

LOS PROBLEMAS DEL CONTROL MONETARIO

LOS PROBLEMAS DEL CONTROL MONETARIO

La noticia monetaria más característica del final del verano ha sido, sin duda, el importante crecimiento experimentado / por los Activos Líquidos en Manos del Público (ALP).

Como es bien sabido la política monetaria española es una política mixta -opera sobre los tipos de interés y sobre la cantidad de dinero- que fijó a comienzo del presente año una senda de crecimiento en torno al 8% de los ALP, que se suponía era adecuada para financiar sin tensiones la economía española, en la / que se preveía una tasa de inflación del 5% y un crecimiento del PIB en torno al 3%. En los ocho primeros meses del año, sin embargo, el crecimiento de los ALP se sitúa en un 13,9%, como fruto / fundamentalmente de la expansión experimentada en el mes de agosto (20,6% en tasa intermensual elevada a anual).

La primera reflexión que suscita la evolución monetaria reciente es que el crecimiento de los ALP ha rebasado ampliamente los objetivos inicialmente establecidos como meta del control monetario. Y, naturalmente, este hecho renueva en los medios financieros el lógico temor a la repetición de episodios de pérdida / de control monetario como la acusada en el mes de abril -que originó la subida del coeficiente de caja de las instituciones financieras y la ampliación de su base de cómputo-, que condujo a tensiones alcistas en los tipos de interés en los mercados monetarios ante la acción restrictiva de las autoridades.

Esta primera impresión requiere dos cualificaciones iniciales de interés.

En primer lugar, las previsiones iniciales del crecimiento de la economía española en 1987 -en razón al fuerte pulso de la demanda interna- fueron revisadas al alza y, de hecho, existe un acuerdo general en que el crecimiento del PIB estará en 1987 más

próximo al 4% o al 5% que al 3% previsto a comienzos de año.

Este mayor crecimiento económico, aún respetando las previsiones de inflación, autorizaría "de facto" a un crecimiento de los ALP en torno a una senda del 10%. Aunque no existe pública / constancia de que la autoridad monetaria haya rectificado oficialmente los objetivos de la política monetaria, parece lógico que esta nueva perspectiva económica haya debido influir en la valoración por parte del Banco de España del crecimiento experimentado por los ALP en los últimos meses.

En segundo lugar, el actual proceso de innovación financiera por parte del sector público puede restar significación a la evolución monetaria reciente. En efecto, el 26 de junio de 1987 se iniciaba la puesta en circulación de un nuevo activo, las letras del Tesoro, creadas por O.M. de 11 de junio de 1987 y caracterizadas básicamente por los cinco rasgos siguientes:

- Sólo se negocian mediante el sistema de anotaciones en cuenta
- Se emiten mediante subastas quincenales
- No requieren intervención de fedatario público
- Tienen un plazo inferior a 18 meses
- No tienen retención fiscal en origen por el impuesto sobre la renta, pero sí están sujetas al impuesto, y existe obligación de información.

El éxito inicial de este nuevo activo, del que hasta este momento sólo se han realizado nueve subastas, está fuera de toda duda. La alta rentabilidad -el tipo marginal ha llegado a situarse en el 16,5%- ha constituido una fuente de atracción que / ha cristalizado en un volumen próximo al billón y medio de pesetas, del que su casi totalidad está en manos del público.

Esta captación de recursos protagonizada por las letras del Tesoro ha supuesto, lógicamente, un cambio en las carteras de activos financieros de particulares e instituciones financieras, /

que han sustituido otros activos financieros por letras del Tesoro. Parte de esta sustitución ha afectado a activos financieros a corto que -cuando están en poder de los particulares- forman parte de la definición de los ALP. Tal es el caso de los depósitos bancarios o de los denominados AFROS (activos financieros con retención en origen), emitidos por el sistema financiero. Tal proceso de sustitución es obvio que se ha producido. El cuadro siguiente muestra el cambio en la estructura de la composición de los ALP en los ocho primeros meses de 1987.

ESTRUCTURA DE LOS ALP

	<u>Diciembre 86</u>	<u>Agosto 87</u>
Activos Líquidos en manos del público	100	100
Efectivo en manos del público	8,2	8,3
Activos líquidos computables de bancos y cajas de ahorros	71,2	68,0
Pagarés del Tesoro	12,1	10,9
Letras del Tesoro	--	2,2
Otros activos	8,5	10,6

En este caso, es obvio que el crecimiento de las tenencias de letras del Tesoro no afecta al volumen de los ALP. Por otra parte, sin embargo, ha sustituido, en las carteras de los particulares a activos tales como deuda pública a largo plazo, pagarés de empresa sin avalar y acciones que no figuran en la definición de los ALP. Por ello, esta sustitución implica un aumento de los ALP que el Banco de España estima en 8 ó 9 puntos, sin una especial significación monetaria más allá de un puro desplazamiento coyuntural de la composición de las carteras de los / particulares. Si esta circunstancia se tiene en cuenta, el crecimiento significativo de los ALP se reduce sustancialmente (en agosto se situaría en torno a un 12%, tasa que, según la autoridad monetaria no es preocupante desde el punto de vista del control monetario).

Los comportamientos crediticios de los sectores privado / (11,5% hasta agosto) y público (10%) no parecen, por otra parte, muy distintos de la evolución que cabía esperar dentro de la / senda monetaria prevista.

El tema anteriormente referido dota nuevamente de actuali-
dad a la discusión sobre la adecuación de los instrumentos de / control monetario. Tres cuestiones significativas merecen aten-
ción en este terreno:

1º) La política monetaria seguida en España, desde la pers-
pectiva del objetivo final perseguido -que puede centrarse en / la moderación de las tasas de inflación-, ha sido, sin duda, efi-
ciente. Los datos de evolución del índice de precios de consumo
muestran unos excelentes resultados en lo que va de año:

INDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

<u>Mes</u>	<u>% variación sobre mes anterior</u>	<u>% variación acumu- lada</u>
Enero	0,67	0,67
Febrero	0,45	1,12
Marzo	0,59	1,72
Abril	0,22	1,94
Mayo	- 0,07	1,87
Junio	0,00	1,87
Julio	1,03	2,91
Agosto	- 0,07	2,84

Parece, pues, claro que, desde el punto de vista de la re-
ducción de la inflación, el control monetario seguido ha dado /
frutos satisfactorios.

2º) Más dudas existen respecto a la utilidad de la variable
monetaria elegida como objeto de control.

La definición de un agregado monetario amplio, tal como / los ALP, como variable que debe controlarse, viene generando, como fruto del proceso de innovación financiera, graves problemas de interpretación de sus variaciones de forma que permita / la práctica de una política monetaria continuada y consistente.

Así, la variación de los ALP debida al crecimiento de las letras del Tesoro sólo tiene, según se acaba de indicar, una / significación parcial. La interpretación de la evolución de los ALP se está convirtiendo, cada vez más, en una labor compleja, llena de matices y precisiones, respecto a la cual algunos expertos se preguntan si no está ocurriendo -como en la vieja teoría cuantitativa- que los ALP, en lugar de dar indicaciones correctas de lo que está pasando en la economía monetaria, exigen cada vez más información adicional para su adecuada interpretación y control. Y, desde esta perspectiva, no faltan quienes / vuelven la vista hacia agregados monetarios menos sofisticados / -como las disponibilidades líquidas- cuyo comportamiento ha sido quizás en los últimos meses más estable y acorde con la situación monetaria real.

EVOLUCION MAGNITUDES MONETARIAS

<u>Meses</u>	<u>ALP Tasa mensual elevada a anual</u>	<u>Disponibilidades líquidas Tasa mensual elevada a anual</u>
Enero	8,8	5,6
Febrero	17,7	10,1
Marzo	14,7	5,0
Abril	16,1	7,5
Mayo	13,5	8,7
Junio	10,8	13,7
Julio	9,2	9,9
Agosto	20,6	6,3

Adicionalmente al propio carácter discutible del agregado monetario que deba controlarse, la instrumentación de la política

de restricción monetaria por la vía de la emisión de letras del Tesoro -como antes con los pagarés- dificulta el control monetario, toda vez que el aumento de las letras en poder del público aumenta también la variable objeto de control -los ALP- en cuya definición están incluidos.

3°) Una tercera cuestión importante es que el sistema de control monetario conduce a elevaciones en los tipos de interés a corto plazo -aunque con la pretensión final de propiciar la reducción de los tipos a largo- que, además de encarecer los costes financieros interiores, atraen capital exterior a corto, generando un proceso de apreciación de la peseta respecto a las monedas de otros países que perjudica, obviamente, el necesario impulso de nuestras exportaciones, y dificulta adicionalmente el propio control de las variables monetarias.

Tal vez la evolución monetaria de los últimos meses haya que contemplarla sin el dramatismo al que conduce una visión superficial de sus cifras, pero lo que resulta evidente es que ha reavivado el debate abierto sobre la instrumentación de la política monetaria. Un debate que exige un planteamiento de futuro y en el que -en consecuencia- no puede eludirse la discusión sobre la conveniencia de la integración española en el Sistema Monetario Europeo, si es que la evolución del déficit público permitiera una convergencia más acelerada de la economía española/ y las de los restantes países comunitarios.