

LIBRO DEL MES

**Política Monetaria e Inestabilidad Financiera**  
**FEDEA, 1990**

Este volumen recoge los trabajos presentados en un seminario que con el mismo título del libro organizó FUNDES CLUB DE LOS 90 el pasado 14 de Diciembre de 1989. Los autores - A. Argandoña, I. Ezquiaga y A. Novales - analizan diversos aspectos de la política monetaria llevada a cabo en España durante estos últimos años.

La política monetaria instrumentada en España desde comienzos de los setenta, al igual que la de la mayoría de países occidentales, se ha fundamentado en las contribuciones teóricas del monetarismo efectuadas durante los años cincuenta y sesenta. La formulación de la política monetaria desde mediados de la década de los setenta se ha sustentado en dos piezas teóricas refinadas por el pensamiento monetarista que constituyen las principales premisas del control monetario tal y como se instrumenta hoy en muchos países occidentales.

Por un lado, el esquema de control monetario actual postula la existencia de una función de demanda de dinero estable y dependiente de un reducido número de variables; por estable se ha de entender que la relación que vincula la proporción de riqueza que familias y empresas no financieras desean tener en forma de dinero con aquellas variables no experimenta alteraciones imprevistas. Para ser más precisos, la programación de la política monetaria que se lleva a cabo en estos países exige no sólo la existencia de esta función de demanda de dinero sino su identificación estadística para el periodo de referencia de la política monetaria; si, por ejemplo, se demuestra apriorísticamente la existencia de dicha función pero no se especifica estadísticamente para el periodo de referencia del control monetario, dicho control queda sin fundamento.

Por otro lado, el esquema exige también la existencia de una función de oferta de dinero suficientemente independiente de la función de demanda y controlable por las autoridades monetarias; de poco sirve el carácter exógeno de la oferta monetaria para justificar la política monetaria si no existen variables instrumentales que permitan regular minuciosamente dicha oferta. Evidentemente, la existencia de estas dos funciones independientes presupone la posibilidad de definir y medir adecuadamente el dinero objeto de oferta y demanda.

Si se dan las premisas anteriores, se pueden establecer relaciones relativamente fiables entre la oferta monetaria y el gasto nominal. Este esquema teórico de control monetario es compatible con diversas concepciones de los determinantes de la descomposición del gasto nominal entre precios y volumen de producción en el transcurso del periodo de referencia de la política monetaria. A través de las funciones utilizadas para determinar precios y/o volumen de producción, se establecen relaciones entre la oferta monetaria y las estimaciones de precios y producción para el ejercicio de referencia.

Estos desarrollos teóricos y su identificación empírica se llevaron a cabo por economistas norteamericanos que elaboraron su trabajo teniendo como referencia el marco de una economía cerrada, como lo era la norteamericana en aquellos años. Cuando el esquema teórico expuesto anteriormente se ha de aplicar en economías considerablemente abiertas al comercio internacional de bienes y servicios y con amplia libertad de movimientos de capital, la eficacia de la política monetaria depende del régimen cambiario en que opere el país. En economías abiertas operando con tipos de cambio relativamente fijos, la oferta monetaria no es exógena, no es controlable por las autoridades monetarias como medio para regular el gasto nominal. En estas circunstancias, las autoridades monetarias suelen recurrir a los controles sobre el crédito interno, sobre los movimientos de capital o sobre ambas variables intentando independizar, sin conseguirlo nunca por mucho tiempo, la política monetaria nacional de las del resto del mundo sin alterar el tipo de cambio.

Los trabajos de este volumen se pueden analizar desde la perspectiva de los comentarios anteriores. Así, los artículos de Ezquiaga y Novales se concentran en diversos aspectos del control de la oferta monetaria en nuestro país, si bien Novales efectúa también algunas consideraciones sobre la estabilidad de la demanda de dinero. El artículo de Argandoña disecciona el conflicto recurrente en estos últimos años entre los objetivos internos (la reducción de la tasa de inflación) y los objetivos externos (el mantenimiento del nivel del tipo de cambio) asignados a la política monetaria.

La tesis principal del trabajo de Ezquiaga es que la instrumentación del control monetario por el Banco de España, al menos desde la segunda mitad de los ochenta, ha intensificado la incertidumbre habitual de los mercados financieros, elevando la prima de riesgo que exigen los inversores finales an activos de renta fija y acentuando con ello su preferencia por la liquidez. El Banco Emisor, señala el autor, inició en 1986 un cambio sustancial en la instrumentación de la política monetaria pasando a utilizar los tipos de interés en lugar de los agregados monetarios como la variable fundamental de control del gasto nominal. Si bien bajo este esquema de control las variaciones de los tipos de interés oficiales son menos frecuentes que antes, son variaciones más pronunciadas y ello, sostiene Ezquiaga, ha acentuado la incertidumbre inherente a los mercados financieros y producido los efectos negativos mencionados anteriormente. Las causas principales de este desplazamiento desde los agregados monetarios hacia los tipos de interés como indicadores de la influencia de la política monetaria sobre el gasto nominal, y aquí coincido con el autor más que en sus otras proposiciones, serían la inestabilidad creciente de la demanda de dinero y el establecimiento de objetivos de tipos de cambio incompatibles con los objetivos de gasto nominal asignados a la política monetaria.

Los procedimientos empíricos utilizados por el autor para justificar su tesis principal son, a mi juicio, de dudosa validez, entre otras causas porque los indicadores de incertidumbre utilizados están sujetos a múltiples parámetros estructurales, pero no por ello invariables, que son independientes de las acciones de la autoridad monetaria. Por ejemplo, el autor razona que la actuación de la autoridad monetaria eleva la prima de riesgo del mercado de deuda pública a medio y largo plazo y al no estar dispuesto el Tesoro a satisfacer esta prima se produce un sesgo hacia la baja de la vida media de los títulos de este mercado. La elevada prima de riesgo del mercado de deuda pública, sin embargo, no se puede analizar sin tener en cuenta que se trata de un mercado dominado por especuladores, en el noble sentido de la palabra, al faltar del mismo los inversores finales por características estructurales de nuestro sistema financiero. En nuestro sistema financiero no existen prácticamente los fondos de pensiones, los fondos de inversión están apenas empezando a ser significativos, las compañías de seguros no cuentan aún con un pasivo a largo (el generado por el seguro de vida) comparable al de los seguros europeos y, además, muchas de estas compañías están vinculadas a bancos comerciales que deciden la gestión de sus activos. Esta situación, junto con la fuerte carga fiscal que soportan los ahorradores particulares y que merma sobre todo su demanda de activos financieros a medio y largo plazo, determina la ausencia de inversores finales del mercado de deuda pública a medio y largo plazo dejándolo en manos de los especuladores que, por definición, exigirán siempre una elevada prima de riesgo para detentar estos títulos.

En cualquier caso, cualquier crítica de la política monetaria debe referirse a la prueba de su eficacia última: el control de la inflación. Es muy probable que cualquier política monetaria que haya tenido éxito en reducir la inflación en cualquier país habrá incrementado previamente por algún tiempo la incertidumbre de los mercados financieros. Y si no ha tenido éxito, las deficiencias que han determinado este resultado nos han de interesar más que la incertidumbre y la prima de riesgo que haya podido generar en los mercados financieros.

En el artículo de Novales se exponen las piezas esenciales del control monetario en nuestro país examinando si reúnen los requisitos necesarios para la validez teórica del esquema de control. La primera de estas piezas es la demanda de dinero, concepto supuestamente identificable en función estable de un número reducido de variables mensurables, lo que permitiría predecir la evolución de aquella demanda. La relación entre los cambios del agregado monetario objeto de control y los cambios del producto nominal depende crucialmente de la variación de la demanda de dicho agregado o de su inversa, la velocidad de circulación del dinero en el periodo de control. Novales sostiene que las variaciones de la velocidad de circulación de los ALP, el agregado objeto de control durante estos años, tienen un recorrido demasiado amplio para poder efectuar predicciones suficientemente solventes. Novales llega a esta conclusión contrastando los valores registrados de la variación anual de la velocidad de circulación con los valores resultantes de la utilización de un modelo de predicción univariante y con los valores obtenidos suponiendo que dicha variable sigue un paseo aleatorio. Novales reconoce, sin embargo, que el Banco de España no sigue ninguno de estos procedimientos de predicción, sino que utiliza criterios más cualitativos ("intuitivos", dice Novales) para anticipar esta variable. Las predicciones intuitivas no se deben rechazar tan ligeramente pues ocultan con frecuencia una riqueza de conocimientos sobre la estructura de la economía y las reacciones de los agentes económicos que no por ser incuantificables se han de despreciar.

Habría sido quizá más interesante analizar el grado de éxito de las predicciones sobre la variación de la velocidad de circulación efectuados en la programación monetaria del Banco de España en los últimos años. Este contraste, no obstante, se encontraría con la dificultad de que el Banco de España ha modificado en mitad del ejercicio sus predicciones sobre los cambios previstos de la velocidad cuando considera que ha detectado alteraciones profundas de la función de demanda de dinero a corto plazo. Si las alteraciones de la función de demanda de dinero prevista son frecuentes, de forma que las

previsiones iniciales sobre la variación de la velocidad de circulación no son guías suficientemente fiables de lo que hay que añadir o restar al ritmo de crecimiento del dinero para alcanzar un crecimiento determinado del PIB nominal, el esquema de control monetario actual perdería uno de sus fundamentos esenciales y las críticas de Novales serían válidas. Aún debilitado, sin embargo, el esquema de control seguiría siendo útil si mantiene el crecimiento del gasto nominal alrededor de las previsiones para el ejercicio. En cualquier caso, si el comportamiento de la demanda de dinero atraviesa periodos de notable inestabilidad, por la innovación financiera y otras causas, es razonable desconfiar por algún tiempo de los agregados monetarios como indicadores de las oscilaciones a corto plazo del gasto nominal. De hecho, siempre hubo quien negó, desde posiciones monetaristas, la posibilidad de establecer relaciones precisas entre el gasto nominal y la demanda de dinero a corto plazo. Para estos autores, como para Novales, la política monetaria óptima sería aquella que no prestara excesiva atención a las oscilaciones de precios o renta a corto plazo sino que se concentrara en las relaciones entre el dinero y los precios a más largo plazo.

Novales analiza también la segunda pieza básica del control monetario, la hipótesis de que existe una variable instrumental cuya manipulación permite controlar con razonable precisión la evolución del agregado monetario relacionado con el gasto nominal. El autor ilustra que la relación entre la variable instrumental y el agregado monetario - la relación entre los activos de caja y los activos líquidos en manos del público - es una relación de influencia recíproca y no unidireccional desde los activos de caja al agregado monetario. En consecuencia, la variable instrumental no es independiente del objetivo de crecimiento estipulado para el agregado monetario y la consecución de este objetivo se dificulta enormemente. Estas dificultades han llevado a la autoridad monetaria, por un lado a redefinir continuamente el agregado monetario y, por otro, a cerrar los grados de libertad abiertos en la relación entre el agregado y la variable instrumental aumentando la cobertura del coeficiente de caja. Estas alteraciones, como

señala el autor, complican la vida de los analistas monetarios y otros estudiosos de estos fenómenos. La cuestión importante, sin embargo, es si este proceso ha ido mejorando la eficacia de la política monetaria o si, por el contrario, un proceso encaminado a reducir la heterogeneidad de activos incluidos en el agregado monetario, así como el nivel y cobertura del coeficiente de caja habría sido preferible. Y, de nuevo, se ha de recordar que la prueba última de la eficacia de la política monetaria es la reducción de la inflación, no las complicaciones que pueda plantear a los analistas monetarios o las incertidumbres que propone en los mercados financieros. Aparte de señalar acertadamente que el proceso seguido ha incentivado la inonovación financiera, es esta una cuestión en la que no entra Novales en este artículo.

Novales efectua algunas consideraciones pertinentes sobre la posible sobrerreacción de la autoridad monetaria ante datos coyunturales que no reflejan necesariamente la dinámica tendencial de la economía; estas observaciones críticas, sin embargo, no atañen al esquema teórico de control monetario per se, sino a la eficiencia profesional de quienes lo instrumentan. Otra cuestión distinta es la recomendación de gradualismo del control monetario y de la reducción de la inflación que postula Novales a partir de la evidencia empírica que muestra que durante estos años la política monetaria no ha conseguido quebrar la previsión derivada de la evolución tendencial de aquellas dos variables. No comparto esta opinión del autor y en cualquier caso la evidencia que aporta para defenderla no es suficiente. Habría que conocer mejor, entre otras cosas, el impacto de las previsiones de inflación, del crecimiento real del producto y del empleo sobre el ritmo de crecimiento de los salarios nominales. La desaceleración gradual del crecimiento monetario y de la inflación puede haber sido el resultado del temor político a soportar la caída del avance del PIB real y del empleo necesarias para inducir el crecimiento de salarios y precios consistente con una desaceleración más pronunciada de aquellas variables monetarias. No existe ningún mecanismo inherente al control monetario que impida una desaceleración brusca del crecimiento

de los agregados monetarios, y por ende de la inflación, si los responsables de la política económica así lo decidieran. Se puede aportar en defensa de esta proposición una miriada de experiencias de política monetaria, desde Estados Unidos hasta algunos países latinoamericanos.

El artículo de Argandoña ilustra detalladamente una contradicción fundamental de nuestra política monetaria durante los últimos años al pretender reducir la inflación y simultáneamente preservar la paridad del tipo de cambio nominal. La adopción de una política monetaria más restrictiva que las de los países de nuestro entorno, lleva a tipos de interés superiores a los vigentes en esos países; este diferencial de tipos atrae capitales extranjeros y fomenta el endeudamiento en divisas de las empresas nacionales disparando las reservas de divisas y apreciando el tipo de cambio nominal. En este contexto, la continuación de la política monetaria restrictiva exige la apreciación del tipo de cambio, una apreciación tan intensa como sea necesaria para frenar las entradas de capital; si la apreciación es suficientemente intensa se generarán expectativas de depreciación a medio plazo que compensarán el atractivo de los altos tipos vigentes en nuestro país. Si, por el contrario, se limita la apreciación, continuarán aumentando las reservas internacionales y fomentándose el crecimiento de la oferta monetaria y del gasto nominal. Ante la acumulación de estas tensiones, las autoridades monetarias introducen fuertes controles a las entradas de capital y al crecimiento del crédito interno al sector privado. La eficacia de estos controles, sin embargo, se erosiona rápidamente; ahí están para probarlo el importante flujo de inversiones extranjeras, que sin duda oculta financiación crediticia externa a nuestras empresas, y el desarrollo del mercado de pagarés de empresa respondiendo a las limitaciones del crecimiento del crédito al sector privado.

El artículo de Argandoña analiza con precisión estos conflictos entre la política monetaria y cambiaria en estos años. Si bien coincido plenamente con la mayor parte de los comentarios del autor, hay algunas recomendaciones de política económica en las

conclusiones de su artículo que a mi juicio no se desprenden del modelo teórico subyacente a los razonamientos expuestos a lo largo del mismo.

En sus conclusiones, Argandoña reclama una política fiscal más restrictiva y la utilización del tipo de cambio para ayudar a la política monetaria a reducir el exceso de demanda agregada que caracteriza el momento actual de nuestra economía. No hay nada que objetar a sus recomendaciones de política fiscal, y supongo que el autor aceptaría que si esta no es restrictiva la política monetaria debe fortalecerse en consecuencia, aún cuando ello entrañe los efectos nocivos señalados por Argandoña. El problema está en su recomendación de depreciar, más o menos, el tipo de cambio nominal a fin de mejorar la competitividad de la producción nacional. La debilidad de esta recomendación es que, o bien presupone implícitamente aceptar que el tipo de cambio es independiente de la política monetaria (en cuyo caso se estaría incurriendo en la misma contradicción entre objetivos internos y externos que con razón se critica a lo largo del artículo), o bien se está postulando una política monetaria expansiva. Sin duda, durante estos años se ha producido una apreciación sensible del tipo de cambio real y, sin duda también, la rentabilidad del sector de bienes comerciables y la evolución del déficit comercial habrían sido diferentes sin aquella apreciación. Sin embargo, la apreciación del tipo de cambio real, al igual que la evolución del sector exterior, es un subproducto del crecimiento de la demanda interna en España en relación con el crecimiento de dicha demanda en los principales países industrializados. Un crecimiento real de la demanda interna en nuestro país sensiblemente por encima del registrado en otros países, además de ensanchar el déficit por cuenta corriente, sitúa los tipos de interés reales en España por encima de los prevalecientes en aquellos países y con ello induce la apreciación del tipo de cambio real, lo que a su vez acentúa en mayor o menor medida el desequilibrio exterior. Un corolario importante de este razonamiento es que el tipo de cambio real no es un instrumento de ajuste independiente. Las variaciones del tipo de cambio real, ya sean conseguidas mediante una alteración del tipo de

cambio nominal o mediante una variación del diferencial de inflación, serán el resultado de las políticas de demanda agregada que controlan el crecimiento del gasto interno. Cualquier intento de manipular el tipo de cambio nominal sin alterar la relación entre el crecimiento de la demanda interna en España y en el resto del mundo será rápidamente abortado por el mercado.

Quizá convenga detener aquí esta recensión, si bien hay en el libro múltiples sugerencias y razonamientos que merecerían una atención más detallada. En conclusión, se trata de un libro cuya lectura será de interés para los estudiosos de los fenómenos monetarios en España.