumentar los números rojos fiscales. De hecho, la primera iniciativa económica importante del presidente Bill Clinton fue recortar el déficit presupuestario aumentando los impuestos y reduciendo el gasto.

Como no se utilizó la política fiscal, la política monetaria se vio obligada a soportar todo el peso de volver a poner en marcha la economía de Estados Unidos. El Fed comenzó bajando las tasas de interés a mediados de 1989, al empezar a frenarse la economía. Al principio, las reducciones fueron pequeñas y tentativas. Hasta diciembre de 1991 no bajó las tasas a corto plazo espectacularmente para impulsar una economía aún renqueante. A lo largo del periodo, es bajó el principal instrumento monetario, la tasa de los

fondos federales, de 9.8% a principios de 1989 a 2.9% en diciembre de 1992.

El estímulo monetario reavivó realmente la economía. Primero, las bajas tasas de interés contribuyeron a reavivar el renqueante sector financiero. Entró dinero de las cuentas del mercado de dinero, que ahora tenían unas bajísimas tasas, en el mercado de valores. Las empresas pudieron sustituir su deuda de elevado costo por deuda de menor costo o por acciones. Los propietarios de viviendas pudieron refinar sus deudas a unas tasas mucho más bajas, poniendo dinero en manos de los consumidores.

Finalmente, las bajas tasas reavivaron los sectores de la economía sensibles a las tasas de interés. Como consecuencia de estas bajas tasas, el dólar se debilitó frente a la mayoría de las monedas, contribuyendo a impulsar las exportaciones. Al encontrarse las tasas de los créditos hipotecarios en su nivel más bajo desde hacía décadas, se reanudó considerablemente la venta de viviendas. Las empresas que tenían acceso a fondos de bajo costo pudieron aumentar su inversión en planta y equipo. A finales de 1993, la economía había reducido significativamente el exceso de capacidad y mostraba de nuevo un sólido crecimiento económico. De hecho, en febrero de 1994 la Reserva Federal consideró que la inflación era de nuevo la principal preocupación y subió las tasas de interés por primera vez en 5 años.

La política monetaria en una economía abierta

El mecanismo de transmisión monetaria de Estados Unidos ha evolucionado en las dos últimas décadas al abrirse más la economía y al modificarse el sistema de tipos de cambio. La relación entre la política monetaria y el comercio exterior siempre ha sido un gran motivo de preocupación para las economías más pequeñas y más abiertas como Canadá y Gran Bretaña. Sin embargo, tras la introducción de los tipos de cambio flexibles en 1973 y ante la presencia de unos mercados financieros cada vez más interrelacionados, el comercio y las finanzas internacionales han comenzado a desempeñar un papel nuevo y fundamental en la política macroeconómica de Estados Unidos.

Pasemos revista brevemente a esta nueva vía utilizando un episodio histórico real. En el periodo 1979-1982, la Reserva Federal decidió frenar el crecimiento del dinero para combatir la inflación. Este proceso elevó las tasas de interés de los activos denominados en dólares estadounidenses. Atraídos por las mayores tasas de interés en dólares, los inversores compraron

títulos en dólares, elevando el tipo de cambio de esa moneda. El elevado tipo de cambio del dólar animó a Estados Unidos a importar y perjudicó a sus exportaciones. Disminuyeron las exportaciones netas, descendiendo la demanda agregada, lo que redujo tanto el PIB real como la inflación.

Vemos, pues, que el comercio exterior abre otro nexo en el mecanismo de transmisión monetaria. Pero el sentido del efecto de la política monetaria es el mismo en el caso del comercio que en el de la inversión interna: el endurecimiento de la política monetaria reduce la producción y los precios. *El efecto en el comercio refuerza el efecto en la economía interna.* Pero las cuestiones de la apertura de la economía plantean más complicaciones a las autoridades económicas.

La primera complicación se debe a que las relaciones cuantitativas entre la política monetaria, el tipo de cambio, el comercio exterior y la producción y los precios son sumamente complejas, especialmente en el caso de la primera relación. Los modelos económicos actuales no pueden predecir con exactitud la influencia de las modificaciones de la política monetaria en los tipos de cambio. Por otra parte, incluso aunque conociéramos la relación entre el dinero y el tipo de cambio, la influencia de los tipos de cambio en las exportaciones netas es compleja y difícil de predecir. Además, los tipos de cambio y los flujos comerciales resultan afectados simultáneamente por la política fiscal y monetaria de otros países, por lo que no siempre podemos distinguir las causas y los efectos de los cambios de los flujos comerciales. En conjunto, en los últimos años ha disminuido la confianza en nuestra capacidad para saber cuál es el mejor momento para adoptar medidas monetarias y cuáles son sus efectos probables.

Las relaciones económicas exteriores añaden otra dimensión a la política económica. Las autoridades económicas deben interesarse por las repercusiones de su política interna en otros países. El alza de las tasas de interés internas altera las tasas de interés, los tipos de cambio y la balanza exterior de otros países y estos cambios pueden no ser bien recibidos. En los países enormemente endeudados, como México y Brasil, el alza de las tasas de interés aumenta la carga de la deuda. En los años 80, éstos se dispararon y causaron graves dificultades económicas a estos países. Para complicar las cosas, estos países deben miles de millones de dólares a los bancos de Estados Unidos, por lo que el incumplimiento podría causar un daño indecible al sistema financiero de Estados Unidos. Por último, el país no sólo se preocupa por su PIB total;

también es importante la composición de la producción. Debido a los cambios de los patrones del comercio exterior, Estados Unidos ha sido testigo de un estancamiento de sus sectores de “bienes comerciables” (industrias manufactureras, minería y agricultura) desde principios de los años 80.

El análisis macroeconómico de la economía abierta es una de las áreas más apasionantes de la economía moderna. Los economistas tienen claramente mucho que aprender sobre la relación entre la política monetaria y los resultados económicos en un mundo cada vez más abierto al comercio exterior y a los flujos financieros.

Política monetaria y apertura económica en México.⁵ La crisis de deuda externa que sufrió México en 1982 fue originada en parte por la vulnerabilidad implícita en sus estrategias de crecimiento de las décadas anteriores. México había evolucionado como una economía altamente protegida, dependiente del sector petrolero para generar recursos externos, con un sector público altamente involucrado en actividades productivas vía empresas paraestatales, y con una significativa deuda externa acumulada en la década anterior.

El periodo 1983-1987 fue de ajuste para la economía mexicana y, a partir de 1987, la política económica sufrió un cambio radical. La estabilidad de precios y el incremento en la eficiencia del sistema productivo fueron los objetivos permanentes de la nueva administración. Después de la crisis de 1982, el país experimentó una salida neta de capitales, pero a partir de 1989 y, con base en las negociaciones adquiridas por concepto de la deuda de México, se logró que el país fuera de nuevo un foco de atracción para la inversión de los capitales extranjeros. Entre 1989 y 1993 el Banco de México tuvo que utilizar su política monetaria para esterilizar los flujos positivos de capital que dieron lugar a un incremento sustancial en las reservas internacionales y por lo tanto en la oferta de dinero y potencialmente en la tasa de inflación. Dentro de los cambios en la política económica de estos años se dio prioridad al proceso de apertura comercial que se veía necesario para lograr una mejora en los niveles de eficiencia y competitividad. Esta apertura logró una diversificación en el rubro de productos exportados.

⁵ Fuentes: *La economía mexicana 1994*, Banco de México, 1995; *Informe anual 1994*, Banco de México, 1995.

Asimismo se implementó un proceso de liberalización financiera, con la que los flujos entre México y el resto del mundo se han intensificado y diversificado. La inversión extranjera en México ha tomado distintas formas, ya no predominó la directa, sino que tomó gran auge la inversión extranjera en cartera (acciones, bonos gubernamentales, etcétera). Distintos esquemas de alianzas estratégicas entre empresas también sugirieron dentro de este proceso de apertura comercial y financiera.

La desregulación del sistema financiero incluyó la liberalización de las tasas de interés, que pasaron a ser determinadas por mecanismos de mercado y no por la autoridad monetaria como ocurría antes, la sustitución del requerimiento de encaje legal por una tasa de liquidez determinada por las instituciones de acuerdo a sus necesidades, y la eliminación de controles selectivos del crédito. La política monetaria se dirigió primordialmente a controlar la inflación, utilizando como herramienta el control del crédito interno vía operaciones de mercado abierto. Asimismo se modificó la Constitución para incorporar la autonomía del Banco de México como una institución independiente del Ejecutivo y a cargo del diseño y control de la política monetaria en sus intentos por lograr la estabilidad de precios y del tipo de cambio. De este modo, la política monetaria se enfrenta a un nuevo papel, dentro de un modelo de apertura comercial y financiera.

Para lograr sus objetivos, el Banco de México ha utilizado, cuando se ha requerido, operaciones de esterilización, necesarias para eliminar cambios no deseados en la liquidez del sistema bancario que pondrían en peligro la estabilidad de precios. El cumplimiento de lo que se propuso para la autoridad monetaria mexicana se muestra evidente al observar que en 1987 la tasa de inflación fue de 159.2%, mientras que en 1992 disminuyó a 11.9% y en 1993 bajó a 10% aproximadamente.

Sin embargo, el año de 1993 fue de estancamiento económico para la economía mexicana, debido a distintos factores internos y externos tal como la recesión mundial. Sin embargo, la política monetaria se mantuvo firme en sus objetivos de disciplina monetaria, tal que el crédito doméstico neto del Banco de México en 1993 se redujo en 19.2 billones de nuevos pesos, como respuesta a un incremento en las reservas internacionales acumuladas de 6 billones de dólares. La acción del Banco de México implicó que la base monetaria (base para la creación de liquidez bancaria) se incrementara en 8.6% solamente. Las tasas de interés

nominales disminuyeron, pero las reales aumentaron debido a la baja tasa de inflación en el año.

Durante 1994 México fue afectado por varios eventos políticos y sociales que causaron incertidumbre a nivel internacional y repercutieron en el flujo de capitales hacia el resto del mundo. Por otro lado, las tasas de interés en Estados Unidos mostraron un repunte a principios del año, mientras que las de México se redujeron en los meses de enero, febrero y marzo. Las reservas internacionales del Banco de México comenzaron a disminuir. Esta disminución implica que el Banco de México está vendiendo divisas y, por lo tanto, la liquidez doméstica se reduce. Sin embargo, la liquidez se repuso mediante una expansión en el crédito interno neto del Banco. Si esta liquidez no se hubiese repuesto, el efecto habría sido una contracción económica acentuada y un alza importante en las tasas de interés. La política monetaria evitó la contracción que se hubiera sumado a la de 1993. Este manejo de la política monetaria muestra el papel de la política monetaria en un contexto de control de la inflación y tipo de cambio fijo.

La política monetaria en el modelo DA-OA

El triple diagrama de la Figura 10-8 muestra que el aumento de la oferta monetaria eleva la demanda agregada. A continuación mostraremos cómo afecta al equilibrio macroeconómico global utilizando las curvas de oferta y demanda agregadas.

El aumento de la demanda agregada provocado por el aumento de la oferta monetaria origina un desplazamiento de la curva DA hacia la derecha, como muestra la Figura 10-9. Este desplazamiento ilustra una expansión monetaria en presencia de recursos desempleados, con una curva OA relativamente plana. En este caso, la expansión monetaria desplaza la demanda agregada de DA a DA' , por lo que el equilibrio global se desplaza de E a E' . Este caso muestra que una expansión monetaria puede elevar la demanda agregada y producir un poderoso efecto en la producción real.

Por lo tanto, la secuencia es la siguiente:

La expansión monetaria reduce las tasas de interés de mercado, lo cual estimula el gasto sensible a las tasas de interés en inversión empresarial, vivienda, exportaciones netas, etc. A través del mecanis-

mo del multiplicador, aumenta la demanda agregada, lo cual eleva la producción y los precios. Por lo tanto, la secuencia básica es la siguiente:

sube $M \rightarrow$ baja $i \rightarrow$ sube $I, C, X \rightarrow$
sube $DA \rightarrow$ sube PIB y P

Pero ¿qué ocurriría si la economía estuviera funcionando casi a pleno rendimiento, como muestra el punto E'' que se encuentra en el tramo muy inclinado de la curva OA de la Figura 10-9? En este caso, los cambios monetarios apenas afectarían a la producción real, sino que en una economía de pleno empleo, el aumento de la cantidad de dinero, al llegar a la misma cantidad de producción, terminaría principalmente elevando los precios.

Para comprender mejor esta secuencia vital, el lector debe estudiar el caso contrario de una contracción monetaria. Supongamos que el banco central decide, como en 1994 en Estados Unidos, contraer las reservas, frenar la economía y reducir la inflación. Represente en la Figura 10-8 esta secuencia invirtiendo el sentido de la política monetaria y viendo, por lo tanto, cómo se interrelacionan el dinero, las tasas de interés, la inversión y la demanda agregada cuando se endurece la política monetaria. Observe a continuación que un desplazamiento hacia la izquierda de la curva DA de la Figura 10-9 reduce tanto la producción como los precios.

Efectos monetarios a largo plazo

Muchos economistas creen que las variaciones de la oferta monetaria a largo plazo elevan principalmente el nivel de precios y apenas afectan a la producción real. Este hecho se comprende analizando la influencia de los cambios monetarios con diferentes curvas OA . Como muestra la Figura 10-9, los cambios monetarios afectan a la demanda agregada y tienden a alterar el PIB real a corto plazo, cuando hay recursos desempleados y la curva OA es relativamente plana.

En nuestro análisis de la oferta agregada en los dos capítulos siguientes, veremos que cuando los precios y los salarios se ajustan a más largo plazo, disminuyen los efectos que producen los desplazamientos de la DA en la producción y tienden a predominar los efectos producidos en los precios. Recuérdese que la curva OA tiende a ser vertical o casi vertical a largo plazo cuando se adaptan todos los elementos rígidos o contractuales de los salarios y los precios a los mayo-

Política monetaria expansiva

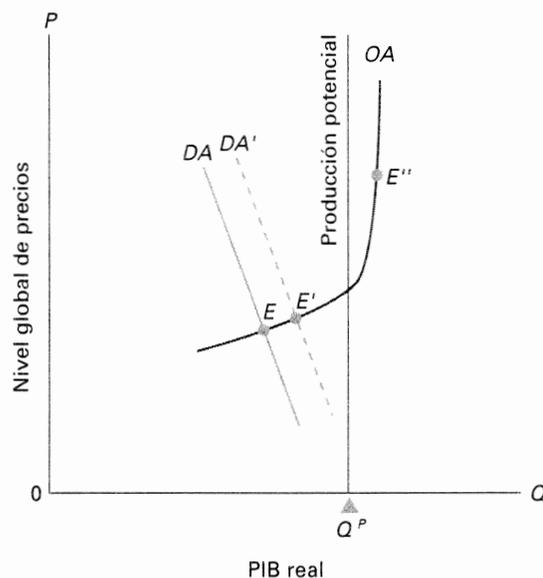


FIGURA 10-9. Una política monetaria expansiva desplaza la curva DA hacia la derecha, elevando la producción y los precios

El análisis anterior y la Figura 10-8 mostraban que un aumento de la oferta monetaria elevaba la inversión y, por lo tanto, provocaba un incremento multiplicado de la demanda agregada. Este hecho da lugar a un desplazamiento de la curva DA hacia la derecha.

En la región keynesiana en que la curva OA es relativamente plana, una expansión monetaria afecta principalmente a la producción real, elevando los precios, pero sólo ligeramente.

En una economía de pleno empleo, la curva OA es relativamente vertical (como muestra el punto E'') y una expansión monetaria eleva principalmente los precios y el PIB nominal sin apenas afectar al PIB real. ¿Comprende el lector por qué a largo plazo es posible que el dinero apenas afecte a la producción real?

res niveles esperados de los precios y los salarios. Eso significa que a largo plazo, al ser más flexibles los precios y los salarios, la variación de la oferta monetaria afecta cada vez más a los precios y cada vez menos a la producción real.

¿Qué idea intuitiva hay tras esta diferencia entre el corto y el largo plazo? Pongamos un ejemplo simplificado para ver la diferencia. Supongamos que partimos, como se refleja en la Figura 10-8, de un PIB nominal

de 3 000 y precios estables; a continuación una expansión monetaria que eleva la oferta monetaria 10% podría aumentar el PIB nominal 10%, por lo que ascendería a 3 300. Los estudios de Robert J. Gordon y otros autores indican que a corto plazo “las variaciones del PIB nominal se han dividido siempre: dos tercios han adoptado la forma de una variación de la producción y el tercio restante la forma de una variación de los precios”. Por consiguiente, en el primer año, la expansión de la oferta monetaria podría aumentar el PIB real alrededor de 7% y subir los precios 3%.

Sin embargo, a medida que pasa el tiempo, los salarios y los precios comienzan a adaptarse más a los mayores niveles de precios y de producción. La inflación de demanda existente tanto en el mercado de trabajo como en el de productos elevaría los salarios y los precios; los salarios se ajustarían para reflejar el aumento del costo de la vida; las cláusulas de indicación elevarían aún más los salarios y los precios. Después del segundo año, los precios subirían 1% o 2% y la producción sólo sería 5% o 6% superior a su nivel inicial. En el tercer año, los precios subirían de nuevo, mientras que la producción disminuiría algo. ¿Cuándo concluiría el proceso? Podría prolongarse durante años y décadas hasta que los precios subieran 10% y la producción retornara a su nivel inicial. Por lo tanto, la política monetaria elevaría los precios y los salarios alrededor de 10% y la producción real no variaría.

Al final, todas las magnitudes nominales aumentan 10%, mientras que las reales no varían. Las magnitudes nominales, como el deflactor del PIB, el IPC, el PIB nominal, los salarios, la oferta monetaria, el efectivo, los depósitos a la vista, el consumo expresado en dólares, las importaciones en dólares, el valor monetario de la riqueza, etc., son 10% mayores. Pero el PIB real, el consumo real, la oferta monetaria real (igual a la oferta monetaria dividida por el nivel de precios), los salarios reales, las exportaciones netas reales, los ingresos reales y el valor real de la riqueza no varían como consecuencia de la política monetaria. Decimos, pues, que el dinero es “neutral” a largo plazo.

Conviene hacer una advertencia: el caso en que las variaciones monetarias provocan cambios proporcionales en todas las magnitudes nominales y no alteran las variables reales es intuitivamente plausible y ha sido confirmado por algunos datos empíricos. Pero no es una ley universal. El largo plazo puede ser un periodo de muchas décadas; los acontecimientos que ocurran entretanto pueden alejar a la economía de la trayectoria del largo plazo y las variaciones de las ta-

sas de interés a lo largo de la senda pueden afectar de una manera irreversible al resultado final.⁶ La neutralidad a largo plazo del dinero no es, pues, más que una tendencia; no una ley universal.

Ahora que nos aproximamos al final de este capítulo, debemos señalar que hemos analizado el papel de la política monetaria sin hacer referencia a la política fiscal. En la realidad, cualesquiera que sean las predilecciones ideológicas de los gobiernos, toda economía avanzada lleva a cabo simultáneamente una política fiscal y una política monetaria. Cada una tiene sus virtudes y sus defectos. En los capítulos siguientes, volveremos a examinar conjuntamente el papel de las dos, tanto en la lucha contra el ciclo económico como en el fomento del crecimiento económico.

De la demanda agregada a la oferta agregada

Con esto damos por concluido nuestro análisis introductorio de los determinantes de la demanda agregada. Recapitulando nuestros resultados, hemos examinado los fundamentos de la demanda agregada y hemos visto que la *DA* es determinada por factores externos o autónomos, como la inversión y las exportaciones netas, así como por las medidas del gobierno, como la política monetaria y la política fiscal. A corto plazo, los cambios de estos factores provocan un aumento del gasto y elevan tanto la producción como los precios.

En el volátil mundo de hoy, las economías están expuestas a perturbaciones tanto internas como externas. Las guerras, las revoluciones, las crisis de la deuda, las perturbaciones del petróleo y los errores de los gobiernos han originado periodos de elevada inflación o de elevado desempleo o las dos cosas en las épocas de estanflación. Dado que no existe ningún mecanismo autocorrector para eliminar las fluctuaciones macroeconómicas, actualmente los gobiernos

⁶ Bastará un ejemplo para mostrar que las variaciones de las tasas de interés pueden alejar a la economía de una trayectoria neutral. Cuando la Reserva Federal contrajo la oferta monetaria y elevó las tasas de interés en 1979, el propósito era encauzar la economía por una senda de baja inflación frenando la actividad económica. La espectacular alza de las tasas de interés con los títulos del Tesoro a corto plazo subiendo de 7% en 1978 a 14% en 1981, provocó una apreciación del dólar, un gran déficit comercial a mediados de los 80 y una crisis de la deuda en los países de ingreso medio. En 1990, Estados Unidos tenía una deuda exterior cercana a 400 mil millones de dólares, que afectará a su economía en un futuro previsible.

tienen la responsabilidad de atenuar las oscilaciones del ciclo económico. Pero ni siquiera los gobiernos más sabios pueden eliminar el desempleo y la inflación dadas todas las perturbaciones a las que está expuesta una economía.

Nuestra siguiente tarea consiste en examinar más detenidamente las cuestiones relacionadas con la oferta agregada. Comenzaremos analizando el proceso del crecimiento económico a largo plazo, lo que nos permitirá comprender mejor los determinantes de la producción potencial y de la oferta agregada. A continuación abordaremos los temas de la inflación y del desem-

pleo que están relacionados entre sí y veremos que la necesidad de mantener estables los precios limita seriamente la libertad de las economías de mercado modernas. Finalmente, volveremos a examinar los acuciantes dilemas que ha de afrontar hoy la política macroeconómica: la política fiscal y la deuda pública, la relación entre la política fiscal y la política monetaria, la necesidad de fomentar el crecimiento económico a largo plazo y las nuevas cuestiones que surgen ya que Estados Unidos es una economía cada vez más abierta y expuesta a los vientos del comercio y las finanzas internacionales.



RESUMEN

A. El banco central y el Sistema de la Reserva Federal

1. El Sistema de la Reserva Federal es un banco central, un banco de banqueros. Su función es controlar la cantidad de reservas bancarias y, por lo tanto, determinar la oferta monetaria del país e influir en las condiciones crediticias y en las tasas de interés.
2. El Sistema de la Reserva Federal (o "Fed", como suele llamársele) fue creado en 1913 para controlar el dinero y el crédito de Estados Unidos y actuar de "prestamista de último recurso". Es dirigido por la Junta de Gobernadores y por el Comité Federal de Mercado Abierto (o FOMC). El Fed actúa como un organismo oficial independiente y goza de un gran poder discrecional para fijar la política monetaria.
3. El Fed tiene tres grandes instrumentos: *a)* las operaciones de mercado abierto, *b)* la tasa de descuento sobre los préstamos bancarios y *c)* los requisitos legales de reservas sobre las instituciones de depósito. Utilizando estos instrumentos, influye en los objetivos intermedios, como el nivel de reservas bancarias, las tasas de interés de mercado y la oferta monetaria. Todas estas operaciones tienen como fin lograr los objetivos últimos de la política monetaria: conseguir la mejor combinación de una baja inflación, un bajo desempleo, un rápido crecimiento del PIB y unos mercados financieros estables. Además, el Fed, junto con otros organismos federales, debe servir de muro de contención del sistema financiero norteamericano e internacional en las épocas de crisis.
4. El instrumento más importante de la política monetaria son las operaciones de mercado abierto del Fed.

Las ventas de títulos del Estado realizadas por el Fed en el mercado abierto reducen su activo y su pasivo y, por lo tanto, las reservas de los bancos. El efecto es una reducción de la base de reservas de los bancos para hacer frente a los depósitos. El público termina teniendo menos M y más bonos del Estado. Las compras de mercado abierto producen el efecto contrario, expandiendo en última instancia M al elevar las reservas de los bancos.

5. Las salidas de reservas internacionales pueden reducir las reservas y la M , a menos que el banco central las contrarreste comprando bonos. El proceso por el que se contrarrestan los flujos internacionales se denomina esterilización. En los últimos años, el Fed ha esterilizado de una forma rutinaria los movimientos internacionales de reservas.

B. La influencia del dinero en la producción y en los precios

6. Si el Fed desea frenar el crecimiento de la producción, la secuencia de cinco pasos es la siguiente:
 - a)* El Fed reduce las reservas bancarias realizando operaciones en el mercado abierto.
 - b)* Cada reducción de las reservas bancarias en un dólar origina una contracción múltiple del dinero bancario y de la oferta monetaria.
 - c)* En el mercado de dinero, una reducción de la oferta monetaria produce un desplazamiento a lo largo de una curva de demanda de dinero inalterada, ele-

vando las tasas de interés, restringiendo el volumen de créditos y sus condiciones y provocando una contracción monetaria.

- d) La contracción monetaria reduce la inversión y otros componentes del gasto sensibles a las tasas de interés, como los bienes de consumo duradero o las exportaciones netas.
- e) La disminución de la inversión y de otros gastos reduce la demanda agregada a través del conocido mecanismo del multiplicador. La disminución de la demanda agregada reduce la producción y el nivel de precios, o sea, la inflación.

La secuencia puede resumirse de la forma siguiente:

$$\begin{aligned} & \text{baja } R \rightarrow \text{baja } M \rightarrow \text{sube } i \rightarrow \text{baja } I, C, \\ & X \rightarrow \text{baja } DA \rightarrow \text{baja PIB real y } P \end{aligned}$$

- 7. Aunque el mecanismo monetario suele explicarse afirmando que el dinero afecta a la "inversión", en realidad es un proceso extraordinariamente rico y complejo en que las variaciones de las tasas de interés y los precios de los activos influyen en una amplia variedad de elementos del gasto. Estos sectores son la vivienda, afectada por las variaciones de las tasas de interés de los créditos hipotecarios y de los precios de la vivienda; la inversión empresarial, afectada por las variaciones de las tasas de interés y los precios de las acciones; el gasto en bienes de consumo duradero, influido por las tasas de interés y las facilidades crediticias; el gasto de capital local, afectado por las tasas de interés, y las

exportaciones netas, determinadas por la influencia de las tasas de interés en los tipos de cambio.

- 8. Uno de los principales retos que tiene ante sí la política monetaria es la creciente globalización del comercio y de las finanzas. En un régimen de tipos de cambio flexibles, la alteración de la política monetaria puede afectar al tipo de cambio y a las exportaciones netas, introduciendo una complicación más en el mecanismo monetario. Este factor provocó a principios de los años 80 un importante desplazamiento de la composición del PIB de la producción de bienes comerciables a la producción de bienes no comerciables. El hecho de que las economías sean abiertas complica la tarea de los bancos centrales tanto porque las relaciones entre el dinero y las exportaciones netas son imprecisas como por las preocupaciones políticas y económicas adicionales que suscita la influencia de la política interior en las economías extranjeras, en la composición del PIB y en la deuda del Tercer Mundo.
- 9. La política monetaria puede producir efectos diferentes a corto plazo y a largo plazo. A corto plazo, en que la curva *OA* es relativamente plana, la variación de *DA* afecta en su mayor parte a la producción y sólo en una pequeña medida a los precios. A más largo plazo, conforme la curva *OA* va volviéndose casi vertical, los cambios monetarios alteran sobre todo el nivel de precios y mucho menos la producción. En el caso extremo en el que las variaciones de la oferta monetaria sólo afectan a las variables nominales y no influyen en las reales, decimos que el dinero es neutral. La mayoría de los cambios monetarios del mundo real han producido efectos económicos reales.

REPASO DE CONCEPTOS

Banco central

reservas bancarias
 balance del banco central
 compras y ventas en el mercado abierto
 tasa de descuento, préstamos del Fed
 requisitos legales de reservas o coeficientes de caja
 FOMC, Junta de Gobernadores
 instrumentos de la política, objetivos intermedios, objetivos últimos

El mecanismo de transmisión monetaria

demanda y oferta de dinero
 mecanismo de transmisión monetaria de cinco pasos:
 variación de las reservas de las reservas al dinero del dinero a las tasas de interés de las tasas de interés a la inversión de la inversión al PIB

componentes del gasto sensibles a las tasas de interés
 la política monetaria en el modelo *OA-DA*
 baja *R* → baja *M* → sube *i* → baja *I* → baja *DA* → baja el PNB y *P*
 la política monetaria a corto plazo y a largo plazo
 "neutralidad" del dinero

TEMAS DE DISCUSIÓN

1. Enumere los instrumentos del Fed. Explique cómo altera cada uno de ellos las reservas de los bancos y la oferta monetaria. ¿Qué poder tiene cada uno para controlar: *a)* las reservas, *b)* M_1 , *c)* las tasas de interés, *d)* la producción, *e)* los precios?
2. Suponga que usted es el presidente de la Junta de Gobernadores del Fed en un momento en que la economía está deprimida y se le pide que comparezca ante una comisión del Congreso. Conteste a la pregunta de un senador sobre el modo en que actuarían sus medidas expansivas.
3. Considere el balance del Fed presentado en el Cuadro 10-2 y construya un balance hipotético correspondiente para los bancos (como el del Cuadro 9-4 del capítulo anterior) suponiendo que los requisitos de reservas son de 10% en el caso de las cuentas corrientes y de cero en el de todo lo demás.
 - a)* Construya un nuevo conjunto de balances, suponiendo que el Fed vende mil millones de dólares en títulos del Estado mediante operaciones de mercado abierto.
 - b)* Construya un nuevo conjunto de balances si el Fed eleva los requisitos de reservas a 20%.
 - c)* Suponga que los bancos piden un préstamo de mil millones de dólares de reservas al Fed. ¿En qué modificará esta solicitud los balances?
4. Estudie las citas de la prensa que aparecen al inicio de la sección titulada "El mecanismo monetario" en este capítulo. Explique por medio de las teorías expuestas en los últimos capítulos el razonamiento en que se basa cada una de esas afirmaciones.
5. Analice la siguiente afirmación de la Reserva Federal: "El Sistema de la Reserva Federal puede proporcionar a los bancos las reservas suficientes para que suministren dinero a bajas tasas de interés al comercio, a la industria y a la agricultura, pero no puede hacer que el público pida préstamos ni que gaste los depósitos resultantes de los préstamos e inversiones realizados por los bancos."
6. Explique mediante la Figura 10-8 de qué manera el endurecimiento de la política monetaria redujo el PIB después de 1979. Explique también verbalmente cada uno de los pasos seguidos.
7. Utilizando una gráfica como la de la Figura 10-6, dé respuesta a los tres ejemplos del párrafo anterior al resumen de la sección "El mercado de dinero".
8. Tras la reunificación de Alemania, los pagos efectuados para reconstruir el Este provocaron una gran expansión de la demanda agregada alemana. El banco central alemán respondió frenando el crecimiento del dinero y subiendo extraordinariamente las tasas de interés reales alemanas. Explique por qué es de esperar que este endurecimiento de la política monetaria alemana provoque una depreciación del dólar. Explique por qué la depreciación estimularía la actividad económica en Estados Unidos y por qué los países europeos que hubieran "fijado" su moneda al marco alemán se encontrarían sumidos en una profunda recesión al subir las tasas de interés alemanas y arrastrarían también con ellos a otras tasas europeas.