

# La Política Monetaria II: Efectos

Lorenzo Dávila, *Profesor del IEB*



**Después de haber visto en el capítulo anterior aquellas herramientas con las que los bancos centrales articulan su política monetaria, en éste vemos los efectos que éstas producen sobre la oferta monetaria y los efectos que una variación de esta oferta monetaria a su vez produce sobre variables económicas como el nivel de precios, de empleo o los tipos de cambio y la competitividad de una economía.**

**E**n el artículo anterior vimos los instrumentos a través de los cuales los bancos centrales intervienen en los mercados financieros con mecanismos de inyección o drenaje de dinero en el sistema, así como con el establecimiento del tipo de interés oficial de referencia del dinero que representa un límite de rentabilidad en las subastas que articulan dichas transacciones de dinero.

Si nos centramos, en primer lugar, en la fijación del tipo de interés, para lo que ya vimos que, en el caso del Banco Central Europeo, se reunían la primera semana de cada mes, aunque con carácter extraordinario podrían modificarlo en cualquier momento, tenemos que destacar en un primer análisis tres importantes efectos, casi inmediatos, que produce dicha decisión: en primer lugar, en una situación estable, permite controlar la base monetaria del sistema, dado que una subida del tipo oficial de referencia implica un encarecimiento del endeudamiento de las entidades financieras lo que supone una disuasión al mismo, efecto que estos bancos trasladarían a sus clientes incrementando el coste del crédito en el sistema, lo que sería el segundo efecto.

Recordemos que por base monetaria o liquidez de base del sistema, a partir de la cual las entidades financieras generan dinero a través del crédito, representa, desde el punto de vista del balance del Banco Central, los pasivos monetarios, esto es la suma de monedas y billetes en circulación, tanto en manos del público como del sistema crediticio, y de los activos de caja del sistema bancario, lo que representa los depósitos del sistema bancario en el Banco Central. Esta base monetaria es uno de los elementos, junto al multiplicador del dinero, que establecen la oferta monetaria, o cantidad de dinero del sistema.

Este control de la base monetaria también se puede realizar a través de las operaciones de inyección y dre-

naje de liquidez en el sistema bancario, que serían los otros parámetros de decisión con los que cuentan los Bancos Centrales.

Respecto al multiplicador del dinero va a depender de la proporción que se establezca entre el efectivo en manos del público y los depósitos que estos mantengan por un lado, y del coeficiente de reservas, del que hablamos en el capítulo anterior, por otro; de tal forma que un incremento de los depósitos, y por tanto un decremento de la proporción entre efectivo en manos del público y depósitos, incrementará el multiplicador del dinero, al tiempo que una reducción del coeficiente de reservas incrementará a su vez dicho multiplicador.

La cantidad de dinero, u oferta monetaria del sistema vendrá dada por la multiplicación de la base monetaria y el multiplicador, donde tanto la base monetaria como el coeficiente de reservas son elementos de control por parte del Banco Central.

Como tercer efecto inmediato es la lectura que hacen los mercados sobre la decisión del Banco Central, lo que marca la tendencia de los tipos de interés en el corto plazo condicionando la valoración de muchos activos del sistema financiero.

En esta dirección, los primeros activos afectados van a ser los activos de renta fija, esto es los bonos y obligaciones, tanto de deuda pública como de emisores institucionales privados. La relación que se establece entre el valor de dichos activos y los tipos de interés es siempre inversa, esto es, una subida de los tipos de interés implica una caída en el valor de dichos activos en función de la duración de los mismos, de forma que a mayor duración mayor será el efecto que se produzca sobre el valor de los activos.

La duración de Mcaulay es un concepto que viene medido por la media de los plazos de

**>> "Si los tipos de interés descenden en una determinada zona económica, el precio de los activos de deuda pública se incrementará"**



tiempo de cada uno de los flujos monetarios que tenga el activo, ponderada por la proporción que representa el valor presente de ese flujo respecto al valor presente de todos los flujos del activo, y viene a significar desde el punto de vista teórico el plazo de tiempo al que se recupera la inversión en el activo.

Uno de los principales impactos que produce esta variación del precio de los activos de renta fija es el efecto que en el corto plazo produce sobre las divisas, de tal forma que si los tipos de interés descienden en una determinada zona económica, el precio de los activos de deuda pública se incrementará, recordemos la relación inversa entre los tipos de interés y el valor del activo, lo que disminuirá su rentabilidad y con ello, en una situación estable del mercado, hará menos atractivo dicho activo por lo que flujos de inversión internacionales huirán de dicho activo para posicionarse en otro activo de deuda pública de otra zona económica donde los tipos de interés no se hayan movido, lo que supone un incremento en términos relativos. Este movimiento de flujos económicos provocará una menor demanda de divisas de la zona económica que ha disminuido sus tipos de interés y una mayor demanda de divisas de la zona económica que ha visto incrementado en términos relativos sus tipos de interés, lo que provocará una depreciación de la moneda de la primera zona en su cambio respecto a la segunda.

Esa depreciación provoca una variación de los precios relativos entre ambas zonas a favor, desde el punto de vista de la competitividad de la primera de las zonas, donde al depreciarse su moneda, consigue que sus productos sean más baratos que los de la segunda zona en los mercados internacionales y por tanto incrementa sus exportaciones, al tiempo que decrecerán sus importaciones provenientes de la segunda zona debido al encarecimiento que estos han sufrido en el mercado interior de la primera zona. Como resultado de este efecto mejorará el saldo del aporte del sector exterior en su contribución al PIB y se producirá una expansión de la demanda agregada de la economía.

Esta expansión de la demanda agregada se produce por una doble vía: en primer lugar, por el lado del comercio exterior tal y como hemos visto, y en segundo lugar debido a que el abaratamiento en el crédito que supone la rebaja en los tipos de interés produce una expansión del consumo interior, otro de los elementos que contribuyen al PIB y que por tanto, con su aumento, producen un desplazamiento en forma de incremento de la demanda agregada de la economía.

Dicho desplazamiento provocará, en función de la elasticidad de la oferta agregada, un incremento del



empleo y un incremento en el nivel de precios que compensaría parcialmente la mejora de los precios relativos a corto plazo e introduciría una distorsión a medio y largo plazo cuando el tipo de cambio se estabilizase, lo que podría comprometer seriamente la competitividad de la economía de no haber una mejora tecnológica en el sistema.

El efecto de un decremento de la oferta monetaria, a través de cualquiera de los parámetros que hemos visto, produciría el efecto contrario, de ahí la importancia de la política monetaria para el control del nivel de precios de la economía. No obstante en situaciones de fuerte inestabilidad del sistema o crisis de confianza podría dejar sin efecto, o disminuido su impacto, a las medidas de política monetaria. ■

### CLAVES:

➤ La política monetaria, a través del control de la oferta monetaria, que se articula mediante la base monetaria y el coeficiente de reservas, establece dinámicas en los mercados que afectan a variables tan relevantes como la inflación, el nivel de empleo, el tipo de cambio y la competitividad de la economía.