

## 4

# La regulación de la demanda agregada con la política monetaria

Roberto Frenkel

Los países desarrollados y muchos países en desarrollo utilizan la tasa de interés para regular el flujo agregado de compras de bienes y servicios decidido por su población. En esto consiste esencialmente la política monetaria en la actualidad. Se procura influir en las variaciones de la demanda agregada a través de aumentos o reducciones en las tasas de interés. Mayores tasas de interés tenderán a deprimir la demanda y tasas de interés más bajas tenderán a incrementarla.

Las variaciones en la demanda agregada perseguidas por la política monetaria tienen siempre dos efectos simultáneos: sobre la tasa de inflación y sobre el nivel de actividad y empleo. En algunos países – como Estados Unidos – se aspira a evitar que la demanda sea excesiva o insuficiente y la política monetaria se ejercita explícitamente con dos objetivos: para prevenir aumentos del desempleo y para impedir la aceleración de la inflación. Otros países han sesgado la orientación de la política monetaria y sus bancos centrales tienen un exclusivo propósito antiinflacionario. Pero en ningún caso esta preferencia ignora que el freno en la demanda también afecta la actividad y el empleo.

Hay una miríada de tasas de interés, correspondientes a un gran número de contratos financieros que representan activos de unos y deudas de otros. Obviamente, las autoridades no pueden determinar cada una de esas tasas. Pero los bancos centrales tienen la capacidad de fijar al menos una tasa de interés de corto plazo, que le sirve como pivote para influir al alza o a la baja al resto de las tasas. Los bancos centrales de distintos países manejan distintas tasas de interés y lo hacen mediante diferentes modalidades. Las variaciones de esa tasa instrumental repercuten en el resto de las tasas indirectamente, a través de los mercados financieros. Esta repercusión no puede anticiparse con precisión, porque las otras tasas no dependen exclusivamente de la que manipula el banco central y los otros factores determinantes no son bien conocidos y son cambiantes. Por ejemplo, a principios de 2007 las tasas de interés de largo plazo – entre diez y treinta años – en Estados Unidos eran anormalmente bajas con respecto a la tasa que maneja la Reserva Federal. Los aumentos en la tasa que determinó la Reserva no tuvieron prácticamente repercusión en las tasas de largo plazo. Como se ve, aún en su aspecto más elemental – la capacidad del banco central para influir sobre el conjunto de tasas de interés – la regulación de la demanda enfrenta incertidumbres



y dificultades. Así son las cosas, la política monetaria está lejos de ser una ciencia exacta.

Las variaciones de las tasas de interés inciden sobre la demanda agregada a través de varios canales de transmisión. Uno es el de ahorro: tasas más altas pueden inducir a algunos consumidores a gastar menos y ahorrar más, y a la inversa. Otro canal es el de crédito: mayor tasa de interés puede inducir menor inversión o menor consumo a crédito, y a la inversa. La transmisión puede ser más compleja: por ejemplo, menores tasas de interés de los créditos hipotecarios inducen el aumento de la demanda de viviendas y de sus precios – como ocurrió recientemente en Estados Unidos. Entonces, los dueños de viviendas que se han hecho más valiosas pueden aumentar su consumo a crédito, porque cuentan con mejor garantía.

En realidad, los bancos centrales no saben exactamente cuáles son los canales de transmisión ni la magnitud de cada uno de los efectos. Se manejan con estimaciones agregadas, que a veces resultan poco precisas porque los canales son cambiantes. Estos son diferentes en distintos países, así como también es específica la magnitud agregada de los efectos sobre la demanda. Los efectos sobre la demanda son más importantes cuanto mayor es la proporción de consumidores e inversores involucrados en contratos financieros – en forma efectiva o potencial - de modo que las tasas de interés tengan algún peso en sus decisiones. Hay más y más potentes canales de transmisión cuanto mayor intermediación financiera exista en la economía. Al contrario, en una economía con poco ahorro financiero y poco crédito, los canales de transmisión son escasos y débiles.

Además de afectar el flujo de demanda de bienes y servicios, las variaciones de las tasas de interés inciden en la demanda y precios de otros activos, como tierras, acciones y moneda extranjera. En países donde el tipo de cambio flota sin intervención del banco central y los canales de transmisión financieros son débiles, el efecto más importante de la política monetaria se manifiesta en el tipo de cambio. Este efecto también es incierto y particularmente cambiante, porque depende de las expectativas del tipo de cambio futuro. A su vez, las variaciones en el precio del dólar tienen incidencia en la tasa de inflación y en el nivel de actividad y empleo.

Nuestro país es un ejemplo nítido de pocos y débiles canales de transmisión. La crisis reciente es una de las razones. Los mercados financieros son muy incompletos y hay relativamente poca intermediación. Una gran proporción de



decisiones de gastos de inversión y consumo no está afectada por las tasas de interés que maneja el banco central. Consecuentemente, la política monetaria no puede regular más o menos finamente la demanda. Además, el canal cambiario es singularmente importante.

Por lo dicho, a la política macroeconómica de nuestro país le falta una pata. En materia de política monetaria no se le pueden pedir peras al olmo. Esto descarga mayor responsabilidad en la política fiscal como instrumento para regular la demanda. Es importante al respecto que el banco central tenga esta cuestión en claro. No debe intentar hacer lo que no se puede. Pero esto no significa que sea irrelevante. Tiene un papel fundamental en los mercados financieros y cambiario. Debe mantener los precios correctos y evitar shocks. No es una tarea menor. La estabilidad del tipo de cambio real competitivo y el buen manejo de la liquidez y las tasas de interés son imprescindibles para el desarrollo de la economía y para el consecuente crecimiento del sistema financiero. La tarea del banco central a mayor plazo es contribuir al fortalecimiento y diversificación del mercado financiero. Entre otras cosas, para que en el futuro podamos contar con una política monetaria más capacitada para regular la demanda.