

ENSAYOS

Introducción a las operaciones monetarias

Simon Gray y Glenn Hoggarth

59

Publicado en inglés por el Centro de Estudios de Banca Central,
Banco de Inglaterra, Londres EC2R 8AH, septiembre de 1996.

Primera edición, 1997

Derechos exclusivos en español reservados conforme a la ley
© Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 1997
Durango 54, México, D.F. 06700
Prohibida su venta

Impreso y hecho en México
Printed and made in Mexico

RESUMEN

Las operaciones monetarias típicamente persiguen alcanzar la estabilidad monetaria; empero, bajo este concepto genérico, las autoridades monetarias tienen que decidir cuáles son los objetivos específicos a que deben apuntar y qué instrumentos de política deberán utilizar. Para la mayoría de los países, el objetivo final monetario a largo plazo del banco central consiste en una inflación baja y estable. Con propósitos operacionales, sin embargo, el objetivo cotidiano es usualmente lograr un particular nivel de tasas de interés, de reservas en bancos comerciales o de tipo de cambio.

En las economías de mercado se tiene la opinión ampliamente generalizada de que en el largo plazo los instrumentos más eficientes de política monetaria son los que mejor complementan las labores de un sistema de mercado. Esta es la razón de que se prefieran instrumentos indirectos y basados en el mercado más bien que los controles administrativos. Estos últimos pueden resultar por un tiempo, pero tienden a distorsionar los mercados y son vulnerables a la evasión. Este Manual examinará los diversos instrumentos indirectos: (i) requerimientos de reserva, que tienen algunas de las características de los controles administrativos; (ii) operaciones de mercado abierto; y (iii) servicios permanentes. Los dos últimos tipos de instrumentos son transacciones (voluntarias) basadas en el mercado. Las operaciones de mercado abierto se emprenden por iniciativa del banco central, mientras que los servicios permanentes se emplean por iniciativa de los bancos comerciales. El Manual pasa a examinar a continuación la manera en que pueden combinarse los distintos instrumentos en un marco global para efectuar las operaciones financieras.

Se ofrecen bastantes detalles acerca de las prácticas actuales en el Reino Unido (RU) y en otros países, no con carácter prescriptivo, sino para ofrecer un panorama del variado equilibrio de los instrumentos usados en el marco de la política monetaria de los diferentes países. Como las operaciones monetarias están en continua evolución, algunos de los detalles que se describen aquí como práctica usual pueden haberse vuelto obsoletos, aunque los principios generales y los análisis siguen siendo válidos.

1. Introducción

El objetivo principal de la política monetaria para la mayoría de los bancos centrales consiste en mantener el valor interno y externo de la moneda nacional. En la economía interna esto significa mantener la inflación baja y estable. Sin embargo, en un sistema económico liberalizado los bancos centrales no pueden controlar la inflación directamente; más bien tratan de controlarla indirectamente afectando las tasas de interés o la cantidad de dinero y de crédito en la economía. Los instrumentos de política monetaria son armas a disposición del banco central para influir en las condiciones financieras.

Los instrumentos de política monetaria pueden dividirse en dos clases principales:

- (i) controles directos: éstos son controles directos sobre los precios financieros (tasas de interés) o cantidades (depósitos o créditos) de instituciones financieras, y se usan principalmente en sistemas bancarios regulados;
- (ii) instrumentos indirectos: éstos influyen en el comportamiento de las instituciones financieras al afectar inicialmente la propia hoja de balance del banco central o la determinación del precio (tasas de interés) de los servicios del banco central, y se usan sobre todo en los sistemas financieros liberalizados o que se están liberalizando.

2. Controles directos

Los controles directos son típicamente directivas que da el banco central para controlar la cantidad o el precio (tasa de interés) del dinero depositado en los bancos comerciales (y a veces otras instituciones financieras) y el crédito que ellos proporcionan. Los tope máximos en el crecimiento de los préstamos o depósitos bancarios son ejemplos de controles de cantidad. El máximo en préstamos bancarios o en tasas de depósito son ejemplos de controles de tasa de interés.

Las ventajas de los controles directos son:

- que pueden constituir una forma efectiva para el banco central de controlar el precio o la cantidad máxima de depósitos o crédito, particularmente en una crisis temporal;
- que pueden constituir el enfoque más efectivo o practicable en los casos de mercados financieros subdesarrollados o donde las técnicas del banco central para el control monetario indirecto son inadecuadas.

Los controles directos, sin embargo, tienen cierto número de desventajas:

- los controles banco por banco frenan en los mercados financieros la competencia que podría beneficiar tanto a prestatarios como a depositantes. Por ejemplo, la competencia permitiría a los bancos más eficientes la expansión de sus depósitos y créditos mediante la oferta de tasas de depósito más elevadas y tasas de préstamo más bajas;
- los controles de crédito selectivos (controles de crédito en ciertos bancos, pero no en los favorecidos -por ejemplo los bancos que prestan a sectores o regiones específicos-) distorsionan los mercados. Además, el costo que estos controles imponen a la economía no está cuantificado. Si un gobierno desea favorecer ciertos sectores o regiones de la economía, sería mejor que otorgara un subsidio e incorporara este costo explícitamente en su propio presupuesto. Así, el costo financiero del subsidio puede ser medido adecuadamente y el uso de los fondos gubernamentales será más transparente a ojos del público.
- Los controles directos alientan la desintermediación en los mercados (llamados “grises”) o en el exterior. Así, a lo largo del tiempo, los controles directos se vuelven menos efectivos frente a la búsqueda por parte de prestamistas y ahorradores de caminos para soslayarlos. Por ejemplo, en un sistema financiero mundial cada vez más abierto e integrado, las compañías y los hogares podrían tomar préstamos en el exterior, con lo que evitarían los controles internos.

3. Instrumentos indirectos

Una importante razón en favor de la liberalización financiera es que permite desarrollar un sistema que promueve una eficiente asignación de los ahorros y el crédito en la economía. En el área monetaria, la liberalización financiera implica un movimiento de alejamiento de los controles monetarios directos para dirigirse hacia los indirectos. Estos últimos operan mediante el control por el banco central del precio o volumen de la oferta de sus propias obligaciones (dinero de reserva), lo que a su vez puede afectar más ampliamente las tasas de interés y la cantidad de dinero y crédito en el conjunto del sistema bancario.

Elección entre un objetivo monetario y uno de tipo de cambio

En un sistema completamente liberalizado, incluida la plena convertibilidad de las cuentas corriente externa y de capital, el banco central no puede establecer a la vez una política monetaria nacional independiente (ya sea en cuanto a las tasas de interés o la oferta monetaria y el tipo de cambio). Si, por ejemplo, tiene un objetivo independiente para las tasas de interés,

tendrá que aceptar el tipo de cambio determinado por el mercado. Por otra parte, si tiene por objetivo el tipo de cambio, tendrá que aceptar las tasas de interés (y la cantidad de dinero interno) necesarios para mantener el tipo de cambio estable.

Aun en los casos de mercados financieros desarrollados, por las imperfecciones del mercado o los controles administrativos sólo temporalmente podrá el banco central establecer a la vez la política monetaria interna y el tipo de cambio. Puede hacerlo, por ejemplo, por medio de la **intervención**¹ esterilizadora o la introducción de controles para poner una cuna entre el mercado financiero interno y el externo, tales como controles a las compras por extranjeros de activos financieros internos. Tales controles, empero, tenderían a descomponerse y/o a volverse menos efectivos con el **tiempo**.² En consecuencia, a lo largo de cualquier periodo que sea mas largo, el banco central tendrá que escoger entre establecer su propia política monetaria independiente, o tener por objetivo el tipo de cambio y aceptar la política monetaria del país a cuya moneda esta fijado el tipo de cambio.

La elección entre una tasa de interés y el objetivo de cantidad de dinero

En los países que eligen tener su propia política monetaria independiente (y por implicación aceptan un tipo de cambio flotante), el banco central debe entonces escoger ya sea entre establecer la cantidad de dinero de reserva o su tasa de préstamo, pero no puede hacer ambas cosas. En principio, el banco central podría fijar la cantidad de dinero de reserva (MO) y asumir la opinión de que esto tendrá una influencia predecible sobre la oferta de dinero en sentido amplio (**BM**).³

Esto requiere que la relación de dinero en sentido amplio a dinero de reserva (el multiplicador de dinero [m] sea estable, o al menos predecible). El dinero en sentido amplio se define como $BM = C+D$, donde C es la moneda nacional en circulación y D son los depósitos en los bancos comerciales; el dinero de reserva se define por $MO = C+R$, donde R son las obligaciones del banco central en poder de los bancos comerciales (reservas

1 La intervención esterilizadora consiste en que el banco central compensa el impacto monetario de sus operaciones en divisas. Por ejemplo, el banco central puede vender moneda nacional y comprar divisas para evitar una apreciación de la moneda nacional. Podría entonces "esterilizar" el aumento consecuente en la oferta monetaria mediante, por ejemplo, la venta de bonos o el incremento de los requerimientos de reserva (aunque esto tenderá a elevar las tasas de interés y a presionar hacia el alza aún mas el tipo de cambio).

2 Véase Manual No. 2 "The choice of exchange rate regime" cuya versión en español publicó el CEMLA como Ensayo No. 57, con el título "La elección del régimen de tipo de cambio.

3 Si la velocidad del dinero en sentido amplio es predecible, los cambios en la cantidad de dinero en sentido amplio afectarán, a su vez, los precios y el producto real de manera predecible.

requeridas -la proporción de obligaciones de los bancos que deben figurar como reservas del banco central- más las reservas libres o disponibles y el efectivo en bóveda). Entonces,

$$m = \frac{BM}{M0} = \left(\frac{C + D}{C + R} \right) = \left(\frac{(C/D) + 1}{(C/D) + (R/D)} \right)$$

Si la razón reservas de los bancos en el banco central/obligaciones de depósito propias (RID) y la razón de moneda emitida/depósitos propios (CID) son constantes, entonces cualquier incremento en la oferta de reserva monetaria se reflejara en la expansión fija múltiple del dinero en sentido amplio (el multiplicador monetario sera constante). R/D depende del comportamiento de los bancos, mientras que C/D depende del comportamiento de los hogares y las empresas. En la practica estas razones o relaciones, así como la razón ingreso nominal/dinero en sentido amplio (la velocidad del dinero), son a menudo no muy estables ni aun predecibles, particularmente durante los periodos de liberalización financiera o de rápidos cambios en la inflación.⁴ Esto significa que una cantidad especifica de dinero de reserva podría ser consistente con una serie de resultados para la oferta de dinero en sentido amplio, la inflación y el producto real.

Ademas, desde el punto de vista del manejo monetario a corto plazo, la demanda del componente efectivo del dinero de reserva es muy estacional. Las empresas y los hogares tienden a retener abundante efectivo poco antes de los periodos en que van a gastar mucho, como en los fines de semana y días festivos, en tanto que la demanda de efectivo tiende a declinar posteriormente. En consecuencia, las tentativas de controlar la oferta de dinero de reserva sobre una base diaria, semanal o mensual daría por resultado bruscas variaciones en las tasas de interés a corto plazo, ya que el precio del dinero se altera en respuesta a los cambios en la demanda de dinero.⁵

La alternativa para los bancos centrales consiste en fijar sus tasas de préstamo y permitir que la oferta de dinero de reserva varíe en línea con la demanda. Como la mayoría de los bancos centrales consideran la incertidumbre causada por la volatilidad de las tasas de interés como más dañinas para la economía que la volatilidad en la cantidad de dinero de reserva, generalmente fijan las tasas de interés a *corto plazo*.⁶

⁴ Véase Manual No. 1 "Introduction to monetary policy" cuya versión en español publicó el CEMLA como Ensayo No. 54, con el título "Introducción a la política monetaria".

⁵ Esto es lo que ocurrió, por ejemplo, en Estados Unidos, cuando la Reserva Federal experimentó con el control de la oferta de dinero de reserva de los primeros años del decenio que se inició en 1980.

⁶ Muchos países tienen un objetivo de banda estrecha para las tasas de interés que tratan de mantener mediante operaciones de mercado abierto. Muchos, también, tienen un servicio permanente para asegurarse de que las tasas no se eleven sustancialmente por encima del objetivo de banda estrecha.

Aun allí donde los bancos centrales mantienen las tasas de interés constantes a corto plazo, y permiten pasivamente que el dinero de reserva varíe, los cambios en el crecimiento del dinero de reserva pueden provocar una respuesta política posteriormente. Por ejemplo, si el crecimiento del dinero de reserva demostrara ser duradero y de ello se esperase como resultado una inflación más elevada (implicando que no habría reducción compensatoria en el crecimiento de la velocidad del dinero), los bancos centrales podrían incrementar sus tasas de préstamo, a fin de reducir tanto la demanda de dinero de reserva como las presiones inflacionarias.

CUADRO 1

Hoja de balance del banco central

Activos	Pasivos
Préstamos a los bancos	Efectivo
Préstamos al gobierno (neto)	Reservas bancarias requeridas
Activos netos en moneda extranjera	Reservas bancarias disponibles
Otras partidas (neto)	

Los bancos centrales usualmente controlan el nivel de tasas de interés a corto plazo fijando las reservas disponibles de los bancos comerciales. Esto puede observarse con referencia a la hoja de balance del cuadro. Los pasivos u obligaciones del banco central (efectivo, reservas bancarias requeridas y reservas bancarias disponibles) se denominan “dinero de reserva”. Como se menciona más arriba, para evitar fuertes fluctuaciones en las tasas de interés a corto plazo, los bancos centrales usualmente suministran efectivo conforme a demanda a tasas corrientes de interés. Los principales activos del banco central (las fuentes de oferta de dinero de reserva) son los préstamos del banco central a los bancos, los préstamos netos al gobierno, y las compras de divisas (activos netos extranjeros). Los préstamos a los bancos pueden ser directamente controlados por el banco central, pero los préstamos al gobierno y los activos netos extranjeros (a menos de tener un tipo de cambio puramente flotante) escapan generalmente al control inmediato del banco central sobre una base diaria. Esto implica que los bancos centrales usualmente no pueden fijar la oferta de dinero de reserva exógenamente.⁷

Mas bien, tienen que recurrir al empleo de las operaciones monetarias para compensar el efecto de estos cambios en la oferta. Como las reservas libres o disponibles no son remuneradas, la demanda del sistema bancario

⁷ Hay excepciones. En algunos países, los gobiernos operan bancariamente con los bancos comerciales, más bien que con el banco central (e.g. Canadá) y, en consecuencia, los cambios en los balances del gobierno no afectan la hoja de balance del banco central. Lo que es más, aquellos países que tienen un tipo de cambiopuramente flotante no deberían registrar cambio alguno en los activos netos extranjeros (aparte de los efectos de revaluación, que no se adicionan al flujo de efectivo nacional).

de reservas disponibles se incrementa cuando las tasas de interés declinan, y disminuye cuando las tasas de interés se elevan. En consecuencia, al cambiar su tasa de préstamo, el banco central puede afectar la demanda de reservas disponibles. Alternativamente, al cambiar la cantidad de sus operaciones de mercado abierto, el banco central puede afectar las tasas de interés del mercado monetario.

Reordenando la identidad de la hoja de balance en el cuadro 1 tenemos:

$$\text{Reservas bancarias disponibles} = \text{préstamos a los bancos} + \text{préstamos netos al gobierno} + \text{activos netos extranjeros} + \text{otras partidas (neto) -efectivo- reservas bancarias requeridas}$$

Si la demanda de los bancos de reservas disponibles es constante (a tasas de interés corrientes) y el banco central quiere mantener las tasas de interés sin cambio, tendrá que realizar operaciones para que las reservas disponibles de los bancos tampoco varíen (véase cuadro y gráficas en las páginas siguientes para una detallada explicación). Si no es así, puede observarse por la pasada ecuación que un incremento en las fuentes de oferta de dinero y/o una reducción en la demanda de efectivo o de las reservas requeridas dará por resultado un crecimiento de las reservas disponibles y un correspondiente decremento en las tasas de interés. A la inversa, una reducción en las fuentes de oferta de dinero o un incremento en la demanda de efectivo o de reservas requeridas dará por resultado una declinación en las reservas disponibles y un incremento en las tasas de interés.

En un sistema donde los requerimientos de reservas se aplican en promedio durante un periodo, digamos de dos semanas o un mes, o en el que el sistema bancario tiene acceso a los préstamos a corto plazo y a los servicios de depósito en el banco central, será posible absorber shocks pequeños y temporalmente autónomos a la liquidez de los bancos, pero en ausencia de servicios permanentes y si los requerimientos de reserva son obligatorios cada día, el banco central tendrá que conducir frecuentes operaciones de mercado abierto, a fin de mantener estables las reservas disponibles y las tasas de interés. A fin de realizar esto con eficiencia, los bancos centrales necesitan un pronóstico razonablemente exacto de los factores que afectan a las reservas disponibles de los bancos sobre una base diaria (las partidas del lado de la mano derecha en la ecuación hecha más arriba).

En los países donde influencias autónomas generalmente resultan en una escasez de reservas disponibles en el sistema bancario, el banco central es un prestamista neto del sistema bancario. A la inversa, en los países donde los bancos usualmente cuentan con excedente, el banco central regularmente retira liquidez.

Para el establecimiento de tasas de interés oficiales

Si un banco central (o gobierno) adopta un objetivo para una tasa de interés, más bien que una cantidad de dinero de reserva, los posibles candidatos son:

- (i) el nivel de las tasas de interés reales (la tasa nominal del banco central menos la esperada tasa de inflación) se mantiene positivo para alentar el ahorro y desalentar las inversiones no lucrativas. Este enfoque ha sido utilizado en los países en transición al comienzo del proceso de reforma y en cierto número de países en desarrollo;
- (ii) las tasas de interés se establecen de manera consistente con el objetivo para el tipo de cambio. Este enfoque se observa de modo más marcado donde está en operación un sistema de consejo monetario (por ejemplo, Argentina, Hong Kong, Estonia);
- (iii) las tasas de interés se cambian si el curso pronosticado para un indicador económico particular diverge de su objetivo previsto. Algunos bancos centrales, por ejemplo en el Reino Unido y Nueva Zelanda, utilizan un objetivo explícito para la inflación, y modifican las tasas de interés si la proyección para la inflación, a menudo basada en una serie de factores, difiere de ese objetivo. Otros bancos centrales, como el de Alemania, establecen un objetivo intermedio explícito para el crecimiento del dinero en sentido amplio (consistente con un objetivo final para la futura inflación), en cuyo caso las tasas de interés se cambian si el crecimiento actual o esperado del dinero en sentido amplio difiere de su meta. Tales metas de crecimiento monetario, al contrario de los objetivos para el nivel de las tasas de interés, en parte adaptan los shocks adversos a la economía real. Por ejemplo, una pérdida de mercados de exportación dará por resultado una declinación en los ingresos y, por lo tanto, una declinación en la demanda de dinero. Entonces se permitiría que las tasas de interés declinen a su vez para evitar el crecimiento monetario caiga por debajo de su meta. Empero, las metas monetarias son menos útiles frente a inesperados shocks que afecten la velocidad del dinero a raíz, por ejemplo, de la liberalización financiera. Así, las tasas de interés son elevadas (o bajadas) puesto que el crecimiento monetario se espera que reaccione por encima (o por debajo) de su meta, en tanto que la respuesta correcta en este caso sería dejar las tasas de interés invariables y permitir la alteración del crecimiento monetario.

Metas operacionales del banco central

Las gráficas que siguen muestran los diferentes efectos de los shocks en la oferta y la demanda de dinero de reserva cuando existe un objetivo de tasa de interés comparado con un objetivo de cantidad de reserva de dinero. La columna (a) muestra el impacto del cambio en la demanda de efectivo (velocidad de circulación). La columna (b) muestra el impacto de un incremento exógeno en la oferta -un incremento fuera del control directo del banco central. Las curvas de demanda para el dinero de reserva total (MO^D) (efectivo más reservas disponibles más reservas requeridas) y reservas disponibles (FR^D) están en pendiente descendente porque a tasas de interés más bajas hay menos costo de oportunidad, en términos de interés que podría ser ganado en los activos que devengan interés, en mantener dinero de reserva (que no devenga interés).

Mantener la oferta de dinero de reserva fija [en MO_0 en la gráfica (a)], frente a grandes cambios en la demanda de dinero, significa que las tasas de interés cambian notablemente -incrementándose a r_H (punto A) frente a un incremento en la demanda de dinero o declinando a r_L (punto B) si existe un decremento en la demanda de dinero. En lugar de eso, en el corto plazo, los bancos centrales adaptan los cambios en la demanda de dinero (MO^D) mediante la modificación de la oferta de dinero de reserva (MO^S), a fin de mantener las tasas de interés constantes en r_0 @unto C cuando se presenta un incremento en la demanda de efectivo y punto D cuando hay un decremento).

La gráfica inferior (a) muestra el impacto en las reservas disponibles del banco. Si el banco central no adapta el incremento (decremento) en la demanda de efectivo, las reservas disponibles actúan como amortiguador, al declinar para satisfacer el incremento en la demanda de efectivo (a FR_L en la gráfica, punto A) o al incrementarse (a FR_H , punto B) si la demanda de efectivo declina. Una política de adaptación de la oferta de dinero de reserva, por otra parte, significa que las reservas disponibles y las tasas de interés se mantienen constantes frente a las variaciones de la demanda de efectivo, en FR_0 y r_0 respectivamente (punto E).

En contraste, empero, si existe un objetivo de tasa de interés, las variaciones autónomas en la oferta de dinero de reserva (tales como cambios en el crédito del banco central al gobierno o en las reservas internacionales) **no** deberían ser adaptadas. Más bien, esas variaciones en la oferta deben ser compensadas, a fin de mantener constantes las tasas de interés. En la gráfica superior (b), para evitar que las tasas de interés caigan a r_L (punto G) frente a un incremento autónomo en la oferta de dinero de reserva, el banco central opera con objeto de redu-

(continúa)

cir las reservas disponibles de los bancos comerciales. De manera similar, frente a una reducción autónoma en la oferta de dinero de reserva, el banco central repone cualquier agotamiento en las reservas disponibles, a fin de evitar que las tasas de interés se incrementen a r_H (punto F). Se llevan a cabo operaciones monetarias para compensar estos shocks de la oferta de dinero, de modo de mantener las tasas de interés en r_0 y las reservas disponibles en FR_0 (punto E).

En un sistema con una (ilimitada) reserva promedio, digamos de más de un mes, las variaciones temporales intramensuales en la demanda de efectivo o de oferta de dinero de reserva serán compensadas por una variación temporal en la tenencia de las reservas requeridas. Esto hará que automáticamente las tasas de interés permanezcan sin cambio. En la gráfica (a), un incremento (decremento) en la demanda de efectivo será automáticamente compensado por un decremento (incremento) en la tenencia de reservas requeridas, lo que dejará el dinero de reserva total, las reservas disponibles y las tasas de interés sin variación. En la gráfica (b) un decremento (incremento) en la oferta de dinero de reserva será también igualado por un decremento (incremento) en las tenencias de las reservas requeridas. En este caso, aunque el dinero de reserva total declina (aumenta), las reservas disponibles y las tasas de interés permanecen invariables.

De modo semejante, algunos países cuentan con un servicio de préstamo, a tasa de castigo, para los préstamos de última instancia. Esto se utiliza a menudo para poner un tope en las tasas del mercado. En la gráfica (b), por ejemplo, cualquier autónoma reducción en la oferta de dinero de reserva podría ser automáticamente compensada mediante el recurso al servicio de préstamo a la tasa de interés r_0 .

Las autoridades monetarias deben también decidir que parte (o partes) de la curva de rendimiento de la tasa de interés concuerdan con el objetivo. En los mercados desarrollados, el banco central generalmente busca influir el extremo corto de la curva de rendimiento -desde día a día hasta, tal vez, un mes. El banco central provee fondos marginales al sector bancario hasta por un mes a la tasa de intervención escogida. Esto inevitablemente *afecta* la curva de rendimiento para vencimientos más largos, tal vez hasta de seis meses, pero no la *determina*. El extremo largo de la curva de rendimiento (típicamente representado por los rendimientos del mercado secundario para los títulos-valores gubernamentales es determinado por los mercados financieros. En muchas economías de transición, las compras y ventas directas de mercado abierto de títulos-valores gubernamentales de toda clase de vencimientos constituyen a menudo una importante herramienta de política monetaria; pero también se usan para el manejo del mercado de la deuda del gobierno. En ocasiones pueden pre-

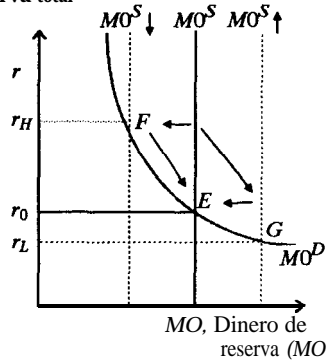
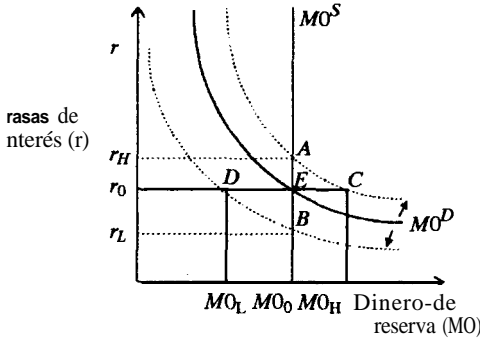
GRÁFICAS

Tasa de interés versus objetivo de oferta de reserva de dinero

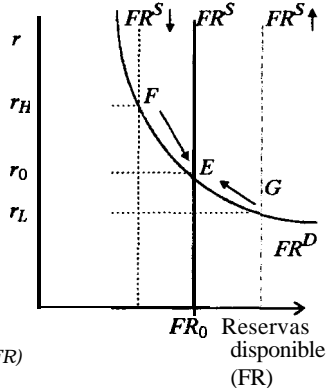
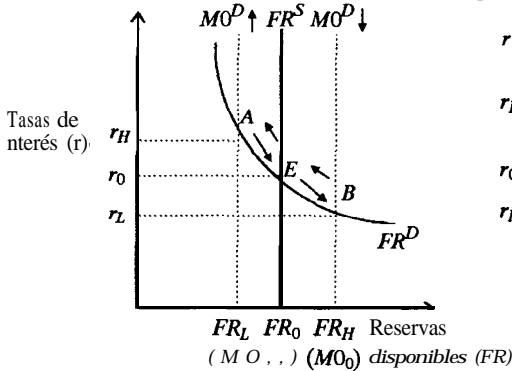
(a) Variación en la demanda de efectivo

(b) Variación en la oferta de reserva de dinero

Dinero de reserva total



Reservas disponibles



Los incrementos (decrementos) en la demanda de efectivo, y por vía de consecuencia en el total MO^D , son adaptados con un objetivo para tasas de interés constantes [punto C(D)] en la gráfica superior). Contrariamente al objetivo para la cantidad de MO total, las reservas disponibles se mantienen constantes en lugar de permitir que declinen o aumenten (punto E en la gráfica inferior).

Los incrementos exógenos (decrementos) en la oferta de MO se compensan con las operaciones del banco central para impedir que las tasas de interés caigan (o se eleven) hasta el punto G(F) y que la cantidad de reservas disponibles y el MO total se incremente (decline).

Si la *demanda* de reservas disponibles varía *solamente* con las tasas de interés, entonces un objetivo o meta para reservas disponibles constantes es equivalente a un objetivo para tasas de interés constantes.

sentarse conflictos de interés cuando el mismo instrumento sirve a diferentes propósitos.

Los bancos centrales en ciertos países desarrollados, tanto en ocasiones como por regla, fijan el volumen de liquidez suministrado o retirado y permiten determinar la tasa de interés apropiada. En este caso, empero, el volumen de operaciones se fija normalmente con la expectativa de una particular respuesta de las tasas de mercado.

Cuando la inflación y, por lo tanto, las tasas de interés del mercado, son relativamente elevadas y volátiles, puede ser difícil para el banco central establecer una tasa de intervención que no se muestre rápidamente en pugna con las tasas del mercado. Asimismo, ciertos países cuentan con programas financieros del FMI que tienen objetivos cuantitativos condicionados a corto plazo para los activos o pasivos del banco central. En cualquiera de esas circunstancias, el objetivo a corto plazo puede ser la cantidad de dinero de reserva o el crédito del banco central, más bien que las tasas de interés y, con objeto de alcanzar su meta, el banco central tendrá que conducir sus operaciones a tasas de mercado o a un nivel cercano a éstas (que, a su vez, claro está, se hallan influenciadas por la presencia del banco central).

Dependiendo de las circunstancias, el banco central puede necesitar establecer una tasa de intervención por referencia a las tasas de mercado. En los mercados desarrollados, la tasa de referencia puede ser la tasa interbancaria para el vencimiento relevante; si la tasa interbancaria fuera poco confiable, podría usarse el rendimiento del mercado secundario para títulos-valores de un particular vencimiento. En cualquier caso, el banco central podría agregar un margen para su préstamo, o deducir uno si busca fondos prestados. Si el vencimiento de la tasa de referencia no igualara de cerca el vencimiento de la operación para la cual se usaba, el banco central tendría que tomar cuidadosamente en cuenta la pendiente de la curva de rendimiento (y sus propias expectativas de cambio).

El banco central también podría, claro está, tener diferentes bases para diferentes tipos de intervención, por ejemplo, una tasa basada en el mercado para operaciones de mercado abierto y una tasa independientemente establecida para servicios permanentes. La elección apropiada sería hasta cierto punto determinada por el hecho de si las autoridades buscaban un objetivo para las tasas de interés o el crecimiento del dinero de reserva.

Instrumentos monetarios indirectos

Las operaciones de mercado monetario frecuentemente se dividen en tres tipos básicos:

- requerimientos de reserva -un instrumento sencillo, a menudo usado con propósitos de “afinación más bien aproximada”;

- operaciones de mercado abierto (OMO), que se llevan a cabo por iniciativa del banco central, pero con participación voluntaria de los bancos individuales en el sistema bancario; las OMO pueden efectuarse en las preanunciadas sesiones de negocios (que podrían incluir licitaciones) o en cualquier momento elegido por el banco central;
- servicios permanentes, que consisten en servicios de préstamo o depósito disponibles a iniciativa de los bancos (y a veces de otras instituciones financieras), usualmente dentro de límites establecidos por el banco central; los préstamos por el banco central generalmente están colateralizados.

La mayoría de los bancos centrales en las economías de mercado desarrollado usan una mezcla de las tres. Hablando en términos generales, las **OMO** y los cambios en el nivel de los requerimientos de reserva son los principales instrumentos utilizados cuando se establece una política monetaria, con tendencia a otorgar a las **omo** un peso mayor a medida que los mercados se desarrollan, ya que son más flexibles, tanto en frecuencia como en escala, y de indudable ayuda para una buena afinación de la política monetaria. También, en contraste con los requerimientos de reserva (suponiendo que no son cabalmente remunerados), las OMO no imponen un gravamen al sistema bancario. Tanto el promedio del requerimiento de reserva como las **OMO** pueden ser usados con propósitos de manejo del dinero a corto plazo, a fin de emparejar las tasas de interés sobre una base día a día. En cierto número de países desarrollados, la tendencia ha sido otorgar creciente peso al promedio del requerimiento de reserva, ya que esto permite a los bancos manejar su propia posición de liquidez intradiaria. Los servicios permanentes para que los bancos tomen prestado del banco central constituyen un mecanismo tipo “válvula de seguridad” y se erigen normalmente de modo de desalentar su utilización frecuente, al mismo tiempo que se instaura un tope máximo en las tasas del mercado.

4. Requerimientos de reserva

Los requerimientos de reserva constituyen un porcentaje de las obligaciones (o de alguna de sus partidas subyacentes) que los bancos se ven requeridos a mantener como reservas en el banco central. Un incremento en los requerimientos de reservas fuerza a los bancos a mantener más balances en el banco central. Históricamente, éstos fueron considerados por los bancos centrales como un instrumento prudencial (a fin de asegurar que los bancos dispusieran de suficiente liquidez en caso de retirada de los depósitos), más bien que para propósitos de política monetaria. Sin embargo, la importancia de las reservas obligatorias como herramienta prudencial ha disminuido, al menos en los centros más desarrollados, por que:

- (i) el deseo de reducir el elemento de compulsión implícito en los requerimientos de reserva ha conducido generalmente a reducciones en sus niveles hasta el punto de que no pueden ya proveer un amortiguador muy significativo de la liquidez;
- (ii) con el desarrollo de los mercados financieros, la escala de otros activos líquidos disponibles para los bancos comerciales se ha incrementado notablemente, incluidos los activos que el propio banco central puede estar dispuesto a descontar o aceptar como colateral.

Aparte de cualquier papel de política monetaria, los requerimientos de reserva (si no son remunerados o lo son menos de lo que marcan las tasas de interés del mercado) suministran ingreso al banco central. Los bancos se ven compelidos a prestar al banco central a tasa de interés submercado y, a su vez, el banco central puede invertir los recursos a tasas de mercado. Para muchos bancos centrales, la pérdida potencial de ingreso constituye una importante razón de su preferencia por mantener el sistema de requerimientos de reserva no remunerados.

En el campo de la política monetaria, los requerimientos de reserva desempeñan dos papeles principales:

- (i) manejo monetario (corto plazo) -para evitar la excesiva volatilidad en las tasas de interés del mercado sobre una base intradiaria;
- (ii) política monetaria (a más largo plazo) -como herramienta para influenciar, sobre una base más duradera, el nivel de los propios préstamos de los bancos y las tasas de depósito, así como la cantidad de crédito y depósitos.

Cada uno de estos papeles se considera más adelante. Las cuestiones clave se relacionan con el nivel absoluto de los requerimientos; si las reservas están remuneradas o no; si pueden ser promediadas durante un periodo alrededor de un nivel particular; en qué circunstancias, si fuera necesario, debería cambiarse el nivel.

Manejo monetario a corto plazo

a) Promediando

Los requerimientos de reserva aplicados en promedio durante un periodo, digamos un mes, más bien que cada día, reduce la diaria volatilidad de las tasas de interés. Al promediarse las reservas se permite a los bancos recurrir automáticamente a sus balances de efectivo en el banco central sobre una base diaria siempre que el nivel promedio de las reservas durante el periodo de mantenimiento sea al menos igual al requerimiento de reserva. Esto contribuye a reducir los vaivenes diarios en los depósitos disponibles de los bancos, y consecuentemente la volatilidad en las tasas de interés a corto plazo que de otro modo podría ser causada por los cambios

diarios en la demanda de efectivo por los hogares, el gobierno y los forasteros. Esta función de estabilización puede ser lograda en cualquier nivel de los requerimientos de reserva, incluido cero, y no depende de que los requerimientos de reserva sean remunerados.

En algunos países (como Estados Unidos, Francia y Alemania) se permite que los bancos descendan hasta cero (aunque no por debajo) en días individuales. Otros, Canadá y México, por ejemplo, tienen una mayor flexibilidad todavía, pues permiten que el promedio se establezca en tomo de cero, con tal de que cualquier balance negativo sea plenamente colateralizado mediante títulos-valores aceptables. Otros, sin embargo (como Italia), no tienen tanta flexibilidad, pues sólo permiten que sus bancos lleguen hasta cierto porcentaje por debajo de la cifra objetivo, pero no más lejos. Un país que deseara introducir el promedio podría adoptar este último enfoque, pero incrementando paulatinamente el grado de libertad (digamos, de 5% a 10% por debajo del nivel estipulado en cualquier día, y así sucesivamente), sin dejar de observar el efecto que esto tiene en el manejo por los bancos de sus reservas y sobre las condiciones monetarias en general.

Un banco debería ser capaz de mantener sus actuales reservas promedio muy en la proximidad de la cifra objetivo en un sistema de promedio, siempre que cuente con sistemas adecuados que le permitan monitorear y manejar su liquidez, y que el margen de flexibilidad otorgado por el sistema de promedio supere la necesidad del banco de reservas operacionales. La introducción de un sistema de promedio normalmente reducirá la necesidad del sistema bancario de reservas “disponibles” (precautorias) cercanas a cero, que en promedio efectivamente representan una inyección de liquidez en la economía.

Los bancos centrales deben tomar en cuenta esto si introducen el sistema de promedio. Si las condiciones monetarias deben permanecer sin cambios, su introducción debería ir acompañada de medidas para esponjar la liquidez, por ejemplo mediante un incremento del nivel (o una implementación más estricta) de los requerimientos de reserva, o las ventas de mercado abierto.

En caso de que la flexibilidad proporcionada al sistema bancario por el promedio de reserva resulte suficiente para cubrir las fluctuaciones día con día en las reservas, dentro del periodo la volatilidad de la tasa de interés debida al corto plazo o por causas estacionales debería ser virtualmente eliminada. Si la flexibilidad no es suficiente (tal vez porque los propios requerimientos de reserva son bajos, dado que sólo se permite un limitado promedio o porque el sistema de promedio no está disponible para todos los bancos), entonces el promedio debería ayudar a reducir dentro del periodo la volatilidad estacional de las tasas de interés, aunque no la eliminaría.

b) Cambios en el nivel

Los cambios en el nivel de los requerimientos de reserva, sin que se tome en cuenta si están remunerados o no, pueden ser utilizados para afectar el monto de reservas disponibles de los bancos y las tasas de interés a corto plazo. Por ejemplo, supongamos una alza en la oferta de dinero inducida por más elevados gastos del gobierno o ingresos impositivos más bajos, o por la intervención del banco central para comprar divisas. Esto dará por resultado un incremento en las reservas bancarias disponibles en el banco central y una declinación en las tasas de interés a corto plazo del mercado monetario. Las tasas de interés y las reservas disponibles de los bancos podrían hacerse retornar a sus niveles iniciales mediante la decisión del banco central de incrementar los requerimientos de reserva y por lo tanto la demanda por parte de los bancos de reservas requeridas. De manera similar, los requerimientos de reserva podrían ser reducidos nuevamente una vez que los gastos gubernamentales declinen o los ingresos impositivos aumenten, o bien se efectúen retiros de divisas del país.

Propósitos de política monetaria a más largo plazo

Los requerimientos de reserva, en principio, también pueden ser usados con propósitos de control de política monetaria a más largo plazo, que afectan la oferta de dinero en sentido amplio. Un incremento (decremento) en la relación reserva/requerimiento (sea remunerado o no) acrecienta (disminuye), en primer término, la demanda de reservas requeridas. Esto, a su vez, puede reducir (elevar), vía el multiplicador monetario (ya comentado anteriormente), la capacidad de los bancos para incrementar el crédito y el dinero en sentido amplio.⁸

En caso de que los requerimientos de reserva están remunerados por debajo de las tasas de interés del mercado (incluyendo cero), pero sólo en este caso, la demanda de dinero en sentido amplio y de crédito debería también, al menos en principio, ser más sensible a un cambio dado en las tasas de interés del banco central, cuanto más elevado fuera el nivel de requerimientos de reserva. Las reservas no plenamente remuneradas constituyen un impuesto a los bancos y/o a sus depositantes y prestatarios. Los bancos se ven forzados a mantener reservas a tasas de interés inferiores a las del mercado, cuando de otro modo hubieran podido invertir, por ejemplo, en títulos-valores gubernamentales (por ejemplo, bonos de la Tesorería) o prestar dinero a sus clientes. Los bancos frecuentemente tratarán de traspasar el costo de este impuesto a sus clientes, ya sea elevando las tasas de préstamo o reduciendo las tasas de depósito. La carga de estos impuestos se incrementa a la vez con el nivel de los requerimientos de reserva y con el diferencial entre la tasa de interés del mercado y la tasa de remunera-

⁸ Empero, la evidencia en la práctica para una tal transmisión de política monetaria no está clara.

ración de las reservas. Ceteris paribus, más elevados requerimientos de reservas darán por resultado en los bancos comerciales una ampliación de los márgenes entre las tasas a que prestan y las de depósito, de modo que al menos parte del impuesto será soportado por los prestatarios o los ahorradores del banco. Asimismo, un incremento dado en las tasas de préstamo del banco central debería, en principio, convertirse en un mayor grado en la siguiente relación: a más elevadas tasas de préstamo bancarias más elevado el nivel de requerimientos de reserva. Las tasas de interés a corto plazo para otros activos financieros también deberían incrementarse. Esto, a su vez, reduciría la demanda de crédito y dinero en la economía.

Cuestiones generales acerca de los requerimientos de reserva

El control efectivo sobre el dinero de reserva con propósitos de manejo monetario requiere que los bancos sean penalizados si no mantienen las necesarias reservas. Además, para asegurar el control efectivo sobre el dinero en sentido amplio con propósitos de política monetaria, la definición de la base de depósito usada para calcular las reservas deberá ser lo más similar posible al objetivo deseado en cuanto a la medida de la oferta de dinero en sentido amplio (suponiendo que se utiliza un objetivo de oferta de dinero).

Como los requerimientos de reserva que no están plenamente remunerados constituyen un impuesto sobre el sistema bancario, a fin de minimizar las distorsiones deberían:

- mantenerse en el mínimo necesario para un control monetario efectivo;
- no aplicarse a los depósitos interbancarios, puesto que esto actuaría como un impuesto doble sobre los bancos (se les gravaría sobre los depósitos obtenidos de los que no fueran bancos y nuevamente cuando los dineros fueran redepositados en otros bancos), lo que inhibiría el desarrollo de un mercado interbancario;
- aun aplicados por igual, en la medida de lo posible, a todos los bancos y a todos los tipos de depósito⁹, tanto por razones de equidad como porque un requerimiento de reserva de múltiples niveles debilitaría el control monetario del banco central -por ejemplo, una transferencia entre bancos de depósitos o entre tipos de depósitos sujetos a diferentes requerimientos de reserva podría alterar la relación agregado/reserva y por lo tanto todas las condiciones monetarias globales, independientemente de la acción que intentara el banco central;

⁹ Esto, empero, puede resultar difícil en la fase inicial de la reforma, si el exceso de reservas está desigualmente distribuido entre los bancos. En la práctica, y por razones prudenciales, los requerimientos de reserva en muchos países se imponen a tasa más elevada sobre los depósitos a la vista que sobre los depósitos a plazo.

- no deberían incluir los títulos-valores gubernamentales (o cualesquier otros instrumentos) como parte de las reservas, puesto que las **OMO** serían menos efectivas en la medida que los bancos pudieran comprar tales títulos-valores, al ser vendidas por el banco central, con el efectivo mantenido para propósitos de requerimiento de reserva, quedando no afectadas sus reservas disponibles; la inclusión de estos títulos-valores como parte de los requerimientos de reserva también obstaculizarían el desarrollo por ellos de un mercado líquido secundario.

Inconvenientes de los requerimientos de reserva

Aparte de las razones relacionadas con la tendencia general hacia la liberalización financiera, los requerimientos de reserva se han vuelto menos frecuentes como instrumento de política, a causa de ciertos inconvenientes específicos:

- Para el control monetario. Con objeto de afectar la demanda de dinero en sentido amplio, los requerimientos de reserva tienen que ser menos que plenamente remunerados pero, como se hizo notar más arriba, esto es gravar con un impuesto a los bancos. En esta forma, hay una relación de correspondencia directa entre la eficacia de los requerimientos de reserva con propósitos de control monetario y el impuesto con que gravan al sistema bancario. Un impuesto elevado probablemente dará por resultado la desintermediación en el sistema bancario interno. Los bancos se esforzarán por mantener una mayor proporción de su pasivo de depósitos en instrumentos que no están sujetos a los requerimientos de reserva. Los requerimientos de reserva no plenamente remunerados, como los controles directos, pueden, en caso extremo, ser evadidos por el sistema financiero. En consecuencia, aun si requerimientos de reserva más elevados incrementan la eficacia del control de la medida oficial de la oferta monetaria, la desintermediación probablemente signifique que esta medida sera menos relevante. Ello implicaría un debilitamiento en la relación entre el objetivo de medida de la oferta monetaria, por una parte, y los precios y el producto real, por otra.
- Para un manejo monetario a más largo plazo, digamos sobre una base mes por mes, cualquier cambio en los requerimientos de reserva (sean remunerados o no) constituye un instrumento poco eficaz para emparejar la liquidez en el sistema bancario.¹⁰ Generalmente se considera incómodo cambiarlos a menudo o rápidamente. Y hasta un cambio de un punto de porcentaje en los requerimientos de

10 Sin embargo, para un nivel dado de requerimientos de reserva, el promedio puede todavía desempeñar un papel útil para atenuar las fluctuaciones de un día para otro en las tasas de interés.

reserva resultaría un movimiento muy rudimentario comparado con la fina sintonización que se puede lograra través de OMO.

Por estas razones, el uso activo de requerimientos de reserva como instrumento de política monetaria en la mayoría de los países desarrollados se ha vuelto menos frecuente y ahora tienden a mantenerse bajos y a niveles estables. En la mayor parte de la Unión Europea, por ejemplo, el papel de los requerimientos de reserva, con promedio, se considera principalmente para propósitos de manejo monetario a corto plazo, más bien que como control monetario a más largo plazo. En los casos en que no se permite el promediar y los cambios en el nivel de los requerimientos de reserva no se usan como herramienta activa (por ejemplo, en el Reino Unido y Finlandia), o donde su nivel es demasiado bajo para que absorban el impacto de las variaciones diarias en la liquidez del mercado (como en Francia), los requerimientos de reserva no desempeñan más que un pequeño papel en el manejo monetario a corto plazo.¹⁴ En su lugar se usan instrumentos basados en el mercado como principal instrumento de política monetaria.

5. Operaciones de mercado abierto

En contraste con los requerimientos de reserva, las operaciones de mercado abierto son un instrumento monetario muy flexible, y la manera en que las instituciones individuales se involucran es sobre una base voluntaria, más bien que obligatoria. Las OMO pueden realizarse frecuentemente y en la cantidad que se desee, por lo cual constituyen un método útil de estabilizar el dinero de reserva o las tasas de interés a corto plazo. Y no gravan con ningún impuesto a los bancos. En consecuencia, son una técnica más adecuada para promover la competencia financiera.

Las OMO pueden efectuarse tanto en el mercado primario (por medio de nuevas emisiones de bonos gubernamentales o del banco central a corto plazo) como en los mercados secundarios. Los mercados secundarios ofrecen al banco central una mayor flexibilidad, pero los mercados primarios constituyen un canal más común en las primeras fases de la liberalización, antes de que los mercados secundarios hayan sido bien establecidos. En este Manual las operaciones de mercado secundario se definen de modo que incluyan préstamos colateralizados, transacciones directas en activos adecuados, acuerdos de recompra (repos) con el uso de títulos-valores, e intercambios (*swaps*) de divisas.

¹⁴ *Los requerimientos de reserva en el Reino Unido se usan no como instrumentos de política monetaria, sino exclusivamente para generar ingresos, a fin de financiar los gastos del Banco de Inglaterra. La mayoría de los bancos centrales dependen del señoreaje por emisión de billetes como principal fuente de ingreso. En el Reino Unido, empero, todo lo que proviene del señoreaje se transfiere al gobierno.*

En lo que concierne a las operaciones en el mercado secundario, existe una importante distinción entre, por una parte, las transacciones que posteriormente son revertidas (repo, swaps de divisas, préstamos colateralizados) y, por otra, las transacciones directas que involucran títulos-valores de más larga datación o divisas. Los efectos iniciales del mercado monetario (la inyección o el retiro de liquidez) pueden ser los mismos en cada caso; pero los efectos más amplios difieren. Si una transacción debe ser revertida (ya sea por reventa del título-valor de la divisa, o devolución del colateral al reembolso del préstamo), la exposición subyacente del sector bancario ante los títulos-valores o divisas relevantes no es afectada por la transacción del mercado monetario. El precio de mercado del título-valor o divisa relevante no debería, en consecuencia, ser afectado por la operación de mercado abierto.

Por contraste, la compra directa o venta de títulos-valores de más largo plazo o divisas sí afecta la exposición subyacente del sector bancario ante esos activos, y afectará probablemente, por lo tanto, su precio de mercado. En otras palabras, las transacciones directas de esta clase pueden afectar los precios en los mercados de títulos-valores o de divisas. Aunque esto puede producirse en coincidencia con los deseados cambios de política, frecuentemente no será así. Consecuentemente, los bancos centrales tienden a favorecer repos o swaps cuando usan títulos-valores a más largo plazo o divisas para las operaciones monetarias, mediante lo cual explotan un más amplio fondo de colateral, sin afectar directamente a esos particulares mercados.

¿Por qué se mantiene voluntariamente el dinero de reserva?

El sistema bancario requiere dinero de reserva porque la moneda y las reservas disponibles en el banco central constituyen el último medio de pago. Individuos y compañías pueden efectuar pagos en moneda emitida por el banco central. Los bancos necesitan billetes para satisfacer la demanda de moneda de los clientes. Asimismo, usualmente los bancos necesitan mantener depósitos disponibles en el banco central con propósitos de liquidación, puesto que el gobierno y otros bancos de compensación típicamente demandan el pago en dinero de reserva, que no comporta riesgo de crédito más bien que en balances con un banco comercial, que sí implican riesgo de crédito. Los pagos entre bancos generalmente se liquidan mediante transferencias entre cuentas en el banco central. Como el banco central es, por definición, el único abastecedor (legal) de dinero de reserva, resulta que, incluso en un sistema financiero liberalizado, ejerce una poderosa influencia sobre las condiciones monetarias.¹²

12 La excepción la constituyen las llamadas economías "dolarizadas", donde la moneda extranjera se usa como sustituto del efectivo local como medio de pago. En este caso, el banco central nacional tendrá un limitado control sobre la inflación (en términos de "dólares") o sobre la actividad económica en su economía.

Categorías amplias de operaciones de mercado abierto

La necesidad del sistema bancario de balances del banco central tiende a incrementarse con el tiempo, como reflejo de la creciente demanda de efectivo, a medida que los precios al consumidor y los ingresos reales se elevan.

Este incremento en la demanda a largo plazo puede ser satisfecho por el banco central ya sea acrecentando la cantidad de préstamos revolventes a corto plazo, o realizando periódicamente compras directas de títulos-valores a largo plazo, o bien mediante la adquisición de divisas.

Cuando el sistema bancario sufre una temporal escasez de reservas (liquidez), el banco central puede:

- proporcionar préstamos colateralizados a los bancos con vencimiento relativamente corto, digamos hasta 30 días;
- comprar directamente títulos-valores de datación corta;
- ofrecer transacciones repo en los casos en que el banco central compra títulos-valores (con vencimientos originales diversos) de los bancos mediante convenio para su reventa a un precio especificado en una fecha futura dada -a menudo tan cercana como el día laborable siguiente.
- realizar swaps de divisas a corto plazo; el banco central compra divisas a los bancos mediante acuerdo de reventa a precio especificado (tipo de cambio) en una fecha dada en el cercano futuro.

Cuando los bancos tienen un exceso temporal de reservas, el banco central puede:

- invitar a los bancos a situar depósitos a corto plazo remunerados en el banco central;
- vender directamente bonos a muy corto plazo (tal vez 3 o 4 días);
- vender bonos con el compromiso de recomprarlos en el futuro (repo a la inversa);
- realizar swaps de divisas a corto plazo; el banco central inicialmente vende divisas y compra moneda interna.

Cuando el banco central no sabe si la escasez o exceso de liquidez en el sistema bancario es temporal, resulta preferible inyectar o esponjar liquidez sobre una base a corto plazo.

Tales operaciones se desarrollan automáticamente en el cercano futuro, y afectan el extremo corto de la curva de rendimiento -el dominio normal de las operaciones de política monetaria.

Fijando objetivos de precio y cantidad

En cualquiera de las operaciones OMO, el banco central puede ofrecer inyectar/retirar una cantidad fija de liquidez y permitir al sistema bancario licitar por la tasa de interés (usando ya sea un precio de licitación o una estructura de almoneda de precio común); o establecer la tasa de interés y permitir a los bancos determinar el volumen. En el primer caso, el banco central puede desear establecer un límite a las tasas de interés (un nivel mínimo si está inyectando liquidez, un tope máximo si la retira o esponja); y en el último caso puede desear fijar un límite superior al volumen de liquidez inyectado/retirado. Estos límites no tienen que ser preanunciados, pero su impacto político será mayor si el sistema bancario los conoce por adelantado.

En la práctica, cuando los bancos centrales proporcionan fondos al sistema bancario, la mayoría usualmente fija un objetivo de precio (a la tasa de préstamo anunciada por el banco central o, según el instrumento, a una tasa relacionada con aquélla). El banco central espera que el sistema bancario necesitará tomar prestado sumas razonablemente sustanciales (en los mercados desarrollados el sector bancario es usualmente un prestatario neto del banco central), y la tasa del banco central naturalmente se establecerá como un nivel mínimo para las tasas de préstamo en general. En Estados Unidos, la tasa de los “fondos de la Fed” es, en teoría, determinada por el mercado; empero, en la práctica, el Banco Federal de la Reserva decide la cuantía de la liquidez que debe ofrecer en su OMO, sobre la base de un objetivo de tasa de interés, y el mercado está plenamente consciente de esto cuando licita sus tasas de interés. La tasa de los “fondos de la Fed” se mantiene normalmente dentro de una banda de 1/4% o menos en tomo al objetivo de tasa fijado.

En algunos países, el banco central tiene la opción de ofrecer liquidez usando ya sea un licitador de volumen o de tasa de interés. La elección puede depender de si el banco central desea enviar una señal más fuerte (al establecer la tasa) o recibir información de los bancos comerciales con base en sus licitaciones de lo que creen debe ser el nivel apropiado de las tasas de interés. Si el banco central no dio al mercado orientación *alguna* vía su OMO sobre lo que considera la apropiada tasa de interés (por ejemplo si se atuvo a una regla de cantidad de dinero fuerte), aun así podría asegurar un límite superior a las tasas mediante el establecimiento de una tasa para sus servicios permanentes de préstamo.

Operaciones regulares 0 irregulares

Las operaciones de mercado abierto pueden subdividirse en dos grupos: operaciones de escenario regulares (set-piece), en las que el banco central anuncia por adelantado que efectuará una licitación de crédito o depósito,

y donde un grupo relativamente grande (todos los bancos, o todos los miembros de un grupo restringido) pueden participar sobre bases de igualdad; y operaciones irregulares, emprendidas irregularmente, a menudo con breve preaviso, en respuesta a una necesidad percibida. Esta última puede ser subdividida en operaciones de escenario irregulares (similares a las regulares salvo por las cuestiones de oportunidad) y operaciones bilaterales, que implican una o más transacciones discretas y esporádicas, no anunciadas por adelantado y posiblemente no reportadas posteriormente.

a) Operaciones regulares

En el Reino Unido hay tres tipos principales de operaciones de escenario regulares, con diferentes frecuencias, escenarios de contrapartes y colateral (véase cuadro 2), que son, en orden ascendente de vencimiento:

— Compras a corto plazo de bonos

Un pequeño grupo de contrapartes de mercado monetario puede ser invitado hasta tres veces al día, en momentos predeterminados y públicamente (en las pantallas del mercado), a licitar por fondos de refinanciamiento. Pueden ofrecer letras de la Tesorería a corto plazo o “bonos bancarios elegibles”¹³ para compra directa por el banco central o, a discreción del banco central, pueden ofrecer papel comercial de más larga datación para repo de corto plazo -en ambos casos para liquidación en el mismo día. Estas son operaciones de “fina sintonización”.

— Operaciones repo a largo plazo

En 1994, el Banco de Inglaterra introdujo, sobre una base quincenal, un servicio repo en todos los títulos-valores (comerciables) del gobierno británico, cualquier banco o agente (corredor) primario (que ha suscrito el requerido acuerdo master repo) puede obtener fondos en el banco central. Lleva más tiempo recibir y tratar con un mayor número de participantes, pero para una operación menos frecuente (y, en este caso, una con liquidación al día siguiente, en lugar del mismo día), el tiempo adicional requerido es aceptable. Estas son operaciones de “sintonización aproximada”.

— Ventas de letras de la Tesorería a tres meses

Las licitaciones de letras de la Tesorería a tres meses se efectúan una vez a la semana, y la cantidad licitada se varía periódicamente, a fin de compensar las fluctuaciones estacionales en la oferta de li-

¹³ Los “bonos bancarios elegibles” son papel comercial que satisface ciertos criterios iniciales y que ha sido “aceptado” (garantizado) por al menos un banco reconocido por el Banco de Inglaterra como competente en el campo del papel comercial.

quidez al sistema bancario (que causa, por ejemplo, el patrón estacional del déficit presupuestario). Estas son también operaciones de “sintonización aproximada” y se usan para el manejo del mercado monetario más bien que el financiamiento de la deuda.

Cierto número de países utilizan operaciones similares de escenario, regulares y predecibles (por ejemplo, repos en Francia y Alemania) que proveen liquidez por una o dos semanas, con liquidación al día siguiente.

b). Operaciones irregulares

Las operaciones irregulares pueden realizarse de varias maneras. En algunos caos, los bonos son vendidos o comprados en respuesta a inesperados acontecimientos (shocks) a corto plazo para la economía. Por definición, éstas no pueden ser planeadas por anticipado, y el banco central deseará llevar a cabo las operaciones con rapidez. Esto, a su vez, sugiere que el número de contrapartes puede tener que ser limitado.

La forma más rápida para un banco central de afectar la liquidez del mercado monetario es mediante transacción con una sola contraparte, ya sea en los mercados monetarios, los mercados de valores o los mercados de divisas (siempre que esté disponible la liquidación el mismo día). Por ejemplo, si un banco está ofreciendo fondos en el mercado interbancario, el banco central podría tomarlos, con lo cual eliminaría liquidez en el sistema bancario. Algunos países desarrollados utilizan ocasionalmente este tipo de operaciones irregulares una por una.

Mas, aunque rápidas y sencillas, esas operaciones también tienen sus desventajas. Lo más importante es que no son visibles y pueden no ser equitativas. Las operaciones del banco central repercuten en el sistema bancario de dos maneras: alteran la cantidad de liquidez, o de reservas disponibles, en el sistema; y dan una señal de precio si el sistema bancario observa que el banco central está inyectando o retirando liquidez a una tasa particular. Si la operación no es visible (como en la transacción con una sola contraparte) el impacto de la señalización se pierde. En algunos casos esto puede, de hecho, resultarle conveniente al banco central, puesto que habrá ocasiones (infrecuentes) en que desee influenciar el sistema bancario sin que se le vea hacerlo -por ejemplo, si existe serio riesgo de que sus acciones pudieran ser malinterpretadas como señalando diferentes intenciones. Empero, parte del impacto potencial de la operación se perderá si no es visible. Lo que es más, en tales operaciones, la contraparte del banco central tiene conocimiento de las acciones del banco central (a menos de que el banco central pueda actuar anónimamente a través de un corredor), el cual no está a disposición del resto del sistema bancario, lo que puede darle una ventaja competitiva. Si el banco central fuera a hacer un uso regular de tales operaciones con un pequeño grupo de contrapartes,

otros bancos podrían sospechar que el banco central favorece injustamente a unos cuantos privilegiados, y en consecuencia mostrarse menos dispuestos a participar activamente en el mercado.

CUADRO 2

Operaciones monetarias en el Reino Unido, a 1996

	Requerimientos de reserva	Operaciones de mercado abierto	Servicios permanentes de préstamo
Instrumento	0.35% de obligaciones elegibles, pero no alterables con propósitos de política monetaria	1. Descuento o repo de letras de la Tesorería o bonos bancarios elegibles 2. <i>Repo</i> de cualquier título-valor gubernamental del Reino Unido, margen diario ^a 3. Licitador de letras de la Tesorería 4. Ventas <i>ad hoc</i> de letras de la Tesorería	1. Venta directa de letras de la Tesorería al banco central 2. "Préstamos tardíos" colateralizados por títulos-valores del gobierno
Base de tasa de interés	S i n remuneración	1. Tasa de intervención del banco central 2. Tasa de intervención del banco central 3. Tasa determinada por el mercado 4. Tasa determinada por el mercado	1. Tasa de intervención del banco central 2. Tasa de intervención del banco central más un margen
Frecuencia	Para ser satisfechos diariamente; recalculados cada seis meses	1. Hasta tres veces al día, a discreción del banco central 2. Inicialmente dos veces al mes 3. Una vez a la semana 4. Irregular y rara	1. Cualquier día hasta las 3:00 p.m. 2. Cualquier día desde las 2:45 hasta las 3:30 p.m.
Contraparte	Todos los bancos	1. Contrapartes de mercado monetario 2. Cualquier banco o corredor primario que firme un acuerdo <i>master repo</i> 3. Cualquiera 4. Contrapartes de mercado monetario y bancos de compensación	1. Bancos de compensación 2. Contrapartes de mercado monetario y, con restricciones, contrapartes del mercado de títulos-valores gubernamentales

(continúa)

Liquidación	No aplicable	<ol style="list-style-type: none"> 1. Mismo día 2. Día siguiente 3. 3-7 días, a opción del comprador 4. Mismo día 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Mismo día 2. Mismo día
Vencimiento	No aplicable	<ol style="list-style-type: none"> 1. Descuento 1-33 días, <i>repo</i> alrededor de 20 días 2. Normalmente 14-28 días 3.91 días 4.3-4 días 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Vida residual del bono 2. Día a día solamente

a En las transacciones *repo*, el proveedor de efectivo, típicamente, se concede un margen para protegerse de subsecuentes cambios en el valor de los títulos, e.g., si se “presta” 100 en efectivo, se pueden dar títulos con un valor de mercado de 102. Si el valor en el mercado secundario de estos títulos cambia, puede ser necesario proveer cantidades adicionales de títulos, a fin de mantener el valor del margen.

Esta falta de transparencia puede evitarse mediante el uso de operaciones de escenario irregulares, sobre una base equitativa con un grupo predefinido, como los 50 bancos más grandes, o los corredores primarios (como en Estados Unidos), o los bancos de compensación. Por ejemplo, el banco central podría poner un anuncio en las pantallas del mercado en el sentido de que va a hacer disponible cierta cantidad de liquidez durante algunos días, en *repo* (efectivamente una licitación de crédito); o que va a licitar cierto volumen de letras de la Tesorería de datación corta (o depósitos del banco central que devengan intereses); e invitar a un grupo restringido (pero públicamente conocido) de contrapartes para que liciten en los próximos 30 minutos. Los resultados (el volumen de tratos y la tasa de interés) podrían entonces ser publicados tan pronto como se hallen disponibles. La liquidación se efectuaría normalmente el mismo día. (Esto, claro está, presupone la disponibilidad de adecuados sistemas de comunicación.)

En Estados Unidos, las operaciones de mercado abierto emprendidas con propósitos de fina sintonización son operaciones de escenario irregulares, por el hecho de que no se efectúan en tiempo predeterminado. Otro ejemplo de este tipo de operación serían los “licitadores rápidos” en Alemania, que proveen liquidez por 3-4 días (con liquidación en el mismo día). Si, excepcionalmente, el sistema bancario tiene un excedente de fondos, el Banco de Inglaterra puede anunciar una licitación de letras de la Tesorería de muy corto plazo (3-4 días). En sus operaciones OMO, regulares o irregulares, por las que el Banco de Inglaterra provee liquidez, lo hace conforme a sus propias tasas de intervención; y cuando retira liquidez, lo hace a la tasa de mercado (i.e., un volumen fijo de letras de la Tesorería

es vendido a la tasa de compensación del mercado, más bien que ofrecer un ilimitado volumen a tasa fija). Empero, esta distinción no es universal; algunos bancos centrales establecen la tasa cuando retiran liquidez, así como cuando la inyectan.

Transacciones de divisas

Las transacciones de divisas realizadas con propósitos de política monetaria tienden a caer en la categoría de operaciones irregulares, en parte porque la posición del banco central en el mercado de divisas es bastante diferente de su privilegiada posición en los mercados domésticos; y puede estar abierto a riesgo de liquidación en las transacciones de divisas (un riesgo que puede ser evitado en los mercados domésticos), por lo que adoptará una actitud distinta ante sus contrapartes. En Suiza, las transacciones de divisas son particularmente importantes como instrumento del mercado monetario, y han sido también utilizadas en Alemania. Son asimismo ampliamente usadas en economías en desarrollo y economías en transición, donde los mercados en moneda interna pueden estar menos desarrollados, aunque claro está el uso antedicho depende de la disponibilidad de reservas de divisas en primer lugar.

De la misma manera que las transacciones directas o en el acto en títulos-valores gubernamentales pueden afectar su precio en el mercado secundario, las transacciones en el acto en divisas afectarán el tipo de cambio. En consecuencia, puede resultar preferible usar transacciones swap o repo (el efectivo en divisas puede ser intercambiado (swapped) y los títulos-valores denominados en divisas ser objeto de operaciones repo; el efecto del mercado monetario es el mismo). La tasación de las transacciones swap debería estar idealmente basada en la misma tasa de intervención que el banco central emplea en otras operaciones.

6. Servicios permanentes

Los servicios permanentes se consideran normalmente como un mecanismo de válvula de seguridad, y consecuentemente tienden a soportar una tasa de interés penalizada. Un banco central puede juzgar que las necesidades (netas) día a día del sistema bancario deberían ser satisfechas ya sea promediando los requerimientos de reserva o a través de frecuentes operaciones con bonos, pues en éstas el banco central tiene cierta medida de control sobre la provisión de liquidez, mientras los servicios permanentes, sobre los cuales tiene mucho menos control, al menos a corto plazo, deberían ser usados de manera mucho menos frecuente. En muchos casos, tales como el servicio de “préstamo tardío” en el Reino Unido, el servicio Lombard en Alemania o la ventanilla de descuento en Estados Unidos,

existen mecanismos adicionales, no de precio, para uso restringido. El acceso puede estar restringido a un porcentaje de capital bancario, o limitado a, digamos un máximo número de días consecutivos y/o en un mes cualquiera. Los bancos que violan estas restricciones pueden quedar sujetos a requerimientos supervisorios adicionales o, en último término, a la pérdida de autorización (una compañía excesivamente dependiente del financiamiento de banco central está demostrando, argüiblemente, incompetencia como banco).

De acuerdo con la naturaleza de válvula de seguridad de los servicios permanentes, éstos tienden a ser relativamente de corto plazo, ya sea que se usen préstamos a corto plazo (o depósitos) o repo, o la compra en el acto por el banco central de títulos-valores a corto plazo. La compra (o venta) en el acto de títulos-valores a largo plazo de divisas sería menos adecuada.

Los bancos centrales, en la mayoría de las economías de mercado desarrolladas, tienen disponibles servicios de crédito permanente. Estos, normalmente adoptan la forma de préstamos colateralizados al sistema bancario con un margen superior a la tasa de intervención del banco central; los prestatarios no pueden licitar por la tasa. El servicio de “préstamo tardío” en el Reino Unido (disponible sólo para un pequeño grupo de contrapartes), el servicio Lombard en Alemania y la ventanilla de descuento en Estados Unidos son ejemplos de esto.¹⁴

Los servicios permanentes pueden también adoptar la forma de un servicio de descuento (i.e., la compra directa o en el acto de bonos), como, por ejemplo, el derecho que tienen en el Reino Unido los bancos de compensación de ofrecer bonos de la Tesorería al banco central para su compra en el acto. En Francia, se halla disponible un servicio repo a corto plazo (de 5 a 10 días) para ciertas instituciones. En todos los casos, la definición restringida de títulos-valores adecuados (títulos-valores gubernamentales, en el caso del Reino Unido con vencimiento máximo) incrementa el valor relativo de estos títulos-valores en el sistema bancario y por lo tanto estimula su demanda.

En principio, los bancos centrales podrían también usar un servicio de depósito para establecer un nivel mínimo para las tasas de mercado. Los servicios permanentes de depósito no se usan ampliamente. Cierta número de pequeños países de la Unión Europea proveen ese servicio y en todos los casos muy por debajo de las tasas de mercado. Si la remuneración fuera cercana a las tasas de mercado, ese servicio debería ser por un periodo más largo que día a día, para evitar que los bancos sencillamente coloquen todas sus reservas libres en ese servicio; un periodo de 7-14 días puede ser suficiente. En las economías desarrolladas más grandes, los bancos cen-

14 Con la salvedad de que la ventanilla de descuento en Estados Unidos no impone una tasa penalizada.

trales tienden a usar ventas de bonos en el mercado abierto (a menudo a tasas de mercado), para absorber la liquidez y evitar que las tasas de interés del mercado caigan más de lo que se considera deseable para fines de política monetaria. (Algunos bancos centrales ocasionalmente invitaran al sistema bancario a efectuar depósitos, pero sin ofrecer un servicio permanente al sistema para que así lo haga.)

Esta asimetría entre servicios de préstamo y de depósito refleja el hecho de que en la mayoría de los mercados desarrollados el sistema bancario está permanentemente a corto de reservas. Además, la mayoría de los bancos centrales se muestran renuentes a operar en ambas direcciones (i.e., tomar prestado y prestar en el sistema bancario en el mismo día), pues prefieren satisfacer únicamente los requerimientos netos de los bancos, ya sea de préstamo o de depósito. Los servicios permanentes de depósito y préstamo podrían operar simultáneamente, sin que el banco se convirtiera efectivamente en un corredor interbancario, únicamente si las tasas usadas para ambos estuvieran penalizadas -hacia arriba para los préstamos y hacia abajo para los depósitos.

Particularmente, en un mercado en desarrollo, donde la capacidad crediticia de la contraparte puede ser difícil de evaluar, algunos bancos preferirán un depósito de bajo rendimiento en el banco central a un rendimiento de tasa de mercado de una contraparte de incierta capacidad de crédito. Si el banco central se encontrara en la situación de recibir grandes depósitos de ciertos bancos y, al mismo tiempo, en la necesidad de tener que refinanciar a otros bancos, intermediando entre los dos grupos y asumiendo el riesgo de crédito por sí mismo, puede ser que su diferencial de tasa de interés entre las de préstamo y las de depósito resultara demasiado estrecho. Por lo tanto, es importante que la tasa de interés ofrecida para un servicio permanente de depósito quede lo suficientemente por debajo de la tasa de mercado como para desalentar toda tentativa de los bancos de verla como una alternativa a un depósito interbancario.

En algunos países, las transacciones de divisas pueden operar efectivamente como un servicio permanente. Si el banco central se mantiene siempre dispuesto negociar en divisas con el mercado (y esto es muy obviamente verdad donde se halla en operación un consejo monetario), el mercado podrá siempre ajustar sus tenencias de moneda doméstica mediante la concertación de transacciones en divisas con el banco central. Sin embargo, si las transacciones en divisas son para liquidarse en un periodo de dos días (la norma internacional), los bancos no podrán satisfacer en esta forma requerimientos de reservas en muy corto plazo.

CUADRO 3

Resumen de instrumentos monetarios alternativos

	manejo monetario ^a	política monetaria ^b
	diariamente/semanalmente	mensualmente/trimestralmente /anualmente
Requerimientos de reserva (RR)	<p>El <i>promediar</i> la reserva permite a los bancos usar reservas temporalmente (durante el periodo de promedio) como un amortiguador frente a choques temporales de oferta o demanda de dinero de reserva. Las fluctuaciones en las tasas de interés diarias pueden ser moderadas.</p> <p>Los requerimientos de reserva diarios no podrían cumplir esta función estabilizadora.</p>	<p>Los <i>cambios</i> en los requerimientos de reserva (sean o no remunerados) podrían ser utilizados para suministrar más o menos liquidez a los bancos. No obstante, esta es una medida tosca y administrativamente costosa. Si los requerimientos de reserva no son plenamente remunerados, un incremento (reducción) de los requerimientos de reserva también reduciría (incrementaría) la demanda de dinero en sentido amplio. Requerimientos de reserva menos que plenamente remunerados constituyen un impuesto para los bancos. Si los RR se incrementan, los bancos pueden transferir el impuesto a los consumidores mediante la ampliación de la brecha entre sus tasas de préstamo y de depósito. Los bancos se verán alentados a desintermediar al margen de las medidas oficiales para el dinero en sentido amplio. Esta ganancia en controlabilidad de la oferta de dinero oficial puede producirse a expensas de una reducción en la estabilidad de la relación entre la medida oficial del dinero, por una parte, y los precios y el producto real, por otra.</p>
Operaciones de mercado abierto (OMO)	<p>También pueden usarse el mercado de bonos diariamente abierto o bonos repos, 0 compras en el acto y ventas de bonos a corto plazo, para compensar los</p>	<p>Las OMO pueden usarse para cambiar las tasas de interés. Usando las ventas OMO para mantener a los bancos a corto de efectivo, los bancos necesitarán tomar prestado del banco</p>

temporales choques de oferta y demanda al dinero de reserva, y así estabilizar las tasas de interés. Estos son instrumentos clave para países donde el promedio de reserva es limitado o no se permite.

Las ventas y compras de bonos de más largo vencimiento pueden usarse para incrementar o reducir el dinero de reserva por mayores periodos. Si el mercado de bonos es suficientemente profundo, son muy flexibles y pueden ejecutarse rápidamente y a través de una serie de vencimientos.

Servicios permanentes (SF)

El banco central puede limitar las fluctuaciones en las tasas de interés de mercado proporcionando servicios de préstamo o depósito que establecen un tope máximo y mínimo, respectivamente, para las tasas de mercado.

central. En este punto el banco central puede cambiar su tasa diaria de préstamo, ya sea en las compras OMO o sus SF, que a su vez afectarán otras tasas de interés en la economía.

Los servicios permanentes se establecen a iniciativa de los bancos comerciales, más bien que del banco central. En principio, los servicios de préstamo y depósito podrían ser modificados para efectuar un cambio en la política monetaria. En la práctica, sólo se usa el servicio de préstamo, y nada más por parte de algunos bancos centrales, en conjunción con las OMO. Las OMO pueden usarse para mantener a los bancos a corto de dinero. Entonces, cuando los bancos solicitan préstamos al banco central, la tasa del servicio permanente de préstamo es elevada o bajada.

a Manejo monetario -para estabilizar tasas de interés de mercado a corto plazo y la liquidez de los bancos.

b Política monetaria -para afectar sobre una base más permanente las tasas de préstamo y depósito de los bancos y/o la cuantía de los préstamos y depósitos.

La intervención esterilizada se presenta cuando el banco central compensa el impacto monetario de sus operaciones con divisas. Por ejemplo,

el banco central puede vender moneda nacional y comprar divisas para impedir que la moneda nacional se aprecie. Luego podrá “esterilizar” el consecuente incremento en la oferta monetaria a través, por ejemplo, de la venta de billetes o del incremento de los requerimientos de reserva (aunque esto último tendería a aumentar las tasas de interés y a impulsar hacia arriba con renovada presión el tipo de cambio).

7. Contrapartes

Los requerimientos de reserva, típicamente, se aplican a todos los bancos. Los servicios permanentes, normalmente, también están a disposición de todos los bancos, aunque en la práctica un número más pequeño puede asumir el papel de manejar la liquidez en beneficio de los demás¹⁵. Esto puede ser simple reflejo de economías de escala y de la especialización. Los bancos pequeños pueden encontrar más conveniente operacionalmente disponer de un servicio de sobregiro con otro banco que administrar un fondo de garantía para uso ocasional cuando se toma prestado del banco central.

Cuando el banco central comienza a usar instrumentos basados en el mercado, y particularmente las OMO, se necesita considerar si en su lugar deberá tratar con una pequeña serie de contrapartes. Hasta cierto punto esto es una cuestión administrativa. Si las OMO del banco central son poco frecuentes, por ejemplo una vez por semana, y el sistema bancario dispone de cierto margen para el manejo de la liquidez día a día (sintonización fina), ya sea promediando la reserva o vía servicios permanentes, entonces las OMO podrían involucrar a todos los bancos, y posiblemente a las compañías financieras no bancarias, tales como compañías de seguros y corredores primarios. La operación puede llevarse más tiempo, por la necesidad de tratar con un número potencialmente mayor de contrapartes que si el banco central negociara solamente con un grupo restringido. Sin embargo, para las operaciones poco frecuentes (sintonización aproximada o tosca) puede que no sea importante. Por otra parte, si el banco central realiza OMO todos los días, o varias veces al día (sintonización fina), es posible que el proceso de tratar con todos los bancos registrados demuestre ser demasiado trabajoso. Muchos países eligen efectuar las OMO con un grupo más pequeño de intermediarios, tales como contrapartes de mercado monetario en el Reino Unido o corredores primarios en Estados Unidos.

¿Cómo escoger tales intermediarios? El banco central podría optar simplemente por tratar con un grupo de los mayores bancos del país (defi-

15 Hay razones de peso para permitir el acceso a un servicio permanente a los bancos que tienen cuentas en el banco central (que pueden ser todos los bancos o un grupo restringido de bancos de liquidación), a fin de evitar ya sea sobregiros o pagos bloqueados en el banco central.

nidos por su capital pagado, o el tamaño de su hoja de balance, ya sea en una fecha particular o por el promedio durante un periodo), quizás revisando la lista una vez al año. Un argumento marginal es que esto podría inducir a algunos bancos a mejorar su hoja de balance, a fin de ser incluidos en ese grupo; cierta flexibilidad en el número de los escogidos (ie., “alrededor de 50 de los principales bancos”) podría ayudar a evitar la concentración, aunque también podría originar acusaciones de favoritismo. O los bancos podrían solicitar ser incluidos, y a cambio de esa relación especial con el banco central se les pediría asumir ciertas obligaciones, tales como hacer una valoración de fondos a corto plazo a precios de mercado. Otra posibilidad sería usar un grupo de intermediarios especialistas, que no se dedicaran al negocio bancario en general. Cualquiera que sea el criterio utilizado, es importante que tal grupo de intermediarios sea lo suficientemente amplio para que exista la competencia entre ellos.¹⁶

8. Diseñando una estructura de instrumentos de política monetaria

La mayoría de los bancos centrales en los países desarrollados usan una combinación de requerimientos de reserva, servicios permanentes y OMO. El equilibrio apropiado entre ellos dependerá de la fase de desarrollo y la estructura de los mercados financieros locales, así como de la extensión en que el banco central desea manejar el mercado. A medida que el banco central busca desarrollar instrumentos más orientados hacia el mercado, necesita decidir hasta qué punto puede permitirse que los mercados financieros manejen por sí mismos la liquidez intradiaria; y quiénes habrán de ser las contrapartes del banco central en el mercado.

El cuadro 4 presenta comparaciones del activo uso de diferentes instrumentos entre los países del G7 con propósitos de manejo monetario. Muestra la relativa importancia de los diferentes instrumentos en las principales economías cuando se enfrentan cambios en las partidas autónomas de la hoja de balance del banco central -billetes emitidos, crédito del banco central al gobierno y activos externos netos,

Todas las principales economías desarrolladas, aparte del Reino Unido, permiten **promediar la reserva**; y es la flexibilidad que se proporciona al sistema bancario por la capacidad de promediar, más bien que los cambios en el nivel de las reservas (que son poco frecuentes), lo que resulta importante aquí. Empero, el bajo nivel de reservas requeridas en Francia, en combinación con el requisito de que los bancos deben tener un balance positivo, significa que el promediar la reserva no puede desempeñar tan importante papel como en otros países. Con respecto a las operaciones de

¹⁶ Un tema relacionado se examina con más detalle en el Manual No. 6: “Corredores primarios en mercados de títulos-valores gubernamentales”.

mercado abierto, el uso de repo es predominante. En general, los países del G7, con excepción del Reino Unido, hacen un uso muy poco regular de las transacciones en el acto o directas de títulos-valores. En el Reino Unido, Francia y Alemania¹⁷ el uso de servicios permanentes está sujeto a tasas de interés penalizadoras, a fin de desalentar su empleo excesivo; en Estados Unidos y Japón se utilizan mecanismos no de precio, pero en todos los casos los servicios permanentes son un mecanismo válvula de seguridad para el manejo del mercado monetario, más bien que una herramienta clave de política monetaria.

CUADRO 4

Importancia relativa de diferentes tipos de instrumentos al tratar con cambios diarios en partidas autónomas, según promedio en 1994^a

§ ^b	Canadá	Francia	Alemania	Italia	Japón	Reino Unido	EE.UU
Reservas requeridas (vía promedio donde se permite)	•	5	6.5	25	•	□	•
Operaciones de mercado abierto	.	95	23	75	•	93	.
<i>de las cuales:</i>							
<i>repos</i>	•	94	22	74	•	55	•
directas o en el acto		1	0	0	•	22	ocasional
divisas <i>swap</i> repo		0	0	1		0	
emisión de papel comercial a corto plazo		0	1	0		15	
Servicios permanentes	•	0 ^c	12	0 ^c	• ^d	6	• ^e

Fuente para los países de la Unión Europea: Escrivá, JL y Fagan, GP (1996) "Evaluación empírica de los instrumentos de política monetaria y de los procedimientos en los países de la UE": *EMI Staff Paper No. 2*, mayo de 1996.

a Las partidas autónomas son cambios en la emisión de billetes, activos netos externos y crédito neto del banco central al gobierno.

b Para los países de la Unión Europea, respuesta relativa (%) de cada instrumento a los cambios en las partidas autónomas.

c Pero existen.

d Importantes.

e Limitados.

¹⁷ Esto se refiere al servicio Lombard, más bien que al servicio permanente de descuento. Este último, aunque subsidiado, no es importante como fuente marginal de liquidez.

9. Experiencia de países que cambian de instrumentos monetarios directos a indirectos

En un reciente estudio, el FMI comparó la experiencia de 19 países en desarrollo y anteriormente centralmente planificados en su transición de los instrumentos monetarios directos a los indirectos¹⁸. El periodo de transición supuestamente comenzó cuando los bonos del gobierno y del banco central fueron por primera vez licitados. El fin del periodo de transición se señaló por la eliminación de los controles de tasa de interés, y por créditos dirigidos por el banco central que contablemente no fueron superiores al 25% del crédito total a la economía.

Aunque existe una gran variedad de velocidad de ajuste, la duración promedio de la transición de los países del muestreo, que fue de 3.7 años, es más bien largo. Esto refleja el hecho de que lleva tiempo establecer la indispensable pericia y los arreglos institucionales para los controles indirectos basados en el mercado, así como los necesarios cambios de actitud en favor de la determinación por el mercado de las tasas de interés y la competencia en los mercados financieros. También se necesitan medidas de apoyo, tales como mejorías en los sistemas de pago, una reforzada supervisión bancaria, la remoción de las barreras a la competencia en el sector bancario, y el desarrollo de técnicas de análisis monetario. En particular se requiere una comprehensiva serie de medidas en las antiguas economías dirigidas, incluido el remplazo del sistema monobancario por un sistema de dos pisos y el cuidadoso análisis del impacto de la transición en la demanda a la vez del dinero en sentido amplio y el dinero de reserva.

El cuadro 5 describe las principales características de los instrumentos monetarios en la muestra de países. Las mismas pueden ser comparadas con las características de los instrumentos monetarios en los países plenamente desarrollados del G7 (cuadro 4) o las economías de la Unión Europea (cuadro 6). Las principales de esas características son:

- 90% de la muestra de los países desarrollados y en transición todavía usan servicios de redescuento, aunque en casi todos los casos con limitado acceso; los servicios de redescuento se usan con poca frecuencia en la mayoría de los países de la Unión Europea;

—

transición, los requerimientos de reserva constituyen más del 15% de las obligaciones de los bancos. Si se exceptúa a Portugal y, en

muy bajos en los países de la Unión Europea, así como en Estados Unidos y Japón. En la mayoría de los países los requerimientos de reserva no son remunerados.

¹⁸ FMI (1995), véanse referencias. Los países examinados se detallan en la nota de pie de página al cuadro 5.

CUADRO 5

Uso de los instrumentos monetarios en países seleccionados
al final del periodo de **transición^a**

	Porcentaje de total de países
<i>Operaciones de mercado abierto</i>	
– Mercado	
mercados primarios únicamente	50
mercados primarios predominantemente^b	30
mercados secundarios predominantemente	20
– Instrumento	
letras de la Tesorería únicamente	53
bonos del banco central únicamente	16
ambos	31
– Vencimiento^c	
1-3 meses	63
3-6 meses	58
más de seis meses	21
– Licitaciones semanales	
– Tipo de licitación	
precio uniforme	74
precio múltiple	26
– Discreción para modificar resultado de licitación	
	63
<i>Requerimientos de reserva</i>	
– Menos de 15 por ciento	58
– Remunerados	32
<i>Servicios de descuento</i>	
– Disponible	90
– Acceso limitado	79

FUENTE: FMI (1995), véanse referencias.

a Los países son: Argentina, Burundi, Chile, Egipto, Gambia, Ghana, Hungría, Indonesia, Israel, Jamaica, Kenya, Malasia, México, Filipinas, Polonia, Sri Lanka, Tailandia, Túnez y Venezuela.

b El banco central básicamente interviene por medio del mercado de nueva emisión, pero esporádicamente puede también llevar a cabo repos o *repos* revertidos con los bancos o corredores primarios.

c Como ciertos países emiten diferentes vencimientos simultáneamente, los porcentajes no suman 100.

- las operaciones de mercado abierto (OMO) son efectuadas todavía de manera predominante en mercados primarios más bien que secundarios en la muestra de países en desarrollo y en transición. En las economías desarrolladas, las operaciones de mercado abierto ocurren predominantemente en los mercados secundarios por medio de operaciones repo en títulos-valores internos;* alrededor de la mitad (53%) de la muestra de países en desarrollo y en transición usan solamente letras de la Tesorería como instrumento de las OMO; un tercio (31%) usa solamente bonos del banco central; el resto (16%) usa ambos. En contraste, sólo el de Portugal entre los bancos centrales de la Unión Europea emite sus propios bonos, mientras que en los demás países de la UE se usan de manera creciente bonos del sector privado.
- tres cuartas partes de esta muestra de 19 países en desarrollo y en transición usan precios uniformes más bien que almonedas de precio múltiple (licitación).

10. Conclusiones

No existe una sola estructura ideal de objetivos de política monetaria o de operaciones de mercado monetario, sino que varían de país en país, según el tamaño, la fase de desarrollo, la estructura de los mercados financieros, la historia y otros factores; y para cualquiera de los países los objetivos óptimos y la estructura cambian con el tiempo.

Dicho esto, ciertas cuestiones son comunes a la mayoría de los países; y el hecho de que en algunos casos se adoptan iguales o similares soluciones por clara mayoría, parece indicar que esas soluciones son en cierta forma mejores que las otras posibilidades.¹⁹

Una de las cuestiones más fundamentales consiste en decidir cuál es el objetivo que se debe adoptar: la cantidad de dinero o su precio, la tasa de interés. Los bancos centrales generalmente tienen un objetivo operacional para las tasas de interés, complementado por un objetivo intermedio para la cantidad de dinero y/o una política final para el objetivo de inflación.

Debe hacerse también una distinción entre metas de corto y largo plazo. Sobre una base día con día, los bancos centrales usualmente se fijan el propósito de mantener las tasas del mercado relativamente estables. Sin embargo, las tasas de interés se modifican periódicamente, de manera consistente con los objetivos más amplios de política monetaria para el crecimiento monetario, el tipo de cambio o la inflación.

19 Aunque también puede indicar, hasta cierto punto, que aun a los forjadores de la política monetaria les gusta hacer camino en grupo.

CUADRO 6

Estrategias de política monetaria, instrumentos y procedimientos en los países miembros de la UE, finales de 1994

	Bélgica	Dinamarca	Alemania	Grecia	España	Francia	Irlanda	Italia	Países Bajos	Austria	Portugal	Finlandia	Suecia	Reino Unido
<i>Estrategia de política monetaria</i> ^a	<i>X R</i>	<i>XR</i>	<i>MT(M3)</i>	<i>XR, MT(M3)</i>	<i>IT, XR</i>	<i>XR MT(M3)</i>	<i>XR</i>	<i>MT (M2)</i>	<i>XR</i>	<i>XR</i>	<i>XR</i>	<i>IT</i>	<i>IT</i>	<i>IT</i>
<i>Requerimientos de reserva para propósitos de política monetaria</i>	no	no	sí	Sí	Sí	Sí	sí	Sí	sí	sí	sí	sí	no	no
-Tamaño (% del PIB) ^b	n.a.	n.a.	1.3	4.3	1.4	0.1	1.3	6.7	3.7	2.8	1.8	1.3	n.a.	n.a.
-Remuneración	n.a.	n.a.	no	*	no	no	**	*	**	no	no	no	n.a.	n.a.
<i>Servicios permanentes</i> ^c														
-Servicios de préstamo por abajo o cercanas a las tasas de mercado (tasa)	□ ***	n.a.	◆ ***	cl ***	n.a.	n.a.	n.a.	□ ****	■ ****	■ ****	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
-Servicios de depósito	□	□	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	◆	n.a.	n.a.	n.a.	■	□	□	n.a.
-Refinanciamiento marginal	□	n.a.	□	◆	n.a.	□	◆	◆	n.a.	n.a.	□	◆	□	◆

Operaciones de Mercado Abierto

1. Tipo'

-Transacciones directas ^d	■	n.a.	■	n.a.	◆	□	◆	◆	n.a.	n.a.	■	□	■	
-Transacciones revertidas en títulos-valores domésticos	■	■	■	□	■	□	■	■	□	■	■	■	■	
-Transacciones <i>swap</i> en divisas	◆	□	□	□	□	n.a.	◆	□	□	□	n.a.	◆	n.a.	n.a.
2. Frecuencia de las operaciones ^e	■	□	□	◆	◆	◆	■	◆	◆	□	◆	◆	◆	■
3. Procedimientos de licitación ^c														
-licitador de volumen	◆	■	◆	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	■	□	n.a.	◆	■	◆
-licitador de tasas de interés	■	n.a.	■	□	■	■	■	■	n.a.	□	■	◆	□	■

FUENTE: Reporte Anual **EMI** 1994. n.a. = no aplicable. a Posiciones al final de 1994. XR = Objetivo de tipo de cambio; **IT** = Objetivo de inflación; **MT** = Objetivo monetario. Para los países que persiguen objetivos monetarios, el objetivo agregado aparece entre paréntesis. b Relación requerimientos de reservas en poder del banco central/PIB nominal (cifras de mediados de 1994, salvo para Portugal, cuyas cifras corresponden a fines de 1994. c Importancia de proveer (o retirar) liquidez por lo que concierne al mercado: □ bajo; ◆ intermedio; ■ alto. d Incluyen emisiones de certificados de depósito por el banco central en los casos de Dinamarca, Países Bajos y Finlandia, depósitos a plazo fijo en los casos de Irlanda y Suecia, y la colocación o la aceptación de depósitos en el mercado interbancario en los casos de Bélgica, Grecia, Países Bajos y Finlandia. e □ = Una vez a la semana aproximadamente; ◆ = varias veces a la semana; ■ = más de una vez al día. * Parcialmente. ** Cercano a las tasas de mercado. *** Por abajo del mercado. **** Cercano al mercado.

En la mayoría de los mercados desarrollados, donde los bancos centrales, en el corto plazo al menos, fijan las tasas de interés más bien que el volumen de dinero, su propósito consiste típicamente en mantener al sector bancario a corto de **liquidez**.²⁰ Esto, a su vez, obliga al sistema bancario a obtener préstamos del banco central, momento en el cual el banco central puede, si lo desea, cambiar su posición de política monetaria modificando su tasa de préstamo.

Con respecto a la ponderación de las diferentes categorías de instrumentos de política monetaria, los ajustes a los requerimientos de reserva pueden usarse típicamente en mayor medida por los países en sus fases iniciales de desarrollo del mercado. No obstante, como los requerimientos de reserva menos que plenamente remunerados constituyen un impuesto sobre el sistema bancario, se les reduce y se les cambia con menos frecuencia con propósitos monetarios, a medida que los mercados monetarios se vuelven más desarrollados y competitivos. Posteriormente, las operaciones de mercado abierto se vuelven el instrumento más importante de política, a veces apoyadas con el propósito de emparejar las tasas de interés intradiarias promediando los requerimientos de reserva o, en menor medida, los servicios permanentes (de préstamo y depósito). Estos dos últimos instrumentos son particularmente útiles cuando el banco central no puede pronosticar o medir fácilmente las necesidades de liquidez a corto plazo del sector bancario; sin embargo ceden más del control intradiario al sector bancario y dan menos oportunidad de intervenir al banco central. En mercados menos estables, el banco central puede desear disponer de mecanismos y oportunidades para intervenir con relativa frecuencia, pero al mismo tiempo puede resultarle difícil prever los flujos de liquidez. Esto puede constituir una inevitable tensión en los periodos de transición. Los servicios permanentes de préstamo son vistos típicamente como un mecanismo válvula de seguridad que establece un tope máximo para las tasas de interés del mercado, algo por encima de la banda dentro de la cual las tasas de mercado normalmente fluctúan, y en consecuencia se les utiliza con menos frecuencia.

Hay que prestar cierta atención a la naturaleza y el número de contrapartes utilizadas por el banco central. Típicamente, las operaciones frecuentes e inmediatas (liquidación en el mismo día) se efectúan con un grupo más estrechamente definido; pero a menudo, el banco central contará con más de un grupo de contrapartes, dependiendo del instrumento que usa, entre lo diversos de política monetaria de que se dispone.

Con respecto a las operaciones específicas, aquéllas cuyo vencimiento puede determinar fácilmente el banco central y que en poco tienen efecto de derrame sobre otros mercados, son normalmente preferibles. Entre

20 Esto se realiza mediante una combinación de bonos de venta y proporcionando sobre todo liquidez a corto plazo al sector bancario, de modo que éste debe renovar sus préstamos frecuentemente.

ellas figurarían repo, préstamos garantizados y **swaps** de divisas. Cada una de ellas comporta diferentes riesgos (financieros y legales); pero por ser todas revertidas (dentro de un periodo que puede ser mucho más corto que la vida restante del activo subyacente), no tienen el mismo efecto en los mercados de títulos-valores o de divisas que las transacciones directas o en el acto. Son preferibles, por lo tanto, para las operaciones de política monetaria, mientras que las transacciones directas o en el **acto** en títulos-valores gubernamentales o divisas son más útiles cuando el banco central o el gobierno desean alterar sus políticas de manejo de la deuda o de tipo de cambio.

Los instrumentos basados en el mercado pueden parecer más arriesgados, o menos seguros, que las medidas administrativas, dado que su impacto sobre el sistema bancario, y la economía en sentido amplio, no pueden ser precisamente determinados por adelantado, especialmente si no se lleva un registro de su uso. Es importante, empero, distinguir entre controles directos, cuyos efectos sobre las estadísticas pueden ser claros, pero cuyo efecto sobre la economía real es desconocido y se debilita con el tiempo; y los instrumentos indirectos, que no pueden ser administrativamente evadidos y cuyo efecto estimula el comportamiento del sistema bancario. Los bancos centrales en los mercados desarrollados han comprobado que los instrumentos basados en el mercado son, en la mayoría de las circunstancias, más flexibles y eficientes para la economía en toda su amplitud.

Apéndice 1

Titulos-valores usados en operaciones basadas en el mercado

Como son homogéneos y casi libres de riesgo de crédito, las obligaciones del gobierno (letras de la Tesorería) o del banco central (bonos del banco central) son los más comúnmente usados en el desarrollo de los mercados financieros. Los bonos del sector privado se emplean más ampliamente en cierto número de países en desarrollo. A fin de incrementar la transparencia para los participantes en el mercado en las fases iniciales del desarrollo del mercado, resulta preferible usar un instrumento, aunque podría ser de variados vencimientos. Sin embargo, las letras de la Tesorería se utilizan con una doble función: son a la vez un instrumento de política monetaria y un medio de financiar el déficit gubernamental. Las ventas de bonos necesarias para financiar cabalmente el déficit presupuestario pueden no ser consistentes con los objetivos de política monetaria para las tasas de interés o la cantidad de dinero del banco central y viceversa. Así, es importante que exista la más estrecha coordinación entre gobierno y banco central. Los gobiernos a veces subordinan la política monetaria a la po-

lítica fiscal. Por ejemplo, pueden mostrarse renuentes a ofrecer tasas de interés basadas en el mercado para las letras de la Tesorería; o si cuentan con excedente presupuestario, pueden no estar preparados para emitir más letras de la Tesorería. En estas situaciones, el banco central podría sin embargo continuar ejerciendo control monetario por medio de la emisión de sus propios bonos.²¹ Las operaciones de mercado secundario y los servicios permanentes también pueden hacer uso del papel comercial del sector privado, pero el banco central debería asegurarse de que es de suficiente elevada calidad.

Si los títulos-valores no gubernamentales se aceptan como garantía o son comprados directamente o en *repo*, el banco central necesita estar en aptitud de comprobar a su satisfacción el riesgo de crédito implicado. Un certificado de depósito (CD) emitido por el banco no proporcionaría seguridad adicional en los préstamos a ese banco, aunque un CD emitido por el banco A tal vez podría ser usado como colateral en el préstamo al banco B. De manera similar, un papel comercial emitido por una compañía y drawn on (efectivamente garantizado) por un banco con el que tenía muy estrechos vínculos, podría representar una pobre garantía para el préstamo a ese banco.

En cambio, el papel comercial drawn on por el banco A y endosado (garantizado) por el banco B podría ser usado como colateral en un préstamo al banco B. En otras palabras, el banco central tiene que asegurarse de que el colateral proporcionado de hecho reduce su exposición al riesgo de crédito dentro de límites aceptables. Esto podría implicar restricciones en títulos-valores aceptables, tales como un máximo para vencimiento original y tal vez un máximo más bajo para vencimiento residual; cierta evidencia, en el caso de papel comercial, de que se halla implicada una transacción subyacente en bienes físicos; y tal vez hasta cierta calificación de crédito de las compañías cuyos bonos van a ser aceptados.

En los casos en que se aceptan títulos-valores como colateral o se usan en transacciones *repo*, el banco central debería considerar el tomar (pero no dar) margen. Por ejemplo, si un banco desea tomar en préstamo 100, podría ser requerido para que proporcione títulos-valores con un valor actual de mercado de 105. En los mercados desarrollados, normalmente se requiere que el prestatario mantenga el margen. Si el valor de los títulos-valores en cuestión cae en el mercado secundario, deberán proveerse más; si se eleva, será posible retirar algunos. Si el margen se mantiene diariamente, entonces el prestamista se expone a riesgo de pérdida únicamente

21 Esto implicará que el banco central más bien que el gobierno incurre en el costo directo de tasa de interés de la emisión de bonos. Aunque representativamente esto reducirá los beneficios del banco central, el costo final sigue siendo soportado por el gobierno, en la medida que los beneficios del banco central son normalmente remitidos periódicamente al gobierno.

si el precio de mercado de los títulos-valores declina más de 5% (o no importa cuán grande sea el margen) durante el día.

Apéndice 2

Tamaño de las operaciones

Si el banco central inyecta o retira liquidez durante una semana, un mes, o un año, entonces simultáneamente establece la tasa de interés marginal para el mismo periodo. La discusión sobre el establecimiento de tasas oficiales sugiere que la mayoría de los bancos centrales buscaba afectar las tasas a corto plazo directamente en sus operaciones monetarias, y esto implica que el vencimiento de las operaciones del banco central debería ser también de corto plazo. Si el vencimiento promedio ponderado del acervo de préstamos del banco central al sector bancario es, digamos, dos semanas (diez días laborables), entonces el acervo (o la liquidez retirada del sector bancario) será de veinte veces el tamaño de sus operaciones promedio diarias. ¿Importa el tamaño del acervo y/o de los flujos? ¿Y, será afectado el sistema bancario por su posición neta o bruta frente al banco central?

Algunos arguyen que el tamaño del acervo y de los flujos no importa: basta que el banco central sea el proveedor marginal de liquidez al sector bancario para que éste pueda controlar las tasas de interés al vencimiento en que interviene. Ese argumento da por supuesto, sin embargo, que los mercados funcionan perfectamente y que los agentes económicos responden predecible e inmediatamente a las más pequeñas desviaciones en sus costos o ingresos marginales. En la práctica, es más probable que lo importante sea el tamaño del acervo. En un sistema de mercado, la tasa OMO del banco central influye únicamente si el sector bancario necesita, o espera tener necesidad, de tomar prestado (o tal vez depositar efectivo excedentario) a esa tasa. Únicamente si los bancos tienen (o anticipan) la necesidad de efectuar *sustanciales* volúmenes de transacciones (con relación al tamaño de sus hojas de balance) a la tasa del banco central, los cambios en esa tasa influirán de manera significativa en las estructuras de las propias tasas de interés de los bancos.

El banco central puede estructurar sus operaciones de modo de influir en ese volumen de transacciones, mediante la inyección o el retiro de liquidez en vencimientos diferentes. Por ejemplo, en el Reino Unido el programa de letras de la Tesorería permite al banco central retirar un monto variable de liquidez del sistema bancario a tres meses de vencimiento, obligando a los bancos a incrementar su obtención de préstamos del banco central. Las variaciones en el volumen de ventas de letras de la Tesorería pueden usarse para compensar los factores estacionales que influyen en la

necesidad del sector bancario de tomar prestado del banco central. El mismo resultado podría ser logrado mediante un convenio para que el gobierno tenga balances en los bancos comerciales²², y en ocasiones transferir depósitos entre los bancos comerciales y el banco central, a fin de influir en la necesidad de los bancos comerciales de tomar prestado del banco central.

Para un acervo dado de préstamos del banco central al sector bancario, cuanto más largo el promedio de vencimiento de las operaciones del banco central, más pequeña será su escala promedio diaria y más tiempo se requerirá para que un cambio en la tasa de intervención del banco central afecte el comportamiento bancario. Esa es la razón de que los bancos centrales generalmente prefieran proporcionar asistencia sobre una base a corto plazo.

Apéndice 3

Descentralización

En la mayoría de los países no hay más que un centro financiero, y los bancos o compañías financieras que desean funcionar en el corazón del sistema bancario deberán tener una oficina, si no su oficina matriz, en ese centro. Frecuentemente, los bancos y otras instituciones financieras están estrechamente agrupados alrededor del banco central y las bolsas, ya que, con anterioridad al generalizado uso de medios electrónicos de comunicación, la proximidad física era necesaria para una fácil y rápida comunicación y la liquidación de las transacciones. La *City* de Londres (la “Milla Cuadrada”) es un ejemplo sin rival de esa centralización.

En países más grandes (tales como EE.UU y Rusia) puede que existan varios centros financieros, posiblemente cubriendo cierto número de husos horarios. Esta multiplicidad de centros puede originar dos problemas: primero, ¿cómo el sistema financiero en conjunto, y el banco central en particular, pueden abarcar operaciones en diferentes zonas de tiempo -particularmente si, como por ejemplo en Rusia, existen grandes espacios de tiempo, y en ciertos casos, ninguna yuxtaposición en horas de trabajo? Segundo, si el banco central tiene que operar en cierto número de centros diferentes, ¿cómo puede asegurar la coordinación de sus acciones sin desacelerar sus operaciones más de lo razonable?

Por lo que se refiere a la cuestión de oportunidad, tal vez la cuestión clave sea adoptar una política clara y consistente para definir el término de un día de trabajo. Para ciertos propósitos esto tal vez tenga que tener un

²² El gobierno de EE. UU tiene las llamadas cuentas “TT&L” en los bancos comerciales, garantizadas por títulos valores emitidos por el gobierno para eliminar el riesgo de crédito. El gobierno alemán también tiene depósitos en los bancos comerciales.

carácter universal -por ejemplo, las horas de operación y la política contable de un sistema de pagos o liquidaciones a la medida de una nación. Y ciertos contratos tendrán que especificar que zona de tiempo se usa -por ejemplo, “pago a ser recibido a 3:00 p.m. hora de Londres”. Para otros, sería sobre una base banco por banco -por ejemplo, un banco puede definir el término del día, según sus propios propósitos contables, en un momento particular cada tarde, tal vez cuando los datos electrónicos son descargados para su procesamiento nocturno en paquetes. En cualquier caso, la fecha de liquidación de una transacción probablemente será más crítica que la fecha de transacción.

Para otros propósitos, el banco central y los mercados financieros podrían aceptar una desigualdad entre regiones diferentes. La liquidación en el mismo día para transferencias de mucho valor sólo estaría disponible en un gran centro, con fundamento en que las compañías para las que esto es importante probablemente contarán con una oficina en la capital financiera, mientras que el valor agregado de proceder a establecer un sistema de ese tipo en toda la extensión del país puede ser que no justifique los costos implicados.

La segunda cuestión; que la coordinación y consistencia de las propias operaciones del banco central se basa en forma importante en si únicamente las transacciones, o también las decisiones, son las que podrían ser descentralizadas. Esto, a su vez, puede depender del equilibrio político en el país entre federalismo/regionalismo y centralización. En cualquier caso, empero, tiene sentido que se permita a los bancos comerciales tratar solamente con la oficina matriz o una sucursal designada del banco central; o para que sea sólo la oficina matriz del banco comercial la que pueda tratar con el banco central. Esto contribuiría a evitar confusiones si, por ejemplo, varias sucursales del banco comercial realizaran transacciones con diferentes sucursales del banco central.

Si los *requerimientos de reserva* de un banco se mantienen en una sola cuenta, la tarea del banco central resultará más fácil. En la medida que los *servicios permanentes* se usan por iniciativa de los bancos comerciales en diferentes sucursales del banco central, y éste desee limitar el acceso global del sistema bancario a los préstamos del servicio permanente, puede que tenga necesidad de poner limitaciones adicionales a cada una de sus sucursales, o imponer una información rápida al centro del uso de los servicios permanentes, de modo que pueda monitorear el total. Empero, con las *operaciones de mercado abierto*, en que el banco central toma la iniciativa (y en las que aun en el interior de la oficina matriz sea difícil la coordinación de los diferentes tipos de **OMO** que pueden afectara los mercados financieros) resultará más eficiente que las decisiones sean tomadas, y posiblemente también implementadas, centralmente. Si la implementación debe ser descentralizada, la división de operaciones de merca-

do abierto del banco central tendrá que contar con los necesarios sistemas para una rápida comunicación con sus sucursales, a fin de minimizar el retraso entre la toma de decisiones y su implementación.

Puede haber ocasiones en que la liquidez en el sector bancario no parezca estar fluyendo fácilmente de una región a otra, lo que dará por resultado diferentes tasas de interés a lo largo y ancho del país y, por lo tanto, como consecuencia, una desequilibrada política monetaria. El banco central tendrá entonces que distinguir entre problemas ocasionados por una infraestructura financiera, en donde puede desempeñar legítimamente un papel para facilitar las transferencias de liquidez (por ejemplo, prestando a una región más bien que a otra); y, por otra parte, las diferencias causadas por baja capacidad de crédito, o comportamiento ineficiente o falta de competitividad de los bancos en una región en particular. En este último caso, el banco central debería dejar que los mecanismos del mercado resolvieran el problema; o, tal vez, desempeñar un papel catalítico, temporal, con tal de que pueda evitar asumir a su vez un riesgo excesivo.

Si el banco central esta preparado para aceptar papel comercial, así como títulos-valores gubernamentales en sus operaciones de mercado monetario, entonces, dependiendo de cómo se defina ese papel comercial, puede ser necesario usar la red de sucursales del banco central para supervisar la adecuación del papel comercial emitido por compañías en la localidad de la sucursal (o, en caso de incumplimiento por parte del banco prestatario, para su presentación a la compañía comercial, a fin de que efectúe su pago). En este caso, la decisión a favor de la descentralización dependería no en proveer o no liquidez, sino en si se debería aceptar un bono particular como colateral en una operación dada.

Lectura adicional

- Aspetsberger, A. (1996) "Open Market Operations in EU Countries", *EMI Staff Papers, No. 3*, mayo.
- Banco de Inglaterra (1988) "Bank of England Operations in the Sterling Money Market".
- Escrivá, JL. y Fagan, GP. (1996) "Empirical Assessment of Monetary Policy Instruments and Procedures in EU Countries", *EMI Staff Papers, No. 2*, mayo.
- Fondo Monetario Internacional (1995) "The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy", Departamento de Asuntos Monetarios y Cambios, Documento Ocasional, No. 126.
- Goodhart, C. y Vinals, J. (1994), "Strategy and Tactics of Monetary Policy: examples from Europe and the Antipodes", *LSE Financial Markets Group*, Documento Especial, No. 61, agosto.
- Instituto Monetario Europeo (1994), Informe Anual.
- Schnadt, N. (1994), "The Domestic Money Markets of the UK, France, Germany and the US". Informe con tema proyecto de investigación de la *City*, London Business School.

Índice

	<i>Pág.</i>
Resumen	1
1. Introducción	2
2. Controles directos	2
3. Instrumentos indirectos	3
4. Requerimientos de reserva	13
5. Operaciones de mercado abierto.	19
6. Servicios permanentes	27
7. Contrapartes	32
8. Diseñando una estructura de instrumentos de política monetaria.	33
9. Experiencia de países que cambian de instrumentos monetarios directos a indirectos	35
10. Conclusiones	37
Apéndice 1	41
Apéndice 2	43
Apéndice 3	44
Lectura adicional	47

Este Ensayo fue publicado por el
Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos
Durango 54, Col. Roma, México, D.F., 06700
Tel. (525) 533-0300;
Telefaxes: (525) 5146554, (525) 207-2847,
(525) 207-7024 y (525) 525-4432.
Se terminó de imprimir en mayo de 1997
México, D.F.
El tiraje fue de 300 ejemplares
Impreso por:
Editorial y Comunicación