Instrumentación de la política monetaria: perspectivas de futuro

José Isidoro García de Paso

I. INTRODUCCIÓN

Los bancos centrales que operan en un sistema financiero moderno normalmente tienen a su disposición diferentes instrumentos con los que influir sobre la conducta económica y financiera de los agentes privados. En la mayor parte de las economías, entre esa gama de instrumentos se incluye la capacidad para: 1) determinar la cantidad de activos de caja que las entidades financieras de depósito deben mantener en relación a sus pasivos (el coeficiente legal de caja); 2) modificar la oferta de esos activos de caja mediante la compraventa de valores (privados y, más habitualmente, públicos) de las carteras de los propios bancos centrales; 3) prestar directamente activos de caja a las entidades financieras: 4) fijar condiciones mínimas a diferentes operaciones crediticias, y 5) regular toda una diversidad de aspectos de las actividades ordinarias que llevan a cabo las entidades financieras. De toda la gama de instrumentos distintos del coeficiente legal de caja, el elemento clave de la función de instrumentación de la política monetaria, en la mayoría de los países desarrollados es la compra y venta de valores (o, en otra terminología, las operaciones de mercado abierto), si bien en algunos países el préstamo directo de activos de caja por parte del banco central a las entidades financieras, o el depósito directo de esos activos que llevan a cabo estas últimas en sus cuentas con el banco central, también presentan una importancia sustancial. No obstante, lo más común es que las modificaciones en la política de préstamo/depósito directo de activos de caja se consideren de trascendencia significativa, en la medida en que los participantes en los mercados financieros entiendan que señalizan la dirección futura de las operaciones de mercado abierto.

Dada la importancia relativa de este tipo de opera-

ciones de mercado abierto, el denominado "problema instrumental" de la política monetaria surge como consecuencia de especificar de qué manera conducirá un banco central dichas operaciones. En concreto, se trata de elegir una variable que el banco central pueda fijar de manera directa a través de la compra v venta de valores de su cartera y, por tanto, el valor de lo que vaya a servir como guía para llevar a cabo esa función. Como las operaciones de mercado abierto no son sino una actividad de compraventa, la variable instrumental a utilizar por el banco central puede ser una cantidad o un precio. Así, un banco central puede comprar o vender un volumen concreto de valores de manera que provea (en caso de compra) o retire (en caso de venta), de forma totalmente inelástica, la contrapartida de ese volumen en términos de activos de caja. Alternativamente, el banco central puede fijar un precio específico al que está dispuesto a comprar o vender cualquier cantidad de valores que a ese precio estén interesados en negociar los agentes privados del mercado. Operando de esta manera, el banco central permite a estos agentes determinar, de forma totalmente elástica, la cantidad de activos de caja que desean mantener al precio fijado por el banco central. Una vez decidido por el banco central qué tipo de variable (precio o cantidad) desea determinar, deberá elegir, de manera adicional, cuál es la variable concreta a fijar. En el caso de una variable de cantidad, el banco central debe decidirse entre distintas aproximaciones a los activos de caja bancarios (activos totales, activos totales menos préstamos directos tomados del banco central, base monetaria, base monetaria ajustada por variaciones del coeficiente de caja, etc.). En el caso de una variable de precio, el banco central puede decidir centrarse en el tipo de interés a un día del mercado interbancario, en el tipo de interés de alguna clase de deuda pública a corto plazo, etc. (Friedman, 1990).

CUADRO NÚM. 1 IMPORTANCIA RELATIVA DE LAS DISTINTAS OPERACIONES QUE LLEVAN A CABO LOS BANCOS CENTRALES EN LA UNIÓN EUROPEA

(En porcentaje sobre la oferta neta de liquidez de los bancos centrales en el bienio 1993-1994)

	ALEMANIA	FRANCIA	ESPAÑA	ITALIA	REINO UNIDO	GRECIA
Operaciones de mercado abierto	67,3	99,9	94,7	97,5	95,6	34,8
Repos en valores nacionales	76,7	83,5	120,3	56,8	127,0	10,3
Compras en firme	2,2	16,4	11,4	0,0	51,2	0,0
Otros	-11,6	0,0	-37,0	40,7	-82,6	245,0
Facilidades de crédito y depósito Facilidad de crédito a tipos	32,6	0,1	5,3	2,6	4,3	65,2
por debajo del mercado Facilidad de crédito a tipos	31,8	0,0	0,0	2,4	0,0	90,1
por encima del mercado	0,8	0,1	5,3	0,2	4,3	5,9
Facilidad de depósito a tipos por debajo del mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-30,9

	AUSTRIA	FINLANDIA	IRLANDA	PORTUGAL	BÉLGICA	HOLANDA	SUECIA
Operaciones de mercado abierto	0,0	100,0	97,0	117,2	95,2	-2,7	101,6
Repos en valores nacionales	0,0	-6,0	158,6	119,0	117,6	75,0	-77,5
Compras en firme	0,0	0,0	0,0	0,0	28,2	0,0	72,0
Otros	0,0	106,0	-61,6	-1,8	-50,6	77,7	107,0
Facilidades de crédito y depósito	100,0	0,0	3,0	-17,2	4,9	102,7	-1,6
Facilidad de crédito a tipos por debajo del mercado	100,0	0,0	0,0	0,0	3,9	102,7	0,0
Facilidad de crédito a tipos por encima del mercado	0,0	0,0	8,3	0,0	3,1	0,0	0,5
Facilidad de depósito a tipos por debajo del mercado	0,0	0,0	-5,3	-17,2	-2,1	0,0	-2,1
Fuente: Escrivá y Fagan (1995).						_	

La experiencia histórica vivida desde los años ochenta ha conducido, en la mayoría de los países desarrollados, a que los bancos centrales se encuentren utilizando en la actualidad como variable instrumental los tipos de interés a corto plazo (habitualmente, el tipo interbancario a un día).

El conjunto global de instrumentos operativos de que disponen los bancos centrales a la hora de ejecutar la política monetaria debe cumplir una serie de funciones (Ortega y Quirós, 1997). En primer lugar, deben permitir guiar la evolución de los tipos a corto plazo del mercado interbancario. En segundo lugar, deben señalizar, en la medida de lo posible, el grado de restricción monetaria deseada por el banco central y, así, influir en la formación de expectativas de los agentes privados. Asimismo, deben constituir una adecuada contrapartida de la demanda u oferta neta de liquidez del sistema financiero y permitir el acceso de las entidades financieras a la liquidez en última instancia del banco central, facilitando la evolución ordenada de los sistemas de pagos.

El diseño del conjunto global de instrumentos operativos de política monetaria y la combinación que de ellos se haga deben venir dictados por una serie de criterios a cumplir (Ortega y Quirós, 1997). En primer lugar, debe lograrse el control eficiente de la variable instrumental elegida, de manera que si ésta se refiere a un tipo de interés a corto plazo, la instrumentación debe permitir mantener el nivel deseado de ese tipo, así como poder inducir variaciones en él. En segundo lugar, la instrumentación de la política monetaria debe llevarse a cabo en un entorno de libre mercado, eliminando distorsiones que afecten a la asignación libre y eficiente de los recursos financieros. Un tercer criterio se refiere a la sencillez del diseño instrumental para poder reflejar con nitidez el grado deseado por el banco central de restricción monetaria, mientras que el cuarto criterio tiene que ver con la flexibilidad y la simetría del esquema de control monetario, de manera que puedan inducirse variaciones al alza y a la baja de la variable instrumental, y con la misma eficiencia ya sean grandes o pequeñas.

En la actualidad, desde una perspectiva descriptiva, puede argumentarse que los bancos centrales de los países desarrollados disponen de tres grupos de instrumentos diferentes de política monetaria: el coeficiente legal de caja, las operaciones de mercado abierto y las facilidades de crédito y depósito.

II. LA SITUACIÓN ACTUAL DEL COEFICIENTE LEGAL DE CAJA

La utilización del coeficiente legal de caja se encuentra experimentando una profunda evolución en muchos países como consecuencia de cambios en el sistema financiero y también en los procedimientos operativos de la política monetaria. A pesar de que en períodos pasados este coeficiente se consideró esencial para el control de los agregados monetarios y crediticios, y para proporcionar estabilidad al sistema financiero, en los últimos años su importancia ha ido reduciéndose, para pasar a considerarse no como un instrumento fundamental, sino meramente complementario de las operaciones de mercado abierto y de las facilidades de crédito y depósito. Como consecuencia de este cambio de énfasis en el coeficiente de caia, muchos países han disminuido su nivel (por ejemplo: Estados Unidos, Alemania, Francia, Japón y España) y algunos países lo han suprimido por completo (por ejemplo: Canadá, Nueva Zelanda, Reino Unido, Bélgica, Dinamarca, Holanda y Suecia).

En los países que lo utilizan, las entidades de depósito están obligadas a mantener una proporción de algunos de sus pasivos (denominados "pasivos computables") en forma de reservas (bien como activos de caja en las cuentas de las entidades financieras en el banco central, bien como efectivo en sus propias cajas, o bien como una combinación de ambas). Dependiendo de los países, el coeficiente de caja es común para todos los pasivos computables o bien difiere entre éstos, de forma que los pasivos más líquidos (por ejemplo, los depósitos a la vista) suelen afrontar un coeficiente más elevado. Es habitual que las entidades de depósito puedan cubrir el coeficiente en promedio durante un período de tiempo dado (que varía entre distintos países, siendo habitual un mes, aunque en España sean diez días o en Estados Unidos sean dos semanas), y que exista un desfase entre el período de cómputo de los pasivos y el período de mantenimiento de las reservas.

En general, el coeficiente de caja no se remunera, y en los pocos casos en que sí se hace, la remuneración suele ser sensiblemente inferior a la del mercado. Como consecuencia, si el coeficiente legal es superior a la proporción de los pasivos computables que las entidades financieras desean mantener libremente para respaldar su operativa ordinaria, habrá activos de caja bancarios no deseados que estén soportando una imposición de carácter indirecto, al estar remunerados a tipos nulos o inferiores a los de mercado.

Parece claro que la razón inicial de la introducción

del coeficiente legal de caja en numerosos países fue la supuesta estabilidad que proporcionaría al sistema financiero, al reducir la probabilidad de que las retiradas de fondos de los depositantes generasen un problema de liquidez a las entidades financieras y, en última instancia, un problema de solvencia. Sin embargo, con el paso del tiempo, la instauración de sistemas de aseguramiento de depósitos y la mayor presencia de los bancos centrales como prestamistas de última instancia han contribuído a que esa motivación inicial fuera perdiendo importancia. Por el contrario, la mayor presencia, en los años setenta, de las estrategias de control de agregados monetarios como objetivos intermedios de la política monetaria amplificó la importancia del coeficiente legal de caja, en su papel de integrante fundamental del multiplicador monetario que relaciona la liquidez de base con el volumen de agregados monetarios más amplios. Sin embargo, este papel ha ido decayendo a partir de la primera mitad de los años ochenta. En la actualidad, el coeficiente de caja juega un papel más secundario dentro de las estrategias de instrumentación monetaria, utilizándose para estabilizar la demanda de activos de caia de las entidades financieras. lo cual permite al banco central influir con mayor facilidad sobre el nivel de los tipos de interés a corto plazo. Esta función se lleva a cabo cuando, ante perturbaciones inesperadas, las entidades financieras pueden utilizar como amortiguador los activos de caja retenidos por el coeficiente, lo cual precisa que el nivel de éste sea suficientemente superior al mínimo técnico de cada entidad (Weiner, 1992; Feinman, 1993).

Sin embargo, la tendencia anteriormente reseñada a la reducción o a la desaparición de los coeficientes legales de caja implica que, en algunos países, la política monetaria se instrumenta ya en la actualidad en un marco en el que los coeficientes de caja no limitan las posibilidades de actuación de las entidades de depósito. En los casos en que el coeficiente de caja es nulo, esto es obvio, mientras que en los casos en que el coeficiente de caja es suficientemente bajo, pueden existir instituciones "económicamente no restringidas", esto es, instituciones cuyos depósitos no se encuentran limitados efectivamente por la cantidad de activos de caja drenada por el coeficiente. En estos últimos casos, la última unidad monetaria depositada por una institución financiera en su banco central tiene como objetivo la liquidación de operaciones ordinarias que dicha institución lleva a efecto por su cuenta o por cuenta de sus clientes (para una discusión empírica amplia de las entidades financieras económicamente no restringidas en Estados Unidos, con un coeficiente de caja del dos por ciento de los depósitos a la vista, véase Anderson y Rasche, 1996).

CUADRO NÚM. 2 NIVEL DEL COEFICIENTE LEGAL DEL CAJA EN EL MUNDO DESARROLLADO (Años seleccionados)

_	D	EPÓSITOS A LA VISTA	1		DEPÓSITOS A PLAZO	
_	1989	1992	1996	1989	1992	1996
Estados Unidos	3,00	0,00	0,00	12,00	10,00	10,00
Alemania	4,95	4,95	2,00	4,95	4,95	2,00
Francia	3,00	0,00	0,00	5,50	1,00	1,00
Japón	2,50	1,30	1,30	1,75	1,20	1,20
Canadá	3,00	0,00	0,00	10,00	0,00	0,00
Reino Unido	0,45	0,35	0,35	0,45	0,35	0,35
Nueva Zelanda	0,00	0,00	Z0,00	0,00	0,00	0,00
España	18,00	5,00	2,00	18,00	5,00	2,00
Fuente: Sellon y Weiner (1996).		/				

III. IMPLICACIONES DE LA REDUCCIÓN O ANULACIÓN DEL COEFICIENTE DE CAJA PARA LA POLÍTICA MONETARIA

Si una entidad financiera se encuentra económicamente no restringida por el coeficiente legal de caja, su demanda de activos de caja no queda determinada por la demanda de depósitos bancarios de su clientela, sino por la necesidad de mantener saldos para compensar y liquidar operaciones, de forma que evite así incurrir en un descubierto en su cuenta con el banco central. Esta situación conlleva el establecimiento de una conexión directa entre la política monetaria y el sistema de pagos de un país. A medida que se aproxima la hora de cierre diaria de los mercados financieros -momento éste en el que el banco central contabiliza los pasivos computables y depósitos de las entidades, así como sus reservas-. el tamaño del saldo que una entidad desea mantener en el banco central depende más de sus expectativas sobre perturbaciones no anticipadas que puedan producirse al final del día que del nivel de sus pasivos. La entidad financiera puede hacer un seguimiento del saldo de su cuenta en el banco central de manera que persiga un saldo positivo al cierre, pero sólo con el fin de evitar incurrir en un descubierto penalizado en su cuenta si se producen liquidaciones adversas inesperadas al final del día. Obviamente, el mantenimiento de reservas en exceso provoca un coste de oportunidad para la entidad como consecuencia del interés que podría haber obtenido con esos fondos prestándolos en el mercado interbancario.

En esta nueva situación, la demanda de activos de caja a lo largo del día dependerá fundamentalmente de las liquidaciones de operaciones diarias (o, mejor aún, de las expectativas que las entidades financieras tengan acerca de cuáles serán esas liquidaciones y de qué tipo de perturbaciones podrían afectar a sus cuentas con el banco central al final del día). Por consiguiente, se tratará de una demanda diaria de activos de caja, y las entidades financieras no desearán arbitrar entre unos días y otros, esto es, no actuarán para estabilizar el tipo interbancario manteniendo activos de caja excedentarios, cuando los tipos son bajos, o deficitarios, cuando los tipos son más elevados. Si los coeficientes legales de caja son vinculantes para las entidades, la demanda de activos de caja viene determinada por unas necesidades promediadas a lo largo del período de mantenimiento (por ejemplo, diez días en el caso español), mientras que cuando los coeficientes no son vinculantes, la demanda de activos de caja es diaria y no existe promediación, las demandas de activos de caja de las entidades financieras son más difíciles de predecir y, por consiguiente, y en ausencia de arbitraje, cualquier sorpresa que afecte a la demanda de activos de caja o al balance del banco central se reflejará en el mercado interbancario de fondos. En consecuencia, los tipos interbancarios serán más volátiles no sólo de un día para otro, sino también dentro del mismo día (Kohn, 1996).

A continuación, desarrollamos de una forma más sistemática estas implicaciones de los menores coeficientes de caja con respecto a la mayor importancia de los sistemas de pagos de un país, y a la mayor volatilidad de los tipos de interés.

IV. LA POLÍTICA MONETARIA Y EL SISTEMA DE PAGOS

Cuando nos encontramos en un sistema bancario tradicional con coeficientes de caja vinculantes, los tipos de interés a corto plazo (por ejemplo, el tipo in-

CUADRO NÚM. 3
CARACTERÍSTICAS DEL COEFICIENTE DE CAJA EN LA UNIÓN EUROPEA (*)

	ALEMANIA	FRANCIA	ESPAÑA	ITALIA	REINO UNIDO 0,35	
Nivel (porcentaje)	2,0	0,0-1,0	2,0	15,0		
Remuneración	no	no	no	sí	no	
Período de cómputo	10 días	1 día	10 días	1 mes	6 meses	
Período de cobertua	10 días	1 mes	10 días	1 mes	6 meses	
Desfase entre ambos	2 días	15 días	2 días	45 días	6 meses	
	GRECIA	AUSTRIA	FINLANDIA	IRLANDA	PORTUGAL	
Nivel (porcentaje)	9,0	3,0-5,0	1,0-2,0	3,0	2,0	
Remuneración	sí	no	no	sí	sí	
Período de cómputo	1 mes	1 mes	1 día	1 día	7 días	
Período de cobertua	1 mes	1 mes	1 mes	1 mes	7 días	
Desfase entre ambos	1 mes	15 días	60 días	50 días	3 días	

^(*) En Bélgica, Holanda, Dinamarca y Suecia no se aplica.

Fuente: Instituto Monetario Europeo

terbancario a un día) vienen determinados por la oferta y la demanda de activos de caja bancarios, de modo que el sistema de pagos del país, al influir sólo de manera secundaria en esas oferta y demanda de activos de caja, supone al mismo tiempo una escasa influencia sobre la conducción de la política monetaria. Por el contrario, si los coeficientes de caja dejan de ser vinculantes, la demanda de activos de caja pasa a depender de las necesidades de realización de pagos que tengan las entidades financieras, de tal manera que el sistema de pagos y la instrumentación de la política monetaria quedan estrechamente relacionados.

Cuando el coeficiente de caja es vinculante, el tipo de interés del mercado interbancario a un día queda determinado por la intersección de la oferta y la demanda de activos de caja, como en el gráfico 1. La demanda de activos de caja D procede esencialmente de la necesidad que tienen las entidades financieras de mantener esos activos para cubrir el coeficiente y, en menor medida, de la necesidad de mantener algunos saldos precautorios para evitar deficiencias en sus cuentas con el banco central. La curva D presenta pendiente negativa porque: a) unos tipos de interés más elevados provocan que los clientes de las entidades financieras trasladen fondos desde sus depósitos computables hacia otros activos menos líquidos y no computables, y b) el coste de oportunidad de mantener activos de caja excedentarios (y, por tanto, ociosos) aumenta si el tipo de interés del interbancario sube, lo que hace que las entidades financieras reduzcan sus saldos precautorios.

La oferta de activos de caja S depende predominantemente de la actuación del banco central mediante sus operaciones de mercado abierto y sus facilidades de crédito y depósito, y de manera secundaria, de los factores autónomos de generación de liquidez de base (las reservas de divisas –que se ven influidas por la política cambiaria del país– y los flujos de fondos que entran y salen de las cuentas que el sector público mantiene en el banco central). Si el banco central utiliza exclusivamente operaciones de mercado abierto para controlar la cantidad ofrecida de activos de caja, la curva de oferta S es una línea vertical. Sin embargo, si existen facilidades de crédito y depósito, y dependiendo de cómo se administren estas facilidades, la curva de oferta S puede tener pendiente positiva o puede presentar tramos horizontales (véase más adelante el apartado V).

El tipo de interés del interbancario a un día, i^* , viene determinado por la intersección entre la demanda D y la oferta S de activos de caja. El banco central instrumenta la política monetaria utilizando operaciones de mercado abierto que desplazan la oferta S hacia la derecha (compra de valores e inyección de liquidez) si se desea un descenso del tipo interbancario, o hacia la izquierda (venta de valores y drenaje de liquidez) si se precisa un incremento del tipo interbancario.

En este marco de la demanda total de activos de caja, sólo la demanda precautoria de activos excedentarios es probable que dependa del sistema de pagos del país, de manera que las modificaciones de ese sistema –tales como nuevos procedimientos de compensación y liquidación interbancarios— tendrán un escaso efecto sobre el mercado de activos de caja, y no interferirán significativamente en la capacidad que tiene el banco central de influir sobre el tipo interbancario mediante el control de la oferta de activos de caja.

GRÁFICO I S Activos de caja

Cuando el coeficiente de caja no es vinculante, seguirá existiendo una demanda de activos de caja, pero ahora como consecuencia de la necesidad de hacer pagos que tienen las entidades financieras. Entonces, esta demanda de saldos en el banco central para operaciones de compensación y liquidación dependerá ahora de las características institucionales del sistema de pagos del país, así como de los criterios que utilice el banco central con respecto a los descubiertos en que puedan incurrir las entidades en sus cuentas con aguél. Así pues, cuanto mayor sea la incertidumbre sobre los flujos de pagos netos, y cuanto mayor sea la penalización por descubiertos en cuenta, mayores saldos de activos de caja mantendrán las entidades financieras. Al mismo tiempo, al tratarse de una demanda fundamentalmente precautoria -con el fin de no incurrir en descubiertos en cuenta-, dicha demanda dependerá negativamente del tipo de interés interbancario. Como consecuencia, el esquema del gráfico 1 (curva de demanda D con pendiente negativa y curva de oferta S vertical) sigue proporcionando un marco conceptual para la política monetaria, es decir, ésta puede operar a través de los tipos de interés a corto plazo aunque no exista un coeficiente legal de caja (o aunque exista, pero no sea vinculante).

Sin embargo, surgen dificultades prácticas a la hora de implementar la política monetaria ya que, ante desplazamientos imprevistos de la demanda *D*, será más difícil controlar el nivel de los tipos de interés a corto plazo.

V. LA VOLATILIDAD DE LOS TIPOS DE INTERÉS

La mayoría de los bancos centrales conducen diariamente la política monetaria intentando estabilizar el tipo de interés del mercado interbancario alrededor de un objetivo. Si el coeficiente de caja es vinculante, el banco central podrá influir sobre ese tipo de interés siempre que pueda predecir con precisión tanto la demanda global de activos de caja como los factores autónomos que desplazan la oferta de esos activos. Si, por ejemplo, en el gráfico 2 se incrementa la demanda de depósitos bancarios computables, lo que desplaza a la derecha la curva D hasta D', el tipo de interés interbancario tenderá a elevarse por encima del tipo deseado i*, a menos que el banco central invecte activos de caja adicionales en el mercado, desplazando la oferta hasta S'. Por tanto, los tipos de interés efectivos vendrán caracterizados por una volatilidad alrededor del tipo deseado siempre que existan errores en la predicción de la demanda o de la oferta autónoma de activos de caja.

En un marco donde el coeficiente de caja no es vinculante, la demanda operativa de activos de caja va a depender de los flujos de pagos netos esperados y de las características institucionales del sistema de pagos que afectan al patrón temporal de esos pagos netos. Al tratarse de una demanda diaria de activos de caja, no promediada y sin arbitraje, y que depende primordialmente de la incertidumbre sobre los saldos al cierre de cada día, esta demanda será menos es-

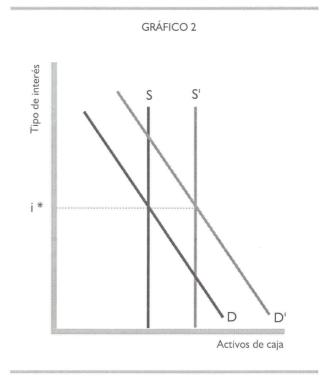


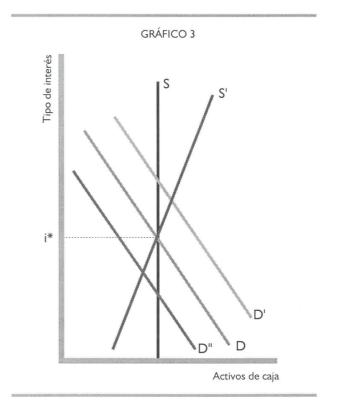
table y menos predecible que en el caso en que el coeficiente de caja sí es vinculante. En consecuencia, los bancos centrales tendrán una mayor dificultad a la hora de valorar el tamaño de la operación de mercado abierto necesaria para alcanzar el tipo interbancario deseado, lo que redundará en una mayor volatilidad de los tipos de interés efectivos. Esta mayor volatilidad de los tipos de interés a corto plazo (tanto interdiaria como intradiaria) puede hacer más difícil para los mercados financieros juzgar el tono efectivo de la política monetaria, lo cual puede afectar a las expectativas. En consecuencia, es factible que una mayor volatilidad de los tipos a corto plazo pueda transmitirse a los tipos de largo plazo y a los rendimientos de otros activos financieros, lo cual podría tener efectos económicos adversos sobre las decisiones de gasto e inversión (Kasman, 1993).

La reducción o anulación de la importancia del coeficiente legal de caja en la determinación del tipo de interés de equilibrio en el mercado interbancario, lo cual conlleva una mayor volatilidad de ese tipo tanto interdiaria como intradiariamente, puede acarrear modificaciones en los procedimientos operativos de la política monetaria (Sellon y Weiner, 1996). Así, un banco central puede utilizar por vez primera, o rediseñar, sus facilidades de crédito y/o depósito para alterar la sensibilidad de la oferta de activos de caja al tipo de interés, con el objetivo de limitar la volatilidad de los tipos efectivos. Si las instituciones financieras pueden obtener activos de caja adicionales ofrecidos por el banco central a medida que los tipos de interés interbancarios sean más altos (facilidad de crédito), o pueden colocar activos de caja excedentarios en el banco central a medida que los tipos del interbancario sean más bajos (facilidad de depósito), entonces la volatilidad de los tipos efectivos en el interbancario será menor.

Si el acceso a las facilidades de crédito y depósito tiene algún tipo de limitación fijada por parte del banco central, y/o las instituciones financieras consideran que los fondos obtenidos/cedidos en el mercado son sustitutos imperfectos de los obtenidos/cedidos en el banco central, la curva de oferta de activos de caja S' (gráfico 3) tendrá pendiente positiva (este tipo de limitaciones existe, por ejemplo, en el caso español, en el cual el Banco de España realiza discrecionalmente "préstamos contra la póliza del mercado" a entidades individuales que solicitan esos fondos para afrontar una posición final deudora al cierre de los mercados, y lo hace a tipos superiores a los de las operaciones habituales de mercado abierto y con la limitación del 80 por 100 de los recursos propios de la entidad solicitante). En el gráfico 3, con una curva de

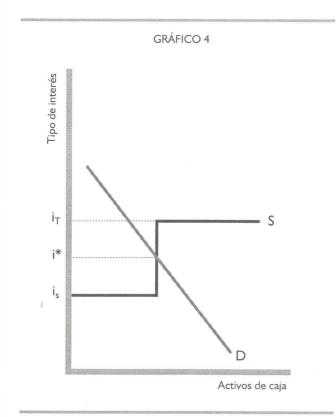
oferta S' de pendiente positiva, ante desplazamientos inesperados de la demanda de activos de caja hasta D' o D'', el tipo de interés del interbancario fluctuará menos en relación con el tipo deseado i^* , ya que la facilidad de crédito (en el caso de D') o la facilidad de depósito (en el caso de D'') amortiguan el movimiento de los tipos. Del mismo modo, una curva de oferta de activos de caja con pendiente positiva reduce la volatilidad de los tipos si se producen desplazamientos inesperados en los factores autónomos de la oferta de activos de caja.

En ciertos países, sólo existe bien una facilidad de crédito o bien una facilidad de depósito (véase Ortega y Quirós, 1997, página 522) a las que se accede también bajo ciertas condiciones de carácter discrecional, esto es, casos asimétricos al contemplado en el gráfico 3. Con una facilidad de crédito, la curva de oferta de activos de caja es vertical hasta i*, y luego presenta pendiente positiva. Con una facilidad de depósito, la curva de oferta tiene pendiente positiva hasta i*, y luego pasa a ser vertical. En estos dos casos, la reducción de la volatilidad es asimétrica ya que sólo funciona en una única dirección. Así, la facilidad de crédito sólo reduce la volatilidad de tipos tras incrementos de la demanda y reducciones de la oferta autónoma de activos de caja, mientras que la facilidad de depósito la mitiga ante incrementos de la oferta autónoma y decrementos de la demanda de activos de caja.



Cuando existen facilidades de crédito y de depósito cuyo acceso es ilimitado para cualquier institución financiera, el banco central logra generar un "pasillo" de tipos de interés que limita las fluctuaciones de los tipos del mercado interbancario. El tipo de interés de la facilidad de crédito fija un techo al tipo interbancario a un día, ya que ninguna institución estaría dispuesta a tomar prestado en el interbancario a un tipo superior a ése. En el gráfico 4, esta facilidad de crédito hace que la curva de oferta de activos de caja pase a ser horizontal al nivel del techo i_{τ} . Del mismo modo, el tipo de interés de la facilidad de depósito establece un suelo al interbancario a un día, puesto que ninguna institución estaría dispuesta a prestar en el mercado interbancario a un tipo inferior a ése. En el gráfico 4, la facilidad de depósito genera un nuevo tramo horizontal de la curva de oferta de activos de caja al nivel del suelo i_s .

La utilización conjunta de las facilidades de crédito y de depósito sirve para limitar la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo siempre que la amplitud del "pasillo" sea suficientemente pequeña. Al mismo tiempo, la modificación de alguno de los dos tipos (el techo o el suelo), o de ambos, puede utilizarse por parte del banco central para señalizar el tono futuro de la política monetaria sin necesidad de modificar el tipo actual de las operaciones regulares de mercado abierto.



VI. LA INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA POR EL FUTURO SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES (SEBC)

El Instituto Monetario Europeo (IME) ha venido elaborando, en un serie de informes, cuáles habrán de ser las funciones que lleve a cabo y los principios rectores del marco operativo del futuro Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). Las funciones se desglosan en dos categorías. Con respecto a la primera de ellas, el conjunto de instrumentos a disposición del SEBC debe permitir guiar la evolución de los tipos de interés de mercado y controlar su volatilidad, señalizar las intenciones presentes de la política monetaria, financiar al sistema bancario, absorber liquidez e influir en el grado de dependencia del sistema bancario con respecto a la liquidez del banco central. El apoyo al control de los agregados monetarios y a un adecuado funcionamiento de los sistemas de pagos entran dentro de la segundo categoría de funciones.

Los principios rectores del marco operativo son eficiencia operativa y de costes en la consecución de los objetivos propuestos, conformidad con las reglas de libre mercado, no discriminación, descentralización, armonización, sencillez, transparencia, continuidad y conformidad con la estructura de toma de decisiones del SEBC (Banco de España, 1997).

El modelo básico de instrumentación planteado por el IME, compatible con tales funciones y principios consta, en primer lugar, de operaciones de mercado abierto, tanto regulares (habitualmente de periodicidad semanal) como de ajuste y, en segundo lugar, de una facilidad de crédito y otra de depósito sin ningún tipo de cuotas ni limitaciones.

En cuanto al coeficiente legal de caja, el IME deja al SEBC la decisión última sobre su establecimiento, habiéndose limitado a elaborar una propuesta que permita al Consejo de la Unión Europea establecer la base legal para que el SEBC pueda imponer, si así lo decide, la existencia de dicho coeficiente.

Dadas estas premisas, cabe pensar que el coeficiente legal de caja jugará un papel bastante secundario –si es que llega finalmente a jugar algunodentro del esquema instrumental de la futura política monetaria europea, por lo que las instituciones financieras del área de la UME tenderán a operar sin encontrarse económicamente restringidas por el coeficiente. En este entorno, la organización de los sistemas de pagos de los distintos países de la UE se convierte en el elemento condicionante fundamental de los procedimientos operativos de la política monetaria, de forma

que las facilidades de crédito y depósito ofrecidas por el SEBC posiblemente se configurarán como instrumentos esenciales a la hora de controlar la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo.

BIBLIOGRAFÍA

ANDERSON, Richard, y RASCHE, Robert (1996), "Measuring the adjusted monetary base in an era of financial change", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, noviem-bre/diciembre, páginas 3-37.

BANCO DE ESPAÑA (1997), La Unión Monetaria Europea, Cuestiones Fundamentales.

ESCRIVÁ, José Luis, y FAGAN, G.P. (1995), "Empirical assessment of monetary policy and procedures in EU countries", Staff Paper 2, Instituto Monetario Europeo.

FEINMAN, Joshua (1993), "Reserve requirements: History, current practice, and potential reform", *Federal Reserve Bulletin*, junio, páginas 569-589.

FRIEDMAN, Benjamin (1990), "Targets and Instruments of Monetary Policy", en B. FRIEDMAN y F. HAHN (eds.), Handbook of Monetary

Economics, volumen 2, págs. 1184-1230, North-Holland, Amsterdam.

INSTITUTO MONETARIO EUROPEO (1995), Informe anual, 1994.

- (1996), Informe anual, 1995.
- (1997), Informe anual, 1996.

KASMAN, Bruce (1993), "A comparison of monetary policy operating procedures in six Industrialized countries", en Federal Reserve Bank of New York, Reduced Reserve Requirements: Alternatives for the Conduct of Monetary Policy and Reserve Management, páginas 15-62.

KOHN, Donald (1996), "Commentary to Anderson and Rasche", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, noviembre/diciembre, páginas 45-49.

ORTEGA, Eloísa, y QUIRÓS, Gabriel (1997), "La instrumentación de la política monetaria: Situación actual y perspectivas", en BANCO DE ESPAÑA, La política monetaria y la inflación en España, páginas 481-534.

SELLON, Gordon, y WEINER, Stuart (1996), "Monetary policy without reserve requirements: Analytical issues", Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, cuarto trimestre, págs. 5-24.

WEINER, Stuart (1992), "The changing role of reserve requirements in monetary policy", Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, cuarto trimestre, páginas 45-63.