

# Sobre los mecanismos de transmisión de la política monetaria y su efecto sobre la demanda agregada

Ángel Vilariño

Junio 2004

- Un mecanismo importante es la creación de opinión entre los agentes económicos mediante las diferentes vías de comunicación que crea el Banco Central (BC). Desde las declaraciones públicas de sus máximos responsables hasta los artículos de prensa y afirmaciones monetaristas de otros creadores de opinión, pasando por las publicaciones especializadas de los servicios de estudios.
- Los tipos de interés interbancarios (el tres meses y el año) sirven de referencia para operaciones de crédito al consumo, préstamos hipotecarios y financiación de empresas a corto plazo. Subidas de tipos nominales tienen efecto sobre los créditos concedidos, aumentando los pagos de intereses y con efecto sobre el consumo. En el caso de las empresas puede afectar al crecimiento para evitar mayor financiación y afecta a los resultados.
- La correlación entre los tipos de intervención del BC y el tramo corto de la curva interbancaria (hasta el tres meses) es bastante directa. La relación con el largo plazo de la curva (un año) es más ambigua y con elasticidad menor.
- Otra pieza del mecanismo de transmisión es la relación entre los tipos de interés de intervención<sup>1</sup> del BC y los tipos de interés de la deuda pública. Relación compleja dado que existen distintas mediaciones a través de las cuales se establece la conexión. Influyen cuestiones como el “sentimiento” de los inversores sobre el “tono” de la política monetaria (ahí juega un papel importante la comunicación del BC), la situación y perspectivas de las cuentas públicas, lo que conduce a las expectativas sobre el crecimiento futuro, y la presencia de inversores extranjeros en los mercado de deuda.
- La pasarela entre los tipos de interés de corto plazo (3 y 6 meses) y los tipos de interés a largo plazo (10, 20 y 30 años) se establece a través de los contratos swap (IRS). Para la equivalencia entre el tipo de interés fijo y el tipo de interés variable se utiliza una curva contado (de la que se extraen los tipos de interés forward) que se construye con la curva de tipos de interés monetarios (es el tramo corto de la curva

---

<sup>1</sup> Tipos de las operaciones de mercado abierto

contado) y con la curva de tipos de interés de la deuda (es el tramo largo de la curva contado). Para la financiación de las grandes empresas en los mercados de capitales es importante el tipo fijo swap al plazo de la emisión, así como para las operaciones de cobertura de riesgo de interés. Ese tipo swap es una resultante de tipos de corto con influencia del BC y de tipos de la deuda pública, con influencia más indirecta y con la presencia de factores autónomos.

- Los tipos de interés a las empresas y consumidores se componen del tipo de interés libre de riesgo  $i_{LR}$  y la prima de riesgo  $\lambda$ . Parece (diversos estudios y el análisis directo de los datos) que la prima de riesgo es función creciente del nivel del tipo de interés libre de riesgo  $i_{LR}$ , del plazo  $T$  y función decreciente del ciclo económico,  $\hat{y} = \Delta Y / Y$

$$\lambda = f(i_{LR}, T, \hat{y}) \quad \frac{\partial \lambda}{\partial i_{LR}} > 0 \quad \frac{\partial \lambda}{\partial T} > 0 \quad \frac{\partial \lambda}{\partial \hat{y}} < 0$$

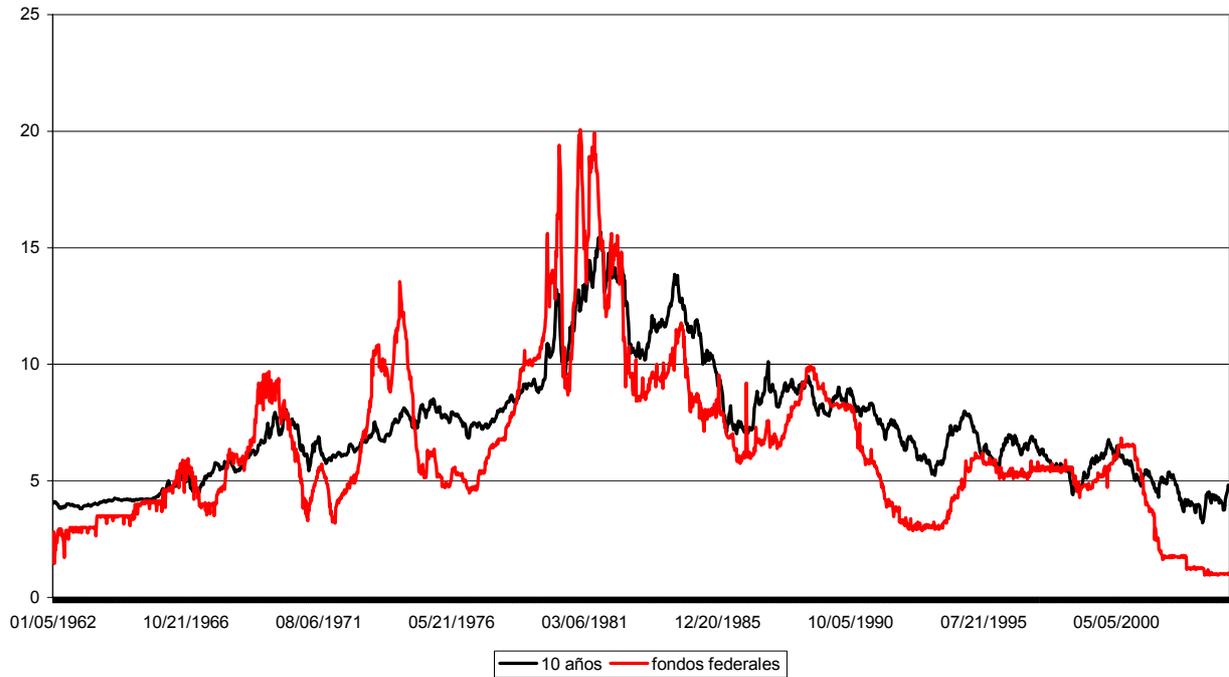
El aumento de los tipos de interés de intervención puede inducir el aumento de la prima de riesgo y esto implica: a) Mayores costes financieros para los prestatarios en las operaciones nuevas de financiación o en las operaciones de renovación de líneas de financiación; b) Mayores dificultades para encontrar financiación por endurecimiento de las condiciones de información y/o por la exigencia de garantías adicionales; c) Mayor riesgo percibido y estimado por las entidades de financiación lo que las obliga a mayores requerimientos de capital (no es un proceso automático) y posible freno en la concesión d) En el caso de instrumentos de deuda negociados en mercados secundarios el aumento combinado de los tipos de interés y de las primas de riesgo hace caer los precios generando un efecto riqueza negativo.

- El canal del crédito puede obstruirse por la resistencia de los bancos a reducir el volumen de financiación, a pesar del aumento de las primas de riesgo, presionados por la necesidad de crecimiento. Pueden entrar en acelerados procesos de selección adversa con fuerte aumento de los impagos. Se puede generar un ciclo de crecimiento con créditos dañados que se intentan diluir con fuertes entradas de créditos. El proceso colapsa en una grave crisis bancaria.
- La subida de los tipos de interés de intervención, su posible propagación a los tipos largos de la deuda y segura propagación a los tipos swap, influye en los precios de los activos que se determinan mediante descuentos de flujos, especialmente en los bonos, las acciones y los activos inmobiliarios. Se genera un efecto riqueza.

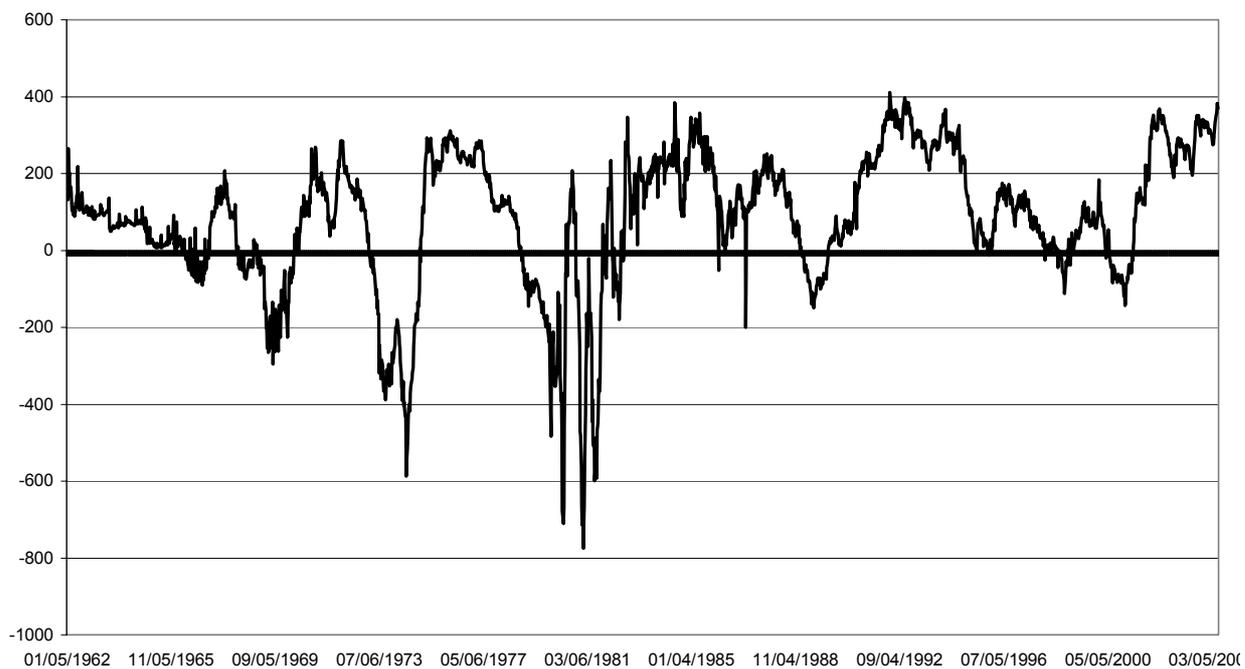
- Sobre los precios de las acciones cotizadas en mercados secundarios, además de lo anterior, influye la estimación a la baja de los flujos por la mayor carga de gastos financieros y por la estimación que los efectos de la demanda agregada tiene sobre la actividad de las empresas.
- Los movimientos al alza de los tipos de interés monetarios aumenta la rentabilidad de los fondos de inversión monetarios y genera efecto riqueza positivo aunque generalmente con un impacto muy moderado. También reaccionan al alza las rentabilidades de las cuentas de ahorro y plazo de los depósitos en entidades financieras.
- Los efectos sobre el tipo de cambio y los movimientos de capitales son ambiguos. La interpretación más frecuente es que si aumenta el diferencial de intereses con los tipos de interés extranjeros la divisa tenderá a apreciarse con efecto negativo sobre las exportaciones y por lo tanto sobre la demanda agregada. Existen factores como las condiciones macroeconómicas generales y la percepción de la solvencia de la economía del país que pueden conducir a resultados diferentes.
- Todos los efectos comentados se pueden leer en clave simétrica respecto a una reducción de los tipos de interés.
- Las actuaciones de política monetaria se suponen en un contexto típico en el el crecimiento y la inflación caminan juntos. La economía creciendo fuerte y con el peligro de tensiones de precios. Una situación de bajo crecimiento y alta inflación deja maniatada a la política monetaria o supone un alto coste en crecimiento futuro.
- Una inflación a la baja, con bajo crecimiento y unos tipos de interés nominales cercanos a cero dibuja un panorama deflacionista. La política monetaria puede ser incapaz de sacar del estancamiento. La experiencia de Japón desde la segunda mitad de los noventa hasta hace bien poco, con un Banco Central entregado al objetivo de crear inflación.
- Las turbulencias financieras como restricción a la política monetaria. En los episodios de la crisis asiática y posteriormente la crisis del Long Term Capital Management parece que la Reserva Federal dejó de lado sus deseos internos, que ya apuntaban al aumento de tipos de interés y a la corrección ordenada de la fuerte revalorización de los activos financieros, por la aplicación del principio de que en momentos de crisis no se puede “echar leña al fuego” y hay que suministrar liquidez al sistema.
- Los factores de la demanda agregada al margen de los tipos de interés. a) Expectativas de los empresarios. Determinantes de la inversión privada. b) Gasto

público. Eficacia de la inversión pública. c) Demanda externa d) Relaciones beneficios- salarios- productividad. e) Política fiscal.

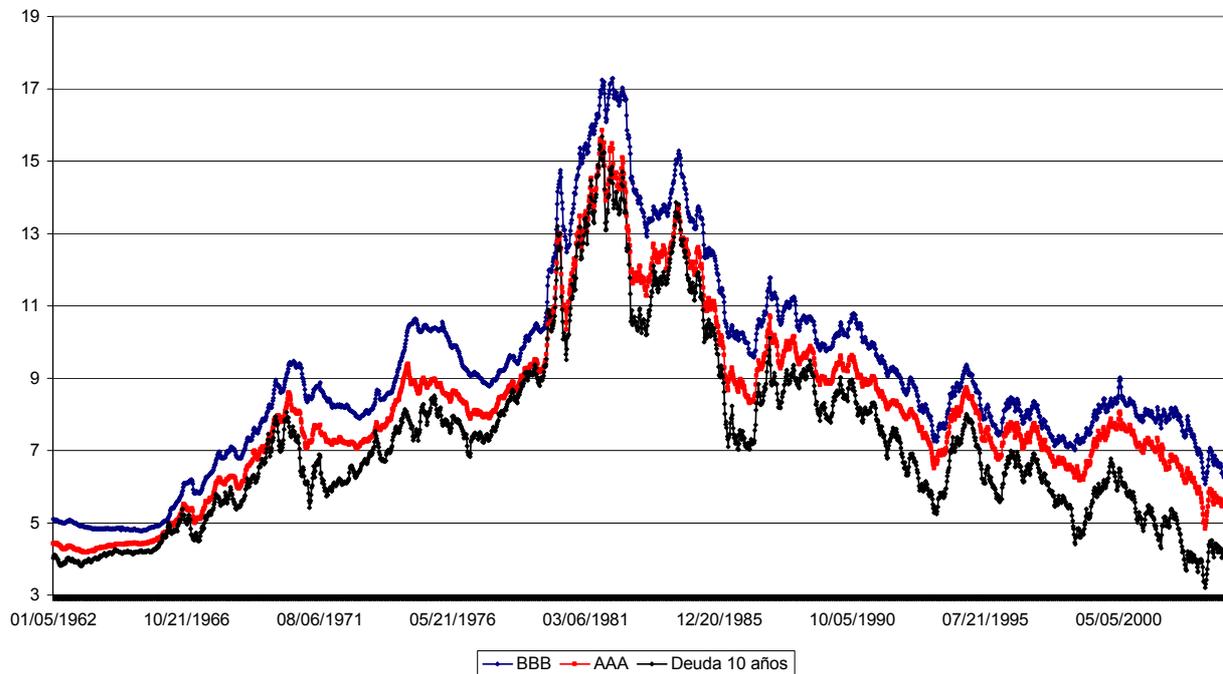
Tipos de interés FED y deuda pública



Tipos deuda - Tipos Fondos federales (puntos básicos)



Tipos de interés Deuda pública, Bonos privados AAA y BBB



Diferencial primas de riesgo bonos privados EEUU AAA y BBB

