

VARIABLES MONETARIAS BASICAS: INSTRUMENTOS DE CONTROL

En este artículo, **Javier Aríztegui** traza una breve síntesis de las variables básicas que las autoridades han utilizado como indicadores e instrumentos en el diseño de la política monetaria. Después de haber revisado la definición clásica de dinero, se centra en las características de su oferta y demanda, que permiten su utilización para regular los niveles de actividad. Una vez analizadas, estudia los procesos de control monetario vigentes hasta el año 1983. En este año hace crisis el esquema tradicional de control, ante la aparición de un conjunto de innovaciones en los mercados financieros que desplazan aceleradamente la demanda de dinero en circulación. Ello ha obligado a replantear los esquemas de intervención, reformando los coeficientes de caja y adaptando los instrumentos de drenaje de fondos y financiación de los déficits públicos.

LA política monetaria moderna se ha centrado en los mecanismos e instrumentos de control de la cantidad de dinero, ya que las autoridades y la comunidad científica confiaban en que existía una relación estable entre sus ritmos de generación y los procesos de crecimiento de la demanda nominal de gasto de la economía.

Antes de que se hubiese difundido y aceptado comúnmente su protagonismo, otros habían apostado por el control de variables más amplias, como la «liquidez de la economía», ya que entendían que la dinámica financiera de los procesos de intercambio y formación de riqueza era muy fluida y, por tanto, estimaban que ceñirse al control del extremo más líquido de la cartera de los agentes económicos era, en gran parte, inoperante y penalizaba a un segmento de las distintas instituciones que actuaban en los mer-

cados financieros: el sistema bancario. Esta opción, sin embargo, quedó marginada en un mundo que mantenía una aceptable estabilidad monetaria y financiera, y apenas tuvo eco a partir de los años sesenta.

Las décadas de los sesenta y setenta fueron un período en el que los distintos países se esforzaron en poner a punto mecanismos de control de la cantidad de dinero y en el que se consolidó el rango práctico y teórico de la política monetaria. A mediados de la década de los setenta, sin embargo, los procesos de aprendizaje de los agentes hicieron crecientemente inoperantes las manipulaciones burdas de los agregados monetarios, ya que el público había ideado sistemas de protección y respuesta que las esterilizaban. Estos sistemas de defensa se difundieron tanto en los mercados bursátiles como en los procesos de expansión del siste-

ma bancario, y alentaron la aparición de nuevos instrumentos y operadores en los mercados financieros, poniendo en cuestión los mecanismos de control de las autoridades, forzando una redefinición de sus objetivos e indicadores y otorgando una nueva virtualidad al viejo concepto de «liquidez de la economía».

España ha vivido en los últimos años un proceso de esta índole. Esta exposición, que se propone trazar una síntesis de las variables e instrumentos españoles de control monetario, se inicia con un bosquejo del concepto de dinero y su concreción estadística dentro de los esquemas de intervención de las autoridades; aborda, posteriormente, los procesos de innovación que han surgido en la estructura financiera de la economía española, y finaliza analizando los ajustes que han alentado en los mecanismos y definiciones de las autoridades monetarias durante los dos últimos años.

I. EL DINERO

Los pueblos superaron los límites estrictos del trueque en el intercambio de bienes cuando encontraron un bien concreto con el que comerciaban, que mantenía inalterado su valor, y que podía utilizarse, por tanto, como paso intermedio en la transacción de los bienes. De esta manera, fueron apareciendo en las distintas sociedades objetos que servían como común denominador en el intercambio y que eran su dinero, su unidad de medida. En este proceso histórico de decantación, pronto se observó que determinados bienes eran fácilmente almacenables, mantenían inalterado su valor, tenían poco peso en relación a su valor intrínseco y eran

generalmente aceptados en el intercambio: obviamente, eran los metales preciosos —el oro y la plata— que pasaron a ser la unidad monetaria común que ha perdurado hasta nuestros días, y que, en cuanto se exacerbaban las crisis de confianza en los pagos internacionales, vuelven a resurgir como salvaguarda en un mundo en el que se diluye la confianza en los deudores internacionales.

Poco a poco, conforme el comercio fue adquiriendo complejidad en distancia, valor y magnitud, fue resultando cada vez más engorroso mantener y transportar grandes sumas para realizar pagos, haciendo su aparición el dinero fiduciario, que desplazó a la moneda de pleno contenido, y con él los banqueros como elementos imprescindibles en las plazas donde se realizaban transacciones importantes. Cuando los banqueros fueron conscientes de que la rotación de sus pagos y cobros les permitía mantener reservas fraccionarias en efectivo sobre la totalidad de sus promesas de pago, aparecieron el billete bancario, la letra de cambio y el cheque como medio de movilización de los depósitos que custodiaban.

De esta manera, han ido surgiendo los medios adecuados de movilización de la riqueza que han facilitado su intercambio. Estos medios se han caracterizado por una triple virtualidad: han sido la unidad de medida o numerario en el intercambio, han tenido una capacidad generalmente aceptada de satisfacer pagos o liberar deudas, y han servido, por ello, de depósito de valor.

En la actualidad, sobre una estructura plenamente fiduciaria, se acepta como dinero aquél que las autoridades han decidido que es

obligado recibir como medio de liberación de deudas: el *dinero legal* —monedas emitidas por el Gobierno y billetes del banco central, ambos denominados dinero en efectivo— y el *dinero bancario*, es decir, los depósitos del sistema bancario movilizables mediante cheques, generalmente aceptados en las transacciones.

Tanto el dinero legal como el dinero bancario carecen de contenido intrínseco —se basan en la confianza— y son el extremo más líquido de la estructura financiera de la economía, mediante la cual las empresas y familias mantienen su riqueza y su capacidad de giro sobre los recursos reales de la economía.

La emisión y condiciones de generación del extremo plenamente líquido de la riqueza, del activo financiero necesario para instrumentar las transacciones, han sido tuteladas por las autoridades, conscientes de la importancia que una correcta circulación fiduciaria tiene en una sociedad como instrumento de movilización de los recursos reales generados y acumulados en el transcurso de su evolución histórica. Las autoridades, desde tiempos muy lejanos, se han reservado un lugar en las carteras del público para la colocación compulsiva de deuda, mediante el monopolio de emisión de dinero en efectivo. Las sociedades, conscientes, asimismo, de los problemas que acarreaban a la movilización de sus recursos los excesos de emisión, y los procesos inflacionistas a ellos asociados —por la dilución de los costes de oportunidad y la opacidad que imprimían al correcto conocimiento de los tipos reales de interés—, han procurado que la generación de dinero se mantuviera dentro de límites más o menos

reglados. Del enfrentamiento de estas dos fuerzas surgió la política monetaria.

Esta política, que nació al socaire de intentos más o menos disfrazados de promoción de las emisiones de deuda pública, ha intervenido la generación de saldos monetarios y, a través de ellos, ha intentado regular los modos y ritmos de emisión de activos y pasivos financieros de la economía, imponiendo variaciones en las condiciones de coste y disponibilidad de los recursos, actuando sobre los tipos de interés o controlando la cantidad de dinero.

Para avanzar en el estudio de sus formas de actuación, en el próximo epígrafe se realizará un breve resumen de los factores que determinan la generación de saldos líquidos, analizando la demanda y la oferta de dinero. Este bosquejo permitirá subrayar las constantes que aparecen en la estructura financiera de la economía, y en la relación de ésta con la movilización de los recursos reales de capital de los distintos agentes.

II. LAS CARACTERÍSTICAS DE LA OFERTA Y DEMANDA DE DINERO QUE POSIBILITAN LA POLÍTICA MONETARIA

En la literatura económica se han hecho clásicos los motivos de *demanda de dinero* o de preferencia por la liquidez en la formación de carteras que expuso Keynes a comienzos de los años treinta. Posteriormente, se han limado asperezas en los conceptos y algu-

na pieza ha quedado desechada, pero, en lo fundamental, perdida, sin duda, su esquema analítico. Keynes contemplaba tres motivos para desear mantener saldos líquidos nominales de efectivo y depósitos a la vista. El primero es el denominado «*motivo de transacciones*». Cuanto mayor sea el número y valor de los intercambios que se pactan en una economía, mayor será el montante de saldos líquidos que será preciso mantener para instrumentarlos. El segundo, el denominado *motivo de precaución*, subraya las cualidades de la plena liquidez dentro de la elección de una cartera óptima. Un individuo, dado un nivel de riesgo e incertidumbre vigente en los mercados financieros, maximizará el rendimiento de sus colocaciones, procurando dotar a su cartera de un conjunto de activos que combinen adecuadamente la rentabilidad y el riesgo a ella asociada. En la medida en que perciba un mayor riesgo en los mercados financieros, esté sensibilizado a las variaciones de los tipos nominales o se incremente el grado de incertidumbre con que contempla sus inversiones, demandará una mayor proporción de liquidez dentro de su cartera y, en el extremo de situaciones extraordinariamente arriesgadas, se mantendrá en posiciones absolutamente líquidas, soportando el coste de oportunidad de la plena liquidez. El tercer motivo —*el motivo de especulación*— pone el acento en el coste del dinero y ofrece el trasfondo analítico de su pieza teórica más artificiosa: «la trampa de la liquidez». Versa sobre la actuación de los especuladores bursátiles, quienes, cuando más elevadas se mantienen las cotizaciones y, por tanto, más bajos los tipos de rendimiento, se deshacen de sus posiciones en valores,

cambiándolas por dinero, para desprenderse de tesorería, posteriormente, y entrar en el mercado ante un descenso de los cambios y, por ende, una caída en los tipos de interés.

Este conjunto de razones para mantenerse en posiciones líquidas sugieren que la demanda de dinero es como la de cualquier otro bien. Se establece en términos relativos, es decir, que se ejerce sobre saldos reales de efectivo y depósitos, y es directamente proporcional al tipo propio de interés e inversamente proporcional a su coste de oportunidad, o rendimiento de las colocaciones alternativas. Si, por último, se constata que el dinero es un bien superior y, por tanto, cuanto mayor es el nivel de renta y riqueza, las cantidades demandadas crecen más que proporcionalmente, se habrán condensado las características típicas de la demanda de dinero y se obtendrán tablas de demanda que se ajustan rápidamente a los procesos de subidas de precios, crecientes con el nivel de renta y decrecientes con el coste de mantener saldos líquidos, esto es, con los tipos nominales interiores y exteriores de rendimiento y con la tasa esperada de inflación.

Dejando de lado, ya que su importancia es mínima en los momentos actuales, el caso específico de la emisión de moneda metálica acuñada por el Gobierno en respuesta a las cantidades demandadas por el público, el análisis de la *oferta de dinero* es el estudio del principal negocio bancario; de la expansión de los activos de bancos y cajas de ahorros y, por tanto, de los depósitos que generan y de las interrelaciones entre el sistema bancario, el público y el banco central. El sistema bancario genera depósitos,

adquiriendo activos frente a los distintos demandantes de financiación; al otorgarles fondos y abrirles, por tanto, cuentas movilizables mediante cheque o talón. El banco central, que actúa como banco de la Administración Pública y banco de bancos, pone en circulación billetes o crea depósitos al permitir descubiertos públicos en sus cuentas, adquirir activos frente al exterior, o conceder créditos al sistema bancario.

El dinero en efectivo y los depósitos en el banco central constituyen la tesorería de los bancos y cajas, y estas posiciones de tesorería —su encaje— marcan el límite en el proceso de expansión de los pasivos monetarios del conjunto del sistema. Los bancos y cajas de ahorros, que, como empresas privadas, tratarán de obtener un rendimiento óptimo de su negocio, saben por su experiencia bancaria que deben mantener una cierta proporción de sus cifras de depósitos en posiciones líquidas en efectivo y en depósitos en el banco central. Con ellas atienden las operaciones de ventanilla y de compensación de pagos. Cuanto menor sea la entidad bancaria, más apremiantes los plazos de exigibilidad de sus pasivos, menos dispersas instrumental y localmente sus cifras de acreedores, menos elevado el saldo medio de sus depósitos, y otro conjunto de parámetros de su actividad..., más elevada deberá ser su posición de tesorería, supuesto un nivel de riesgo en su clientela de activo y pasivo. Dado que la tesorería es el pasivo del banco central, éste cuenta con una herramienta clave para controlar los procesos de expansión bancaria. En la actualidad, en casi todos los países, los niveles de encaje están reglados —en nuestro

POLITICA MONETARIA CUANTITATIVA (ESQUEMA)

La política monetaria cuantitativa en España puede descomponerse en dos etapas:

En la primera de ellas, se intenta controlar los *activos de caja* del sistema bancario, que son el numerador de su coeficiente de caja y la parte más importante de los pasivos monetarios del Banco de España. Para ello, éste precisa compensar el comportamiento de los llamados factores autónomos mediante otras partidas de su balance. Por ejemplo, un aumento del déficit público financiado mediante recurso al Banco de España deberá ir acompañado de un descenso de otras partidas activas (o del aumento de otras pasivas) si se quiere que los activos de caja no se alteren.

Hasta ahora, el Banco de España contaba con dos instrumentos simétricos, integrantes de sus operaciones con el sistema bancario: los préstamos de regula-

ción monetaria, cuyo aumento elevaba los activos de caja, y los certificados de regulación monetaria, cuyo aumento tenía el efecto contrario.

De confirmarse la anunciada desaparición de los certificados de regulación monetaria, su función podría ser suplida por la venta (definitiva o con compromiso de recompra) de fondos públicos (pagarés del Teroso) de la cartera del Banco de España.

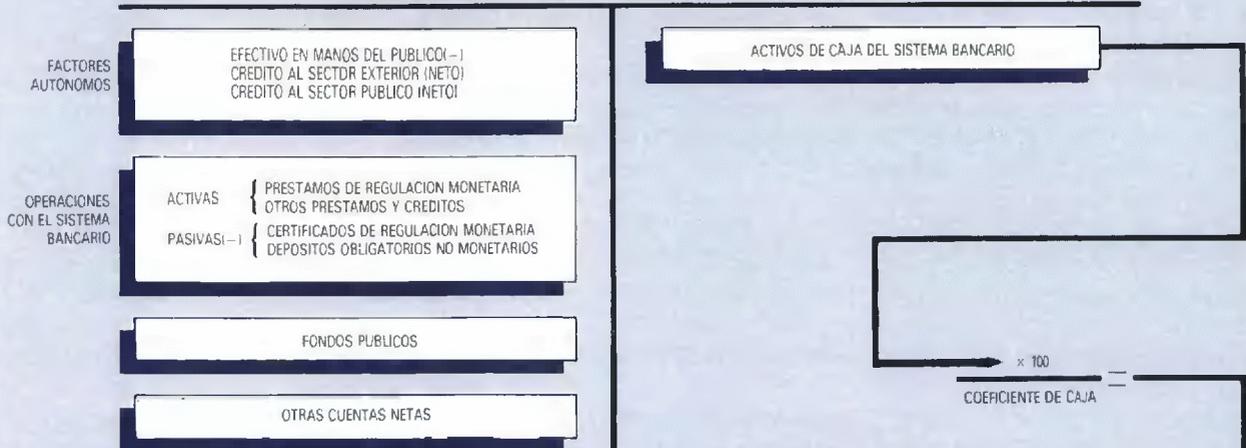
En la segunda etapa interviene, como multiplicador, el coeficiente de caja, cuyo nivel es fijado por el Banco de España. A partir de él, del volumen de activos de caja deriva el crecimiento de los pasivos más importantes del sistema crediticio: los depósitos (que representan el 90 por 100 de las *disponibilidades líquidas*) y las restantes partidas incluidas en el denominador del coeficiente de caja (letras, pagarés, bonos, títulos hipotecarios, etc.). Por

simple identidad contable, este control de los pasivos del sistema crediticio, supone el control de sus contrapartidas activas, es decir, de la financiación total que concede, ya sea crédito interno (a los sectores público y privado) o crédito al sector exterior.

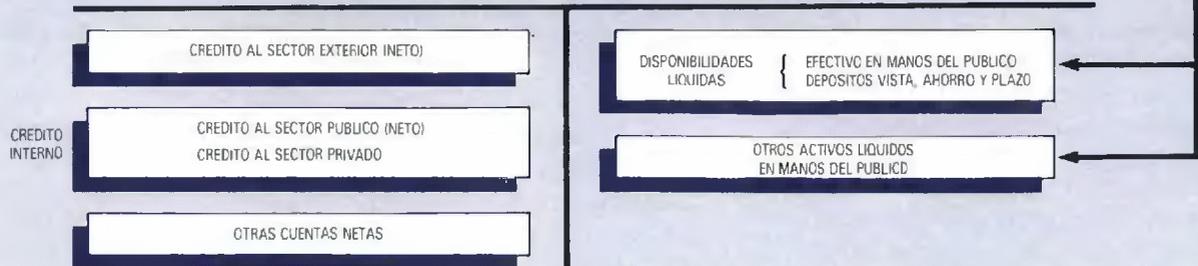
En la medida en que otros intermediarios financieros estén sometidos al coeficiente de caja, el proceso es similar al descrito para el sistema crediticio.

La secuencia reflejada en el esquema sigue un orden temporal, en el que se producen los lógicos retardos y son frecuentes las perturbaciones en la creación y/o demanda de dinero. En el proceso de decisión, la secuencia es la inversa, ya que la actuación sobre los activos de caja se decide a partir de la senda de crecimiento fijada para las disponibilidades líquidas, función, a su vez, de la incidencia deseada sobre la evolución del gasto nominal.

BALANCE AJUSTADO DEL BANCO DE ESPAÑA



BALANCE AJUSTADO DEL SISTEMA CREDITICIO



país, por el denominado coeficiente legal de caja —, y esto permite formular la oferta de dinero como una función de los excedentes de caja bancarios, es decir, de los activos líquidos que los bancos mantienen por encima de los mínimos exigidos por el coeficiente legal. Las cantidades ofrecidas de dinero dependerán de los activos líquidos que emita el banco central, a través de multiplicadores complejos, que estarán mediatizados por la relación efectivo/depósitos que el público desea mantener, por los tipos de interés que carga el banco central, y por el diferencial entre los tipos activos y pasivos a que se enfrenta el sistema bancario. Los procesos de oferta de dinero, contrapartida de la financiación que otorga el sistema crediticio, son procesos controlables, por tanto, por la autoridad monetaria, pero ampliamente sensibles a la situación de los tipos de interés en los mercados de crédito y de depósitos. Cuanto más altos sean los rendimientos de las operaciones activas, mayores los tipos de las operaciones de captación de fondos distintas a las específicamente monetarias, y más elevados los costes de remuneración de los pasivos monetarios, más reducidos serán los niveles de excedentes que el sistema deseará mantener, dado un determinado nivel de riesgo.

La intersección de las tablas de demanda y oferta de dinero determinará el volumen de saldos de dinero existentes en la economía y el tipo de interés en el mercado de dinero, o precio de este bien. Este precio estará ligado a la constelación de tipos y precios vigentes en la economía por una serie de razones complejas que dan como resultado una cierta estabilidad en los diferenciales de ti-

pos de interés y una relación entre su valor y el nivel de precios, que permite comparar el valor absoluto del tipo de interés, o tipo nominal, y su nivel relativo, o tipo real, descontando a aquél la tasa esperada de inflación.

Sin entrar en el tema enormemente complejo de los equilibrios en los mercados de bienes y en los mercados de activos financieros de la economía, se subrayará un conjunto de características de las funciones de oferta y demanda de dinero que posibilitan la existencia y coherencia de la política monetaria.

1. Las funciones de demanda de dinero tienden a mantenerse altamente estables, es decir, dominan las inercias sistemáticas en las cantidades de saldos reales de dinero que el público desea mantener. Las cantidades demandadas de dinero en términos reales están directamente relacionadas con los niveles de renta y gasto, acusando escasos desplazamientos debidos a movimientos en los tipos de interés propios o ajenos.

2. Las cantidades ofrecidas de dinero o los procesos de expansión bancaria, aunque más erráticos y sensibles a los tipos de interés, son controlables por la autoridad monetaria a través de movimientos en la base del sistema y de los tipos a que ofrece sus activos de caja.

3. Las relaciones que unen los procesos de gasto privado (demanda de consumo, inversión y exportaciones menos importaciones) con los tipos de interés y su propia dinámica son más opacas y parecen menos estables que las relaciones que asocian dichos procesos de gasto a la cantidad de saldos líquidos.

Este conjunto de razones posi-

bilita la existencia de una política monetaria que pretenda influir en la tasa de crecimiento del gasto agregado en términos nominales, afectando a los procesos de avance de la cantidad de dinero o a su precio —los tipos de interés—. Las autoridades si desean, por ejemplo, avivar el nivel de gasto, ya que lo consideran excesivamente deprimido, tratarán de que el crecimiento de la cantidad de dinero se acelere, y esto llevará a un descenso de los tipos nominales de interés en el mercado de dinero. Esta caída de tipos nominales inducirá un proceso de expansión bancaria, que redundará en una mejora de las condiciones de financiación de la economía —precio y cantidades disponibles— y reducirá el coste de uso del capital existente, elevando el valor del capital instalado. Las mejores condiciones de financiación, posiblemente la caída en los niveles de racionamiento del crédito y el aumento del valor del capital instalado en relación al capital de nueva producción, promoverán un aliento del consumo presente y una reanimación de la formación bruta de capital, acelerándose el ritmo de crecimiento de la demanda nominal de bienes y servicios. A través de estas técnicas, las autoridades no podrán determinar qué parte de esta reanimación quedará esterilizada por una subida en la tasa de inflación y qué parte ejercerá un aliento de los ritmos reales de producción, ya que esto dependerá de razones tan complejas como el nivel de indicación de rentas de la economía, el tesón en el mantenimiento de las expectativas de inflación, o el grado de utilización de los recursos reales existentes; pero sí podrán reavivar, al menos temporalmente, la tasa de expansión del gasto en términos nominales.

En los últimos años, no obstante, se ha hecho más numeroso e influyente el grupo de profesionales que opina que este tipo de manipulaciones son efímeras, costosas y frecuentemente inútiles, dudando de la misma capacidad de influencia de la política monetaria sobre los niveles reales de gasto; y esta opinión ha adquirido cada vez más peso en momentos de crisis, como los presentes, donde las decisiones y soluciones que hay que adoptar son actuaciones de ajuste en términos reales, es decir, procesos de adaptación a cambios en los precios relativos, en los que la expansión de los niveles nominales de demanda de gasto, a través de manipulaciones monetarias, son juegos de artificio con características frecuentemente perturbadoras. La razón de este escepticismo se enraiza en la capacidad de aprendizaje de los colectivos sociales, que termina anulando los efectos de las políticas sistemáticas de demanda, en un mundo enormemente sensibilizado a la erosión de rentas que originan los procesos de inflación alta e incierta. En este sentido, es enormemente ilustrativo el ejemplo de los mercados bursátiles, que descuentan a la baja en los precios de las acciones las actuaciones expansivas de la autoridad monetaria. Los operadores en los mercados esperan que estas aceleraciones se filtren rápidamente hacia subidas de precios y determinen una ulterior actuación contractiva del banco central. Ante esta expectativa de alzas ulteriores en los tipos de interés, adelantan sus decisiones, deprimen las cotizaciones, elevan las rentabilidades de los activos y anulan la actuación de la autoridad monetaria, al menos en una proporción importante.

Es evidente que toda estrategia

de política monetaria previamente conocida en su orientación y magnitud pierde potencia, ya que, en último término, su impacto se basa en redistribuciones de renta entre inversores y ahorradores, y ambos, si disponen de información anticipada y tienen capacidad de defensa, tomarán sus precauciones. En economías como las actuales, altamente indicadas, estos movimientos de cobertura están ampliamente difundidos. Si a estas razones se añade que el público adelanta razonablemente las actuaciones compensadoras de las autoridades, se habrá cerrado el círculo de la ineficacia de una política monetaria.

Obviamente, el planteamiento y la caracterización son caricaturescos, pero ofrecen unos argumentos que no pueden ser arrinconados con facilidad. Pese a ello, las autoridades dominan un conjunto de información de calidad muy superior a la media del mercado financiero, no aplican reglas tan teñidas de ingenuidad, y la sociedad no tiene la suficiente agilidad, capacidad y certidumbre para cubrirse plenamente de las consecuencias de las actuaciones discrecionales de las autoridades. Esto permite un margen de actuación a la política monetaria, pero, al tiempo, sirve de recordatorio de que sus límites son estrechos y temporales, y de que no puede abusarse del activismo en la conducción de los mercados financieros, ya que éstos crean sus propios mecanismos de autoprotección. Por ello, la autoridad monetaria ha buscado, cada vez con mayor intensidad, diseñar una política ajustada, sin grandes pretensiones de protagonismo, consciente de que sus actuaciones, para ser eficaces, deben marcar un objetivo a plazo medio.

¿Cuáles han sido las variables

básicas, los objetivos y los instrumentos que ha utilizado la autoridad monetaria española para llevar a cabo una política de estas características? En los próximos epígrafes se trazará una breve síntesis de su diseño, de las razones que llevaron a la elección de M3 como variable objetivo intermedio y de los supuestos que han permitido que se utilicen los activos de caja como variable instrumental, para terminar abordando, de una forma muy esquemática, el proceso concreto de control monetario con el instrumental utilizado hasta el año 1983.

III. EL ENTORNO DEL DISEÑO DE LA POLÍTICA MONETARIA

La política monetaria se inscribe dentro de la programación de la política económica que realiza el Gobierno, normalmente en el último trimestre del año anterior. Las autoridades económicas trazan un conjunto ordenado de previsiones y objetivos de las principales variables para el año entrante. Dentro de un marco que se pretende coherente, se estiman los ritmos de actividad productiva privada —ahorro e inversión— que se piensan posibles, tratando de cuantificar las necesidades de intervención pública que se precisan para conseguir los objetivos de producto interior que se juzgan accesibles y deseables. Se evalúa el impacto de este ritmo de producción dentro de las inercias de los intercambios exteriores, estimando el saldo resultante de la balanza corriente, y se cuantifica el ritmo de inflación que se espera que se registre durante el año entrante, dentro de un cuadro macroeconómico de coherencias.

Del ejercicio anterior se desprende el conjunto de trasvases de recursos reales de capital que habrá que instrumentar entre los distintos sectores objeto de programación: el ahorro público, el conjunto de transferencias de capital previstas, la aportación de ahorro exterior o saldo de la balanza por cuenta corriente y, como resultado, el conjunto de recursos de capital del sector privado.

A ellos se enfrentarán unos planes de formación bruta de capital del sector público, del sector financiero y del sector privado que habrá que atender con los nuevos recursos de capital generados en el transcurso del ejercicio.

Dados los planes de financiación pública en los mercados de valores, en los mercados exteriores y en el sistema crediticio, y las estimaciones resultantes sobre la balanza de capitales, corresponde a la política monetaria definir los ritmos de generación de fondos en el sistema crediticio que posibiliten este conjunto de trasvases de financiación. Cuanto mayor sea el grado de expansión monetaria que las autoridades estén dispuestas a atender, mayor será el conjunto de fondos que se añadirán a los recursos de capital generados para satisfacer los planes de inversión productiva del período. Al mismo tiempo, cuanto mayor presión sobre los recursos existentes permitan las autoridades, son esperables mayores ritmos de inflación.

Dentro de este conjunto de coherencias se inscribe la programación de la política monetaria para un ejercicio, cuando se realizan los presupuestos monetarios anuales. La opción clave que le incumbe a la autoridad moneta-

ria es decidir cuál va a ser el crecimiento de la cantidad de dinero para el período objeto de decisión, si se desean alcanzar unos objetivos en términos de precios y actividad productiva.

IV. LA SELECCION DEL OBJETIVO INTERMEDIO

Desde el año 1973, la autoridad monetaria española fijó los objetivos de su política en términos de una banda de crecimiento de la cantidad de dinero para el período cuyos extremos normalmente descienden de uno a otro período. *Escogió establecer un objetivo intermedio, decidió que este objetivo intermedio fuera la cantidad de dinero en su acepción de disponibilidades líquidas*, que engloba el efectivo en manos del público y los depósitos de residentes en el sistema bancario, y *determinó que dicho objetivo se cuantificara en términos de una banda de tasas de crecimiento anual sobre una base dada en el cierre del año anterior*. Conviene ahondar brevemente en esta triple opción que ha definido la estrategia de la autoridad monetaria.

La oportunidad de establecer *un objetivo intermedio*, entre los objetivos últimos —precios y actividad— de la política económica y las variables de control en poder del banco central ha sido objeto de larga discusión. Se ha señalado acertadamente que en el mundo vidrioso de las decisiones económicas, con los retrasos evidentes que se perciben entre los hechos y las posturas que pretenden encararlos, el establecimiento de un objetivo intermedio es redundante y perturbador. Para los que defienden esta opinión,

la alternativa adecuada se centraría en procesar el conjunto de informaciones que se reciben desde todos los frentes de la economía —precios, actividad, balanza de pagos, déficit público— y actuar sobre las variables instrumentales, sin establecer y perseguir pasos intermedios.

La racionalidad de la opción de la autoridad monetaria española al fijar un objetivo intermedio —la tasa de crecimiento de las disponibilidades líquidas— descansa en los enormes retrasos con que se recibe en nuestro país información sobre las variables últimas en las que se pretende influir. Con los notables desfases y provisionalidad con que se cuenta con información sobre la actividad productiva, es necesario establecer unas pautas sobre crecimientos monetarios, ya que si no se estaría actuando con tres o más meses de retraso. Por otra parte, el objetivo intermedio cumple con el papel de servir de indicador de cómo las distintas entidades del sistema bancario están percibiendo las señales impartidas por la autoridad monetaria, permitiendo un seguimiento más sistemático de los procesos de expansión bancaria, que son claves en la financiación de la economía.

En segundo lugar, es plenamente discutible la opción de *establecer el objetivo en términos de cantidades* y, dentro de éstas, en términos de disponibilidades líquidas. Obviamente, la autoridad monetaria podría haberse propuesto alcanzar ciertos niveles en los tipos de interés. La coherencia de una u otra opción descansa en el supuesto que se realice sobre el origen de las inestabilidades y perturbaciones en el sistema económico. Si se piensa que los mercados financieros son más estables que los mercados de

MAGNITUDES MONETARIAS

La magnitud monetaria más sencilla es la *circulación fiduciaria*, compuesta por los billetes emitidos por el Banco de España y las monedas metálicas emitidas por el Tesoro y puestas en circulación por el Banco de España, en cuyo pasivo pueden figurar mediante un sencillo artificio contable. Se le conoce también con el nombre de *dinero legal*.

Parte de la circulación fiduciaria, el *efectivo en poder del sistema bancario*, forma parte del encaje mantenido por bancos, cajas y entidades de crédito cooperativo para hacer frente a sus necesidades de ventanilla. Esta parte se complementa con los depósitos del sistema bancario en el Banco de España (remunerados o no) para constituir los llamados *activos de caja del sistema bancario*, que es la parte plenamente líquida de su balance y forma el numerador del coeficiente de caja.

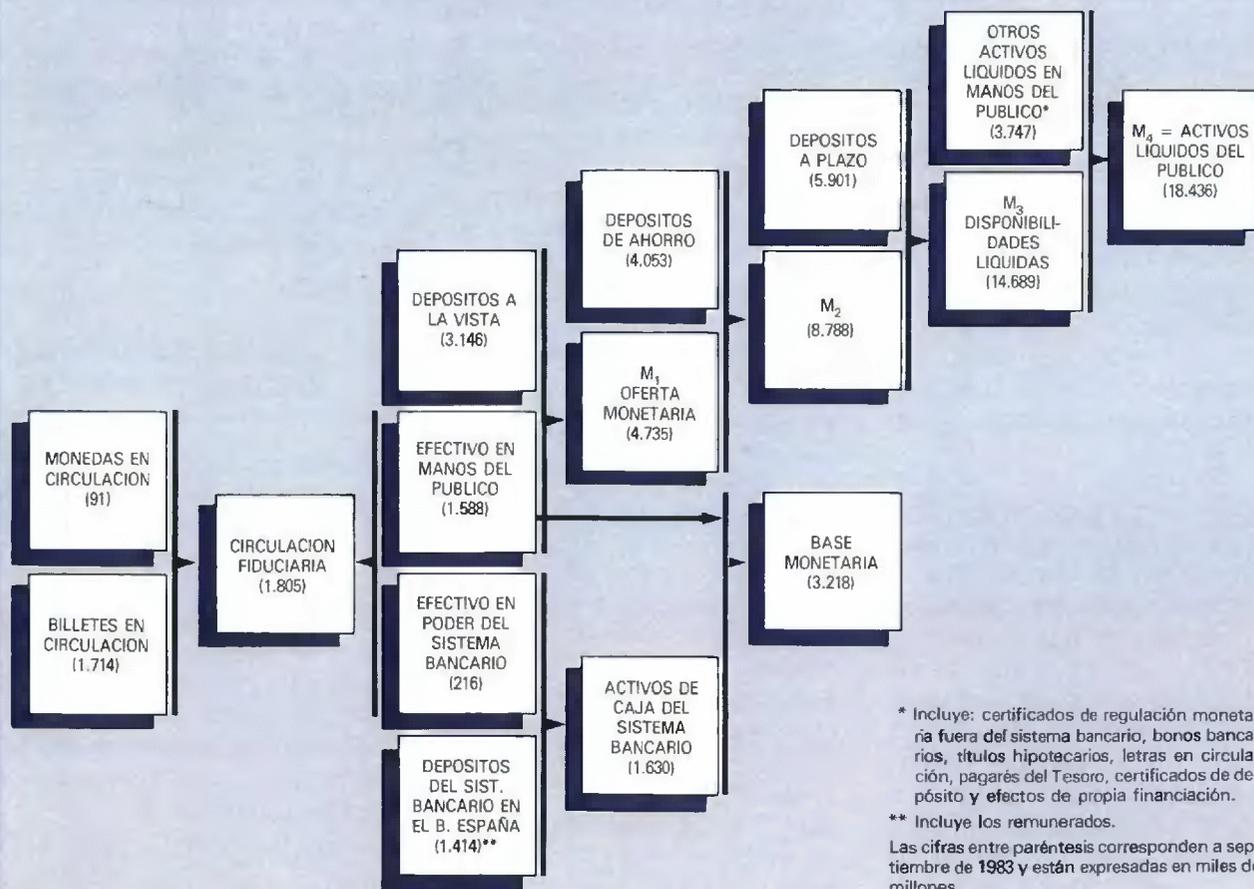
Añadiendo a estos activos de caja el *efectivo en manos del público* se obtiene la *base monetaria*, que son los pasivos monetarios del Banco de España.

Dentro de las magnitudes monetarias existen diversas formas de medir el dinero, que tienen en común el referirse todas ellas a cantidades que están fuera del sistema, es decir, en poder del público. Se obtienen sumando al dinero legal en poder del público definiciones más o menos amplias de *dinero bancario*, es decir, de los depósitos mantenidos en el sistema bancario.

La menos amplia es la *oferta monetaria* (M_1), formada por el efectivo en manos del público más los depósitos a la vista que éste mantiene en el sistema bancario. Añadiendo a la oferta monetaria los de-

pósitos de ahorro se obtiene M_2 , que no recibe ningún nombre especial. A su vez, complementando M_2 con los depósitos a plazo se obtienen las *disponibilidades líquidas* (M_3), objetivo intermedio, hasta ahora, de la política monetaria.

Finalmente, añadiendo a M_3 otros activos de alta liquidez colocados fuera del sistema (pagarés del Tesoro, certificados de regulación monetaria, certificados de depósito, pagarés y efectos de propia financiación, bonos bancarios, títulos hipotecarios, reservas matemáticas de las cajas de ahorros por operaciones de seguro o capitalización, letras, pagarés y otros efectos de la cartera cedidos al público, incluso con cláusula de retrocesión y pagarés de empresa avalados) se obtienen los *activos líquidos del público* (denominados por algunos M_4) que es la magnitud monetaria más amplia.



* Incluye: certificados de regulación monetaria fuera del sistema bancario, bonos bancarios, títulos hipotecarios, letras en circulación, pagarés del Tesoro, certificados de depósito y efectos de propia financiación.

** Incluye los remunerados.

Las cifras entre paréntesis corresponden a septiembre de 1983 y están expresadas en miles de millones.

bienes y servicios no financieros, y si se entiende que se conocen mejor y permanecen suficientemente inalteradas las relaciones que ligan los niveles de gasto y la demanda de saldos líquidos en términos nominales, la decisión correcta se halla en un control de cantidad y no de tipos de interés. Un objetivo en términos de esta última variable —los tipos— en momentos de inflación alta y variable corre el peligro de realimentar los procesos de subidas de precios que se pretende combatir. Por otra parte, la autoridad monetaria no es capaz de controlar los tipos nominales de interés y, por tanto, los reales, que son los relevantes para las decisiones de gasto de los agentes económicos, y, al tiempo, se desconoce cuál es el nivel de dichos tipos reales, ya que la cuantificación de la tasa esperada de inflación dominante en los mercados financieros, que permite pasar de tipos nominales a tipos reales, es una tarea imposible en términos objetivos. Si a esto se añade que, hasta momentos muy recientes, en España no ha sido posible contar con información fidedigna sobre la evolución de los tipos de interés, por estar intervenidos, se comprenderá en todo su alcance la elección de la autoridad monetaria.

Dentro de la opción de cantidades, la discusión puede establecerse en la elección de *un agregado de pasivos* bancarios o *un indicador de activos* como el crédito al sector privado o el crédito interno o financiación del sistema crediticio a los sectores público y privado. En esta ocasión, la elección se basa en la capacidad de control y en el orden de prioridades de la política económica. Si en un determinado momento un país tiene restricciones

serias y acuciantes de balanza de pagos, la opción será clara: las prioridades que se imponen, o las que determinan los acreedores internacionales del país, pasarán por el establecimiento de un objetivo en términos de crédito interno o, dicho de otra forma, de equilibrio en los intercambios exteriores. Si, por el contrario, las autoridades pretenden alcanzar unos niveles autónomos de actividad productiva, la opción adecuada será la cantidad de dinero en cualquiera de sus acepciones. Dentro de éstas, se optará por aquella que sea mejor conocida y más controlable.

Y, en tercer lugar, ¿por qué el objetivo se ha establecido en términos de una *banda de tasas de crecimiento anual* de dinero, entendido como disponibilidades líquidas, o M3? La respuesta a esta pregunta es un recordatorio de las limitaciones e incertidumbres que acompañan a las decisiones de política monetaria. Aparecen, por un lado, las incertidumbres que caracterizan a la predicción de las variables exógenas que enmarcan el proceso de decisión, y entre las que se cuentan, por su especial importancia, la evolución de los precios y actividad económica mundial y las políticas económicas de otros países. Surgen, por otro, los retardos y desfases entre los impulsos impartidos por la autoridad monetaria y su plasmación en términos de expansión bancaria, que subyacen a la aleatoriedad del proceso de creación de dinero. Están presentes, además, la opacidad que domina la relación a corto plazo entre disponibilidades y objetivos finales, y la mediatización que esta relación sufre ante nuevas informaciones sobre precios, volumen del comercio mundial o una mutación en las

condiciones financieras internacionales. Resta, por último, señalar que estas bandas son aconsejables como margen de maniobra ante variaciones imprevistas en otros instrumentos de política económica, como aceleraciones del déficit público, perturbaciones en el tipo de cambio o decisiones sustantivas de política de rentas.

Este conjunto de argumentos ha llevado al establecimiento del objetivo en términos de un entorno de tasas de crecimiento de las disponibilidades líquidas del público, o M3. La magnitud de dicho entorno será mayor cuanto más elevada sea la incertidumbre dominante sobre los procesos de generación de dinero y menos precisa sea la medición de dichas tasas de crecimiento en términos desestacionalizados. La anchura del entorno será menor cuanto más se precisen bruscas desaceleraciones en los procesos de inflación o más acuciante sea la necesidad de ofrecer un margen muy ceñido para la toma de decisiones de los distintos agentes de la economía.

V. LOS MECANISMOS DE INTERVENCION

Una vez discutida la oportunidad de establecer un objetivo intermedio en términos de una banda de tasas de crecimiento anual de la variable disponibilidades líquidas, es preciso abordar cuál será la *variable instrumental u operativa* que se fijará la autoridad monetaria para alcanzar el objetivo programado de M3 y, a través de él, los objetivos últimos de renta monetaria.

Las opciones en este terreno vuelven a ser múltiples. La discusión se ceñirá a una doble alter-

nativa: precios o cantidades y, dentro de éstas, base monetaria o activos líquidos computables en el coeficiente de caja.

La primera alternativa —precios o cantidades—, equivalente en un mundo de plena certidumbre, nos remite al tema más amplio de cuál es el origen más probable de perturbaciones en los procesos de creación de dinero, de forma similar a como la decisión precios-cantidades en la elección de la variable objetivo nos remitía al origen de las inestabilidades en el sistema económico.

Si la perturbación en el proceso de creación de dinero proviene de una variación en la relación efectivo/depósitos deseada por el público, de una mutación en los multiplicadores que ligan el crecimiento de los pasivos del banco central con la expansión del sistema, o de un desplazamiento genérico en la demanda de excedentes de bancos y cajas, la estrategia adecuada será mantener los tipos de interés en los niveles que se juzguen adecuados, y acomodar la variación experimentada en las cantidades demandadas de liquidez de base del sistema, ya que se han solicitado distintos activos de caja para el mismo ritmo de generación de dinero.

Si la perturbación procede de un desplazamiento en la demanda de dinero, distinta de un incremento en el argumento principal de la función —el nivel agregado del gasto— por aparición súbita de otros instrumentos financieros u otra razón semejante, la estrategia de mantener inalterados los tipos de interés en los mercados monetarios permitirá, asimismo, aproximar el objetivo deseado de renta monetaria con la máxima precisión.

Si el origen de las tensiones en

los mercados de dinero se localiza en una mayor presión del gasto nominal, por incrementos de los niveles de inflación, manteniendo inalterado el control de la cantidad de liquidez ofrecida por el banco central se alcanzará con mayor precisión el objetivo propuesto.

La elección, por tanto, depende crucialmente de la estabilidad relativa que se espere en las funciones de oferta y demanda de dinero. Dadas las estimaciones realizadas para el caso español, ha parecido óptimo mantener una *estrategia mixta de precios y cantidades*. A un plazo de aproximadamente un trimestre, prima de manera absoluta un objetivo de cantidades. Para alcanzarlo se marcan sendas de referencia a las que se asocian tipos de interés negociados en los mercados monetarios. Estos tipos sirven para evaluar las tensiones que las autoridades imprimen a los mercados inter-bancarios, marcan los ritmos de aproximación a las sendas de referencia de cantidades y, en general, su estabilidad relativa sirve de indicador de que los mercados de activos de caja no registran perturbaciones innecesarias inducidas por frecuentes cambios de sentido en los impulsos que se imparten.

La segunda alternativa, una vez decidida la opción precios-cantidades, versa sobre la elección de la variable de cantidad adecuada. La disyuntiva clásica discrimina entre base monetaria o activos líquidos computables en los coeficientes legales de caja —activos de caja.

La base monetaria es más fácilmente conocida y controlable; sin embargo, la autoridad monetaria ha optado por los activos de caja que, a pesar de que son más difícilmente conocidos (para ob-

tener la información se necesita estimar el efectivo en las cajas bancarias y agregarlo a los depósitos en el banco central), su control añade estabilidad a los mercados monetarios, ya que se evita que el sistema bancario experimente bruscas aceleraciones o desaceleraciones en sus procesos de expansión, relacionadas con variaciones inesperadas en las cantidades de efectivo poseídas por el público y porque, en definitiva, el multiplicador que relaciona los activos de caja y las disponibilidades líquidas se ha mostrado, a la larga, más estable y predecible que aquel que relaciona a estas últimas con la base monetaria.

Una vez que se han expuesto las razones que han llevado a las autoridades a la elección de las disponibilidades líquidas y los activos de caja como variable objetivo intermedio y variable instrumental, respectivamente, se hará una breve síntesis de la instrumentación concreta del proceso de control.

Mensualmente, una vez que se han fijado los criterios de expansión de M3 dentro de las bandas de fluctuación previamente diseñadas, el Banco de España procede a marcar una senda de referencia para la evolución media decenal de los activos líquidos computables en el coeficiente de caja. La fijación de la pauta temporal de la media decenal proviene del hecho de que el coeficiente de caja se cumple y se declara en tres medias decenales, a lo largo de cada mes. Para su cuantificación se realiza una estimación de la evolución del efectivo en manos del público y se separa de la cantidad objetivo de M3 definida en términos de medias diarias desestacionalizadas. Se aplica el coeficiente de caja mantenido como media por las entida-

des bancarias a la senda restante de depósitos del sistema bancario y, de esta forma, se obtiene la línea de activos de caja que es necesario ofrecer a bancos y cajas en cada una de las decenas del mes. Dicho coeficiente mantenido comprende el coeficiente legal y el nivel medio de excedentes que se juzga «normal» para que los procesos de expansión bancaria funcionen con fluidez.

Marcada dicha línea de liquidez de base, el Banco de España realiza una previsión sobre la evolución de su balance — a saber: de las necesidades de intervención en los mercados de cambio de la peseta y de la apelación de las administraciones públicas al banco central — y determina la financiación que debe otorgar a bancos y cajas para que se alcancen los objetivos de activos de caja que permitirán situar los procesos de creación monetaria en el entorno trazado.

Posteriormente, una vez conocidos los movimientos que dichos factores inducen a sus activos, el Banco de España procede a otorgar créditos o a colocar pasivos de forma que la liquidez de base se localice en el valor deseado como media decenal. Emite ambos instrumentos a tipos de mercado, fijados libremente mediante subasta pública. Asimismo, si lo juzga conveniente, el banco central interviene en los mercados monetarios, comprando o vendiendo títulos públicos, mediante operaciones dobles que contienen un pacto de recompra o reventa posterior del activo. Estos instrumentos simétricos y flexibles han permitido mantener una estrategia de gradualismo y continuidad que ha conseguido ampliar y consolidar enormemente los mercados monetarios y hacer más precisa la conducción de la política de

control, al lograr reducir los niveles de excedentes de activos líquidos que los bancos y cajas desean mantener como promedio.

VI. LA INNOVACION FINANCIERA Y LAS VARIABLES MONETARIAS

Durante los últimos años se ha desarrollado en los mercados financieros españoles un proceso de innovación semejante al que ha tenido lugar en gran parte de los países de la OCDE. Han surgido nuevos instrumentos en los mercados de fondos de préstamos, nuevas técnicas de gestión de los recursos del sistema crediticio y nuevos modos de poner éstos a disposición de los distintos agentes económicos. En la medida en que estas mutaciones han generalizado las transferencias de fondos desde colocaciones monetarias de baja rentabilidad hacia alternativas de mayor rendimiento, han hecho más patentes los costes de oportunidad de mantener riqueza en activos monetarios de bajo rendimiento, afectando, de este modo, a la naturaleza y composición de los agregados monetarios, y a las inercias que sustentaban la coherencia de la política monetaria en España.

La innovación es resultado de la actuación de las fuerzas de la competencia y, como tal, constituye un rasgo normal de todo entramado institucional, de modo que lo peculiar de estos últimos años ha sido su considerable aceleración, que pone de manifiesto, tanto la vitalidad del sistema financiero como las notables tensiones que éste ha soportado. El proceso de innovación comenzó a adquirir viveza a lo lar-

go del año 1980, y se aceleró de forma notable a partir del verano de 1982, a medida que fue haciéndose patente en los mercados financieros que las autoridades adoptaban una política monetaria activa que trataba de alcanzar un ritmo más intenso en el ajuste de los desequilibrios internos y externos que aquejaban a la economía española. Las innovaciones se han manifestado en un doble fenómeno interrelacionado de renovación.

Por una parte, ha surgido un tímido proceso de «desintermediación» de los canales por donde discurría la mayor parte de los recursos financieros — los bancos y las cajas de ahorros —. En el transcurso de los tres últimos años han aparecido nuevos agentes mediadores, como las sociedades mediadoras en el mercado de dinero, las sociedades hipotecarias y los fondos de inversión en activos monetarios, que han significado un intento de competencia frente a los intermediarios clásicos. Al mismo tiempo, se han consolidado un conjunto de instrumentos que han permitido la negociación directa de los prestatarios con los ahorradores últimos, evitando la actuación de dichos intermediarios. La emisión de letras de cambio en los mercados bursátiles, la colocación de efectos en mercados extrabursátiles, el auge de los pagarés de empresa, la emisión de pagarés del Tesoro, y la suscripción de certificados del Banco de España por el sector privado son distintos ejemplos del incremento de relaciones directas entre ahorradores y prestatarios. Obviamente, dado el estado naciente de estas relaciones y la atonía que se percibe en los mercados bursátiles, el mayor potencial de desintermediación se encuentra en la necesidad de financiar los

crecientes déficits públicos, que han alentado la presencia de las administraciones públicas como emisores directos en todos los segmentos y plazos vigentes de los mercados financieros.

Por otra parte, la presión ejercida por la mayor competencia sobre las cuentas de resultados del sistema bancario, y la oportunidad de contar con instrumentos distintos de los depósitos que permitiesen atender más ágilmente la demanda de un público sensibilizado ante la erosión de los tipos nominales por la inflación, han inducido a los bancos y cajas de ahorros a modificar sus mecanismos de mediación, desarrollando un triple proceso de transformación en las técnicas de gestión de sus recursos. Han remozado antiguos instrumentos no sujetos a coeficientes, como los bonos de caja y tesorería, y han emitido nuevos pasivos de renta fija exentos de coeficientes legales, como los títulos hipotecarios. Han iniciado un proceso de cesiones temporales de activos, mediante la difusión de acuerdos de recompra, que ha servido para soslayar la reglamentación de tipos de interés y plazos en la captación de los depósitos. Y, por último, han potenciado su labor de comisionistas y agentes aseguradores en la colocación de activos financieros emitidos por las administraciones públicas y el sector privado, sin asumir una participación patrimonial en los procesos de generación de fondos de préstamo.

Tanto el tímido proceso de desintermediación como la transformación de los modos tradicionales de gestión de los recursos del sistema crediticio han sido posibles gracias a la creación y consolidación de un conjunto de mercados donde se negocia un blo-

que de nuevos o remozados instrumentos financieros: bonos de caja, certificados del Banco de España, letras de cambio, pagarés del Tesoro, títulos hipotecarios, pagarés de empresa, pagarés bancarios y acuerdos de retrocesión.

Las razones de la implantación y desarrollo de este proceso de renovación obedecen a un conjunto de causas complejas que pueden ser esquematizadas dentro de los siguientes apartados:

- Una inflación alta, variable e incierta, como la registrada en los últimos años, ha suscitado en el público un incremento muy notable de la demanda de posiciones líquidas que, al evitar inmobilizaciones dilatadas, permitieran cubrirse frente al mayor riesgo de insolvencia de los deudores y frente a las pérdidas de capital derivadas de la variación de los tipos de interés. Al mismo tiempo, los poseedores de fondos han exigido a estas posiciones líquidas una alta rentabilidad que respondiera al incremento de los tipos nominales de interés provocado por los mayores niveles de inflación y por la persistencia de políticas monetarias restrictivas. Las prácticas y normas legales vigentes en el sistema financiero no han favorecido esta respuesta, suscitando intentos de ruptura de este rígido marco institucional.

- Una segunda razón de la aceleración de las innovaciones se halla en el comportamiento de las administraciones públicas españolas, quienes, a partir del año 1978, han incurrido en déficits cada vez más abultados, incrementando sus necesidades de financiación en términos absolutos y en relación a la renta y el producto generado, e imponiendo a los mercados financieros un esfuerzo creciente de absorción de deu-

da. Como todo nuevo prestatario en los mercados financieros, el sector público ha pagado una prima de introducción en el mercado, retribuyendo los recursos a corto plazo a tipos superiores a los ofrecidos por el sistema crediticio. Estos tipos y los rendimientos ofrecidos por los pasivos que el Banco de España ha emitido para no monetizar la expansión de sus activos frente al sector público, han marcado el punto de referencia más importante para los procesos de desintermediación que han surgido en los últimos años, y para los intentos de apropiarse de los márgenes de intermediación disponibles por parte de las entidades autorizadas a operar en los mercados interbancarios.

- Una tercera causa se encuentra en la regulación del comportamiento bancario, a través de coeficientes de caja y de inversión obligatoria, que ha generado distorsiones en la estructura de los tipos de bancos y cajas. Estas instituciones, preocupadas por los efectos de las sucesivas subidas de los coeficientes sobre su cuenta de resultados, han puesto en circulación pasivos no sujetos a coeficientes o han cedido activos de sus carteras. En este sentido, la banca privada ha potenciado la oferta de bonos de caja, no sujetos a coeficiente, y bonos de tesorería, no computables en los coeficientes de caja y depósitos obligatorios. Las cajas de ahorros han emitido títulos hipotecarios al portador, que no requieren intervención de fedatario público y están exentos de coeficientes. Y los bancos y cajas han procedido a realizar cesiones al descuento de sus activos públicos o privados a la orden —letras bursátiles o extrabursátiles, pagarés de empresa y del Tesoro.

- Por último, una breve referencia, entre las causas, a los *esquemas impositivos*. Las posibilidades de ocultamiento fiscal y las dificultades de elusión de impuestos, cuando existe retención en la fuente de generación de renta, han impulsado la emisión de títulos al portador y a la orden, transmisibles mediante endoso, y las colocaciones al descuento frente a los títulos nominativos y las emisiones a la par con pagos periódicos de intereses, sobre los que descansaban los sistemas tradicionales de generación de pasivos monetarios.

Estas causas han propiciado la desintermediación del sistema bancario y la transformación de los modos de captación y cesión de los recursos que anteriormente se han detallado. Hay que anotar, sin embargo, que el fenómeno español contiene unas dosis de artificialidad muy superiores a las existentes en otros sistemas históricamente menos sometidos a regulaciones administrativas financieras y fiscales.

Esta gama de innovaciones ha incidido sobre el marco en que se desenvuelve la política monetaria, *afectando a los procesos de generación de dinero, a la oferta de financiación y a los canales de transmisión de los impulsos monetarios impartidos por las autoridades.*

Los poseedores de fondos del sector privado han aumentado su preferencia genérica por la liquidez y han presionado en favor de mayores rentabilidades. En la medida en que las han obtenido de los intermediarios financieros, del Estado y de las unidades de gasto privadas, han tendido a desplazarse hacia colocaciones más rentables, bien dentro de los componentes de M3, bien en activos no

incluidos en dicha magnitud. Y ello ha afectado a la demanda de disponibilidades líquidas ejercida por el público, que ha sufrido desplazamientos, ocasionados tanto por el proceso de innovación como por la mayor sensibilidad que ha mostrado a los tipos esperados de rendimiento de las colocaciones en los mercados exteriores.

Las entidades de depósitos, por su parte, han respondido a la creciente influencia de los tipos de interés sobre sus pasivos, transformando paulatinamente sus modalidades de oferta de financiación, haciendo un uso más frecuente de los préstamos con tipo de interés variable, acrecentando su sensibilidad a los tipos de interés exteriores, y variando sus formas de adaptación a las actuaciones de las autoridades monetarias. A lo largo de los últimos años se ha registrado un descenso sistemático del excedente de caja del sistema bancario. Paralelamente, la segunda línea de liquidez que ofrecen sus tenencias de títulos públicos a corto plazo les ha servido para atenuar el impacto de actuaciones no esperadas de la autoridad monetaria. Y, en general, han aumentando su sensibilidad a los tipos de interés en la gestión tanto de activos como de pasivos, a la relación entre tipos interiores y exteriores y a la posibilidad de acudir a los mercados exteriores para ajustar sus recursos de tesorería. Esta mayor incidencia de los tipos de interés sobre la gestión de las entidades de depósito, y la mayor variabilidad y significado de los precios han potenciado el efecto de los tipos de interés sobre la demanda de fondos de préstamo y, en consecuencia, ha perdido importancia relativa el grado de racionamiento del cré-

dito como cauce de transmisión de efectos de la política monetaria.

VII. LA ACTUACION DE LAS AUTORIDADES FINANCIERAS

A pesar de todos estos elementos de mutación en el contexto de la política monetaria, las autoridades monetarias españolas no creyeron conveniente un cambio en su decisión de definir los objetivos intermedios en términos de las tasas de crecimiento de M3, ya que estimaron que los desplazamientos que experimentaba su demanda eran, en gran medida, previsibles a medio plazo, pese a que el conocimiento de la trayectoria inmediata de los procesos de sustitución era imperfecto y existían lagunas muy notables en la previsión y constatación estadística de sus ritmos de avance.

Con el fin de apreciar dichos desplazamientos, procedieron a definir y observar una variable más amplia de «liquidez» de los distintos agentes: «los activos líquidos del público», que comprende las disponibilidades líquidas, las cesiones temporales de activos públicos y privados, los bonos de caja y tesorería, las letras, los certificados de regulación monetaria y los pagarés del Tesoro en circulación, situados fuera del sistema bancario, y los títulos hipotecarios en poder del público.

La observación de este agregado más amplio ha arrojado una doble evidencia. Se ha apreciado que la sustitución de efectivo y depósitos bancarios es un proceso en gran medida irreversible, con una tendencia claramente creciente, en tanto en cuanto res-

ponde a las mayores dosis de competencia y complejidad del sistema bancario, ocasionadas por la incorporación de nuevos agentes a la oferta de liquidez de la economía, incorpora la transformación de los hábitos de negocio de los ya instalados y recoge la acumulación de experiencias asimiladas por el público en sus intentos de salvaguardar la rentabilidad de sus posiciones líquidas. Se ha estimado, asimismo, que la variable «activos líquidos del público» refleja la mayor demanda de liquidez ocasionada por la traslación desde inversiones financieras permanentes en títulos de renta fija o renta variable, o desde su materialización en activos reales, hacia posiciones dotadas de un mayor grado de liquidez.

Se ha constatado, asimismo, que las aceleraciones en los desplazamientos han venido asociadas a situaciones de tensión en los mercados monetarios, con elevaciones en los tipos de interés en ellos negociados.

Tomando en consideración estos componentes permanentes del proceso, se definió para el año 1983 el ritmo de crecimiento objetivo de las disponibilidades líquidas teniendo en cuenta el crecimiento medio previsible de los activos líquidos totales del público. Se estimó que el ritmo de sustitución de M3 por otros activos cuasimonetarios se localizaría en el entorno de tres puntos porcentuales de la tasa de crecimiento interanual de la variable, cifrando la expansión de las disponibilidades líquidas en un valor que trataba de esterilizar dichos desplazamientos y acomodar, al tiempo, la traslación desde otros activos rentables —reales o financieros— hacia posiciones líquidas.

En el transcurso del primer tri-

mestre del año 1983, pese a que el grado de acomodación de la política monetaria fue elevado, se experimentó un crecimiento de los activos cuasimonetarios superior al previsto. La holgura de liquidez que disfrutó la economía española, en contraste con la tónica restrictiva que dominó a los mercados financieros internacionales, determinó un desequilibrio acusado en los mercados cambiarios de la peseta, que la autoridad monetaria se propuso limitar a partir del segundo trimestre del año 1983. Para alcanzarlo, ajustó a la baja el crecimiento de los activos de caja del sistema, elevó el grado de tensión en los mercados monetarios, y, en consecuencia, comprimió el ritmo de expansión de los depósitos de bancos y cajas de ahorros.

En la medida en que el sistema bancario mostró dificultades para adaptarse a este ajuste, añadió presiones al alza en los tipos de interés a corto plazo, ocasionando una consolidación ulterior de los procesos de sustitución, que puso de manifiesto el peligro de que la política monetaria produjera graves distorsiones en los mercados financieros.

En efecto, el sistema de control monetario en España ha descansado en la capacidad de las autoridades para imprimir el ritmo de crecimiento deseado a las disponibilidades líquidas —el efectivo en manos del público y los depósitos del sistema bancario—. El conjunto de estos depósitos ha constituido prácticamente la totalidad de posiciones líquidas en pesetas disponibles para el público, y ha sido la base del negocio de un conjunto de entidades prioritariamente dedicadas a la banca al por menor, a través de una dilatada red de sucursales. Al permitir las autoridades que un blo-

que considerable de liquidez —precisamente el conjunto de instrumentos en que se ha especializado la banca al por mayor— quedará exento de coeficientes, y hacer recaer el peso del ajuste sobre los depósitos del sistema bancario, la política monetaria imprimió tensiones considerables en los ritmos de expansión del negocio básico de la banca al por menor, la de menor capacidad de adaptación por la rigidez de sus costes de estructura, que se tradujeron en subidas más que proporcionales de los tipos de interés de los mercados interbancarios, que abocaron, a su vez, a un mayor grado de sustitución, cerrando un proceso en círculo que potencialmente incubaba peligros de insolvencias graves en el sistema y que ratificaba prácticas de dudosa ortodoxia en el respeto de la normativa administrativa —financiera y fiscal.

La constatación de los peligros que esta alternativa presentaba ha llevado a las autoridades monetarias a redefinir los pasivos y entidades sujetas a coeficientes legales, ampliándolos a nuevos instrumentos de captación de recursos e instituciones financieras, con el fin de evitar distorsiones y reducir la volatilidad de los tipos de interés.

Esta vía se inició en enero de 1982, cuando la autoridad monetaria pasó a considerar los «efectos de propia financiación» como depósitos a plazo, a los fines de contabilización por las entidades y cómputo de coeficientes. Continuó en el mes de junio de 1983, cuando se asignó a las sociedades emisoras de pagarés de empresa las mismas obligaciones de información pública que al resto de emisores de títulos en los mercados bursátiles. En julio de 1983, las autoridades, al tiempo que

ajustaban a la baja sus objetivos de crecimiento de M3 en la segunda parte del año, aconsejaron a las entidades que finalizasen el proceso de emisión de activos líquidos sustitutivos de los depósitos, mientras arbitraban medidas tendentes a regular estos mercados. A finales de octubre de 1983, hicieron computables en el coeficiente de caja los títulos hipotecarios. Y, por último, en enero de 1984 ha entrado en vigor la Ley 26/1983 sobre coeficientes de caja de los intermediarios financieros, que unifica los esquemas legales, extiende los requerimientos de reservas líquidas a sociedades mediadoras del mercado de dinero, sociedades de crédito hipotecario y entidades de financiación, somete a coeficiente a todos los instrumentos susceptibles de ser utilizados como depósitos, con la excepción de las cesiones temporales de pagarés del Tesoro, y eleva el porcentaje legal de caja.

Al tiempo que se gestaba este conjunto de normas, las autoridades daban los primeros pasos para adaptar los mecanismos de control monetario, revisando las estimaciones econométricas de las funciones de demanda de dinero e introduciendo variaciones en los instrumentos de intervención en los mercados y de financiación de las administraciones públicas a corto plazo.

Las últimas estimaciones de las funciones de demanda de dinero han proporcionado evidencias de desplazamientos importantes en la función de demanda de disponibilidades debidas a aportes de recursos financieros desde esta variable hacia el agregado «activos líquidos del público», cuya demanda parece mostrar una mayor estabilidad relativa, aun cuan-

do no pueda calificarse de «perfecta».

Las incoherencias latentes en los procesos de ajuste puestos en práctica durante el año 1983 y la constatación de esta mayor estabilidad han inducido a las autoridades a marcar un doble punto de referencia en la elección de la variable que utilizan como *objetivo intermedio* de la política monetaria, estableciendo sus cotas tanto en términos de M3 como en términos de ALP.

La observación y seguimiento de la primera (M3) adquiere una clara prioridad en un horizonte temporal corto —por ejemplo, mensual—, ya que la información que suministra este agregado goza de alta fiabilidad estadística y se obtiene con rapidez, mientras que la segunda (ALP) recibe una mayor atención en un plazo más amplio —por ejemplo, trimestral o semestral—, ya que parece guardar una relación más estable con la renta y los precios.

Esta modalidad más compleja de fijación y seguimiento de objetivos ha ido abriéndose paso en el transcurso del año 1983 y ha alcanzado su plena virtualidad en 1984, cuando los objetivos básicos ya se han definido en términos de una banda de ALP que va del 10,50 por 100 al 14,50 por 100 de crecimiento anual. La expansión de las disponibilidades líquidas ha quedado subordinada por tanto a las previsiones sobre emisión de activos cuasi monetarios. Hay que tener en cuenta, sin embargo, que, en las actuales circunstancias de aceleración de las transformaciones en los modos de actuación de los agentes en los mercados financieros, la instrumentación de la política monetaria se torna inevitablemente más flexible y cautelosa, tratando de

extraer información de los distintos componentes de ambos agregados y del resto de indicadores financieros y evitando sujeciones rígidas a un objetivo intermedio determinado.

En el verano de 1983 se inició, asimismo, una revisión en los instrumentos de intervención de las autoridades en los mercados monetarios, estrechamente relacionada con los problemas y dificultades suscitadas por la financiación de los déficits públicos. Las administraciones públicas, a lo largo de los tres últimos años, habían volcado su endeudamiento sobre los mercados monetarios a más corto plazo, tornando crecientemente líquida su masa de deuda. Esta opción que, en una parte sustancial, era inevitable por la situación de inflación que viene experimentando nuestra economía, se había vuelto especialmente gravosa a partir de la primavera de 1983, ya que las autoridades se habían propuesto lograr un escalón de descenso en las tasas de expansión de la cantidad de dinero y controlar los procesos de creación de liquidez, permitiendo una subida considerable de los tipos de interés a corto plazo. La transformación hacia posiciones cada vez más líquidas había agrandado la carga actual por intereses de la deuda a corto plazo —situada en valores superiores a los dos billones de pesetas— y deteriorado las perspectivas de rectificación del déficit público.

En estas circunstancias, en el mes de agosto, las autoridades financieras detuvieron temporalmente la emisión de títulos públicos a más corto plazo —los certificados del Banco de España—, no aceptando los tipos resultantes de las subastas, incrementaron un punto el coeficiente de ca-

ja y negociaron una propuesta del sistema bancario para cubrir las necesidades de colocación de títulos públicos a corto plazo a tipos relativamente elevados, pero suavemente descendentes.

Esta solución se diseñó hasta la entrada en vigor de los nuevos coeficientes y la desaparición de los Certificados de Regulación Monetaria como instrumento financiero. La opción para este año descansa en el manejo del nivel de los coeficientes y en la emisión de pagarés del Tesoro, respaldada tanto en las subastas como en la cesión temporal o definitiva de estos títulos por el sistema bancario. Una vez descargado el Banco de España de la parte más sustancial de su aportación a la financiación del sector público, la intervención en los mercados monetarios, se instrumentará a través de compraventas temporales o definitivas de títulos públicos a corto plazo a las instituciones financieras, que aportarán o detraerán la liquidez de base, de forma que se alcance la senda deseada de activos de caja que servirá de soporte a la expansión de los intermediarios financieros.