



¿Qué es la política monetaria?

Koshy Mathai

LA POLÍTICA monetaria ha adoptado muchas formas distintas, pero básicamente consiste en ajustar la oferta de dinero en la economía para conjugar la estabilización de la inflación y del producto.

La mayoría de los economistas coincidirían en que a *largo plazo* el producto es fijo, de modo que cualquier modificación de la oferta monetaria solo hace variar los precios. Pero a *corto plazo*, como los precios y salarios no se ajustan de inmediato, tal modificación puede afectar la producción real de bienes y servicios. Por eso la política monetaria —ejercida por lo general por los bancos centrales, como la Reserva Federal de Estados Unidos o el Banco Central Europeo (BCE)— es un instrumento valioso para lograr los objetivos de inflación y de crecimiento.

En una recesión los consumidores gastan menos; la producción disminuye, lo que obliga a las empresas a reducir plazas e inversiones en nueva capacidad, y la demanda externa de las exportaciones del país puede decaer. En suma, se produce una caída de la *demand agregada* que puede contrarrestarse con medidas *anticíclicas*, para lo cual la política monetaria suele ser el instrumento preferido.

Esa política anticíclica permitiría la expansión deseada del producto (y el empleo), pero el consiguiente aumento de la oferta monetaria también haría aumentar los precios. Al acercarse la economía a su plena capacidad de producción, la mayor demanda ejerce presión sobre el costo de los insumos, incluidos los salarios. Los trabajadores usan entonces sus mayores ingresos para consumir más, lo que empuja los precios y salarios aún más al alza y eleva el nivel general de inflación.

Objetivos gemelos

Las autoridades monetarias deben entonces equilibrar los objetivos de precios y de producto. Incluso los bancos centrales que, como el BCE, solo fijan metas de inflación procuran también estabilizar el producto y mantener la economía cerca del pleno empleo. La Reserva Federal, que tiene un “doble mandato” explícito del Congreso de Estados Unidos, reconoce formalmente el objetivo del empleo y lo coloca en pie de igualdad con el de inflación.

La política fiscal —tributación y gasto— es otra herramienta para gestionar la demanda agregada de bienes y servicios que los gobiernos han usado ampliamente

durante la crisis actual. Pero toda modificación legislativa de impuestos y gastos toma tiempo y, desde el punto de vista político, una vez adoptada es difícil de revocar. Además, como los consumidores pueden responder al estímulo fiscal de manera inadecuada (por ejemplo, si deciden ahorrar una rebaja impositiva en lugar de gastarla), se considera que la primera línea de defensa para estabilizar la economía durante una recesión es la política monetaria, excepto en los países con un tipo de cambio fijo, donde está completamente ligada al objetivo cambiario.

Una política independiente

Aunque la política monetaria es uno de los instrumentos económicos más importantes para el gobierno, la mayoría de los economistas coincide en que debe ser ejercida por un banco central (u organismo similar) independiente del gobierno elegido. Esta idea surge de estudios realizados hace unos 30 años, que ponían de relieve el problema de la *inconsistencia temporal*. A los responsables de la política monetaria les conviene prometer una inflación baja para contener las expectativas inflacionarias de los consumidores y las empresas, pero es posible que circunstancias posteriores los obliguen a expandir la oferta monetaria y dar una “sorpresa inflacionaria”. Al principio el producto crecería, porque la mano de obra se volvería relativamente barata (dado que los salarios varían lentamente), y también se reduciría el valor real, o ajustado por inflación, de la deuda pública. Pero pronto la gente reconocería ese “sesgo inflacionario” y crecerían sus expectativas de nuevas alzas de precios, dificultando el logro de un bajo nivel de inflación.

En opinión de algunos economistas, para superar el problema de la inconsistencia temporal las autoridades deberían comprometerse a seguir una regla que limite la discrecionalidad de los ajustes de la política monetaria. Pero en la práctica, asumir ese compromiso de manera creíble ha sido difícil. Una solución, que evitaría la injerencia política y reforzaría la confianza del público en el compromiso de las autoridades con una inflación baja, consiste en delegar la política monetaria en un banco central *independiente*, como ya se hacía en diversos países. Los datos corroboran que la independencia del banco central efectivamente se corresponde con una inflación más baja y estable.

Aplicación de la política monetaria

Un banco central modifica su política monetaria variando el tamaño de la oferta de dinero, generalmente al intercambiar deuda pública a corto plazo con el sector privado mediante operaciones de mercado abierto. Si la Reserva Federal compra o toma en préstamo letras del Tesoro en poder de los bancos comerciales, agregará efectivo a las cuentas de reservas que los bancos tienen que mantener en esa entidad, ampliando así la oferta monetaria. El efecto contrario se logrará vendiendo o prestando a los bancos títulos del Tesoro.

A lo largo de los años varios países han fijado metas explícitas de expansión monetaria, pero esa estrategia es mucho menos frecuente porque ahora la correlación entre dinero y precios es más difícil de medir. Muchos bancos centrales han adoptado en cambio una meta de inflación, por sí sola o combinada con metas implícitas de crecimiento o empleo.

Al hacer declaraciones públicas acerca de la política monetaria, el banco central suele referirse a las tasas de interés deseadas, y no a una masa monetaria específica. Los bancos centrales tienden a concentrarse en una “*tasa de política monetaria*”, por lo general la tasa a corto plazo, a un día, que los bancos cobran por los fondos que se prestan entre sí. La tasa cae cuando el banco central inyecta dinero en el sistema comprando o tomando en préstamo títulos valores, o sea, cuando *relaja* la política monetaria, y tiende a subir cuando *endurece* la política absorbiendo reservas. La idea es que las variaciones de la tasa de política monetaria se transmitan a las demás tasas de interés pertinentes de la economía.

Mecanismos de transmisión

La modificación de la política monetaria incide mucho en la demanda agregada y, por ende, en el producto y los precios. Los mecanismos de transmisión a la economía real son diversos (Ireland, 2008).

El más conocido es el *canal de la tasa de interés*. Cuando el banco central endurece la política monetaria, el costo del endeudamiento aumenta, los consumidores evitan comprar bienes que normalmente financiarían —como viviendas o automóviles— y las empresas tienden a realizar menos inversiones de capital. Esta reducción de la actividad económica implicaría una menor inflación, porque una caída de la demanda generalmente hace caer los precios.

Pero un alza de las tasas también tiende a disminuir el patrimonio neto de las empresas y de las personas —el *canal del balance*— y por ende su calificación para obtener préstamos a cualquier tasa de interés, lo que a su vez reduce el nivel de gasto y la presión sobre los precios. Además, cuando las tasas suben, los bancos son en general menos rentables y por lo tanto están menos dispuestos a prestar (el *canal del crédito bancario*). Las tasas altas suelen provocar una apreciación de la moneda, porque crece su demanda por parte de inversionistas extranjeros en búsqueda de mayores rendimientos. A través del *canal del tipo de cambio* se reducen las exportaciones, que se vuelven más costosas, y crecen las importaciones, cuyo costo baja. A su vez, el PIB se contrae.

La política monetaria influye también en la inflación por la vía de las expectativas, mediante un efecto de profecía autocumplida. Muchos contratos de salarios y precios se conciertan de antemano, en función de las proyecciones de inflación. Al elevar las tasas de interés y anunciar alzas ulteriores, las autoridades pueden convencer al público de que están resueltas a mantener la inflación bajo control. Los contratos a largo plazo contemplarán entonces aumentos más moderados de salarios y precios, lo que a su vez mantendrá baja la inflación real.

Cuando las tasas no pueden bajar más

En los últimos dos años los bancos centrales del mundo han reducido fuertemente su tasa de política monetaria —llevándola en algunos casos a cero— y han agotado el margen para nuevas reducciones. Pero aun así han encontrado maneras no convencionales de seguir distendiendo la política.

Al comprar grandes cantidades de instrumentos financieros en el mercado —*distensión monetaria cuantitativa*— el banco central aumenta el tamaño de su balance e inyecta nuevos fondos en la economía. Los bancos obtienen más reservas (depósitos en el banco central) y crece la oferta monetaria.

La *distensión del crédito* también puede incrementar el balance del banco central, pero centrándose más en su *composición*, es decir, en el tipo de activos adquiridos. Cuando la crisis actual paralizó muchos mercados crediticios, obstaculizando el canal de la tasa de interés, los bancos centrales respondieron con medidas dirigidas específicamente a esos mercados. La Reserva Federal creó una línea especial para adquirir papeles comerciales (deuda empresarial a muy corto plazo) a fin de garantizar el acceso de las empresas a capital de trabajo, y compró títulos con garantía hipotecaria para sostener el financiamiento de la vivienda.

Algunos sostienen que la distensión del crédito aproxima demasiado la política monetaria a una política industrial, porque el banco central garantiza un flujo de financiamiento para determinados segmentos del mercado. Pero la distensión monetaria cuantitativa no es menos controvertida: supone comprar un activo más “neutral”, como la deuda pública, pero lleva al banco central a financiar el déficit fiscal, lo que podría poner en duda su independencia.

Ahora que la economía mundial parece estar recuperándose, la principal preocupación es trazar una estrategia de salida que permita a los bancos centrales replegar sus intervenciones extraordinarias y endurecer la política monetaria para evitar que la inflación se convierta en un problema.

Koshy Mathai es el Representante Residente del FMI en Sri Lanka.

Referencia:

Ireland, Peter N., 2008, “*Monetary Transmission Mechanism*”, en *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Steven N. Durlauf y Lawrence E. Blume, compiladores (Houndmills, Basingstoke, Reino Unido: Palgrave MacMillan, segunda edición).