

## TRES AÑOS DE CONTROL DE LOS ACTIVOS LIQUIDOS EN MANOS DEL PUBLICO (\*)

En 1983 las autoridades monetarias cambiaron la variable que constituía su objetivo intermedio, como preludio de un conjunto de medidas encaminadas a mejorar los procedimientos de control monetario y de financiación del déficit público (Ley 26/1983, de 26 de diciembre y disposiciones conexas). El objeto de este artículo de **Antonio Argandoña** es evaluar los resultados de ese control de los activos líquidos en manos del público (ALP o M4) desde 1983 hasta 1986, buscando en las publicaciones del Banco de España su concepción de la política monetaria, sus condicionantes y las pautas de su implementación.

En primer lugar, analiza los resultados del control monetario y los criterios de fijación del objetivo intermedio, para ocuparse luego de las distintas causas de la variabilidad de los ALP: la acomodación pasiva a las perturbaciones en la demanda de dinero y los cambios en la oferta, tanto no provocados (financiación del déficit público, perturbaciones aleatorias, velocidad de regreso a la senda de objetivos y sometimiento al desarrollo ordenado de los mercados financieros) como provocados (principalmente la política de reducción de los tipos de interés y la concepción de la inflación y su relación con la política monetaria), para acabar con algunas conclusiones.

### LOS RESULTADOS DEL CONTROL MONETARIO

**N**O disponemos de un criterio preciso para valorar si una política monetaria resulta acertada o no. La contribución a la estabilidad del marco económico, que los manuales suelen citar como objetivo último de dicha política, resulta demasiado imprecisa. Si ese marco estable se concreta en una tasa de inflación reducida, la política monetaria española en el período considerado debe ser calificada positivamente (aunque se podría discutir si el ritmo de desaceleración de la inflación ha sido el adecuado). Pero tam-

bién parece lógico exigir que la evolución monetaria sea suave, de forma que no provoque perturbaciones en otras variables. Y este criterio, a nuestro juicio, no se ha cumplido satisfactoriamente.

El gráfico 1 muestra la tasa de crecimiento mensual de los ALP desde enero de 1980 hasta junio de 1986. Las oscilaciones son grandes y se acentúan en el período considerado (1). El Banco de España sostiene, sin embargo, que las variaciones de la cantidad de dinero a corto plazo deben ser necesariamente grandes, para evitar la «inestabilidad instrumental». Dado que una parte no despreciable de la volatilidad de la serie es puro «rui-

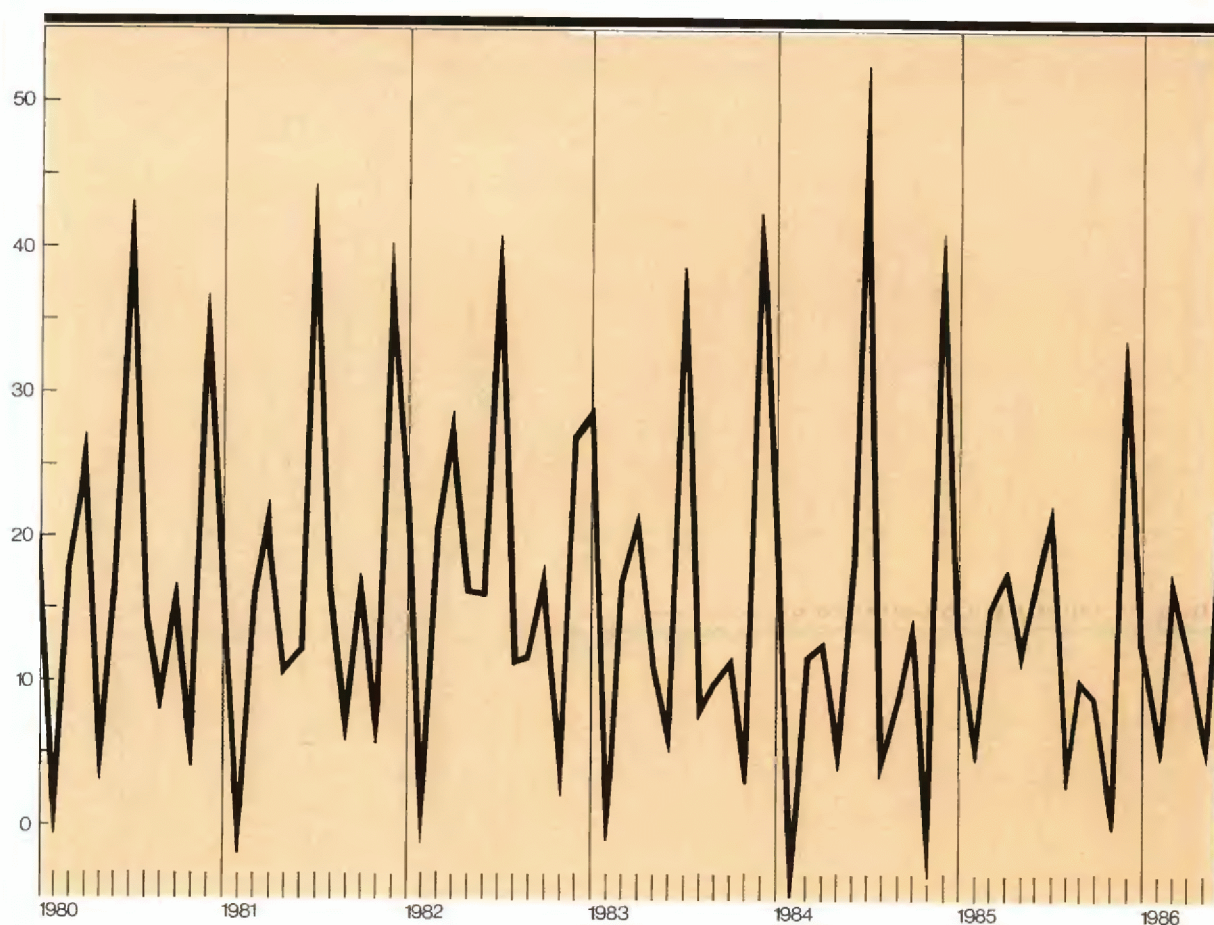
do», el intento de mantener una tasa de crecimiento más estable obligaría a actuaciones correctoras cuantiosas y bruscas, que aumentarían considerablemente la volatilidad de los tipos de interés (y, a la larga, dificultarían la consecución de los objetivos últimos de la política monetaria). Sostiene también nuestro banco emisor que la elevada variabilidad de la cantidad de dinero no tiene efectos sensibles sobre la conducta de los sujetos económicos, siempre que éstos vean las oscilaciones como transitorias (y, efectivamente, resulten de corta duración: hasta un trimestre, más o menos). Ambos argumentos pueden ser discutidos; baste señalar aquí que, como trataré de mostrar en las páginas que siguen, buena parte de la volatilidad de la serie de ALP se debe a acciones directamente intentadas por el Banco de España y no a perturbaciones inevitables.

Las autoridades monetarias españolas admiten que el control monetario puede llevarse a cabo eficazmente sobre períodos de un trimestre o algo más. De ahí que los objetivos de crecimiento monetario se establezcan en forma de tasas de crecimiento de una serie formada por las medias móviles intertrimestrales de la serie desestacionalizada de ALP. El gráfico 2 refleja la evolución de dicha tasa; la volatilidad es, obviamente, mucho menor que la del gráfico 1, pero sigue siendo elevada —y después de 1983 no difiere sensiblemente de la de años anteriores (2).

Pero tampoco la variabilidad de la serie de medias móviles es un criterio definitivo, porque las autoridades se han fijado como objetivo intermedio una tasa de crecimiento monetario que consideran deseable para alcanzar



GRAFICO 1



los objetivos últimos (crecimiento del producto y del empleo, estabilidad de precios, mantenimiento de la competitividad de la peseta, etc.). El gráfico 3 muestra la desviación de la serie de ALP respecto del punto central de la banda de objetivos fijada al principio de cada año. De nuevo la variabilidad resulta elevada, incluso mayor que la de la serie de ALP suavizada (varianza: 20,79).

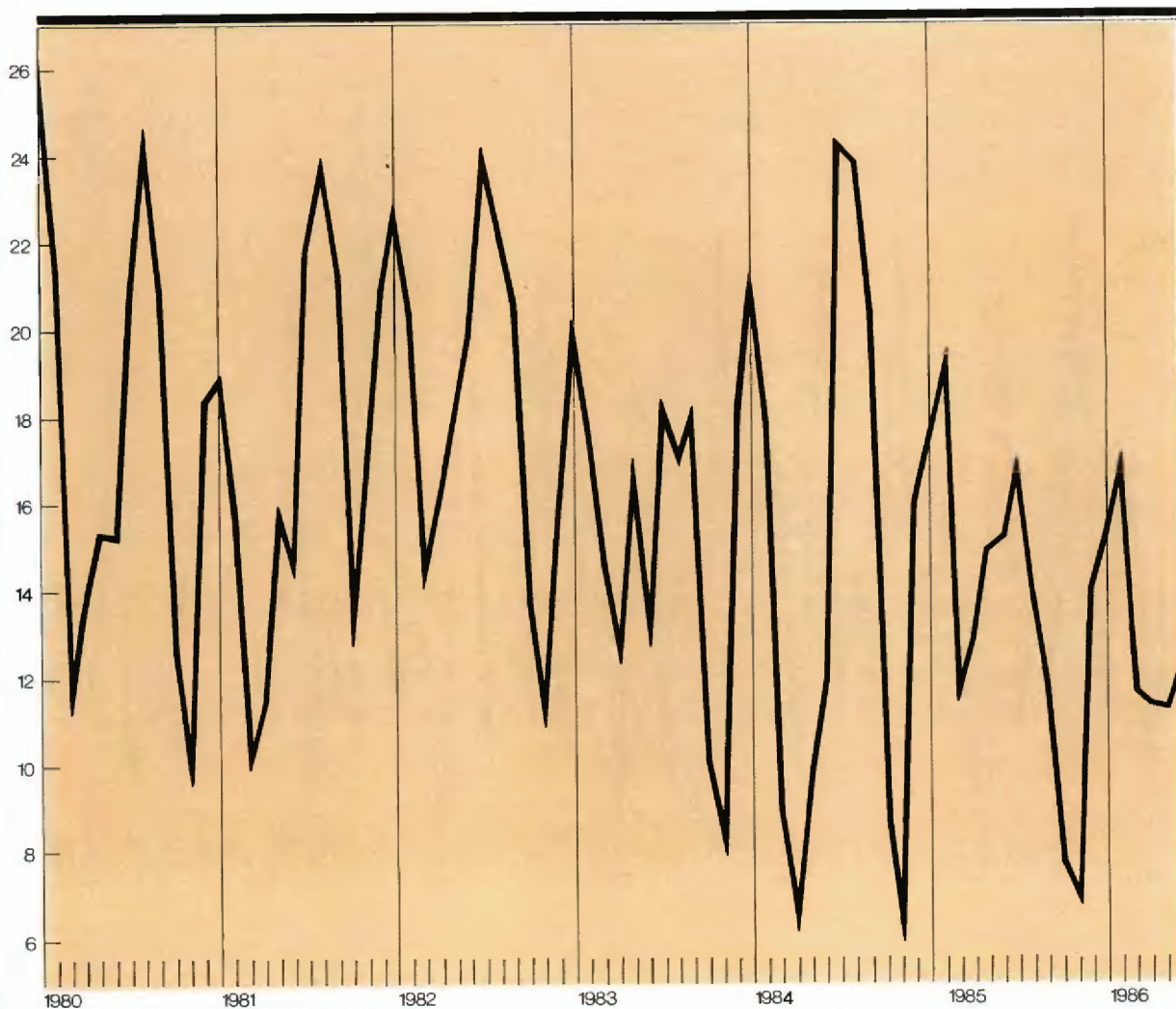
Las autoridades parecen re-

solver el problema fijando el objetivo intermedio no como una senda única, sino como una banda sin compromiso de retorno a un valor central, y consideraran admisible cualquier desplazamiento dentro de la misma. Pero esto no elimina la volatilidad de la tasa de los ALP, ni sus efectos. La banda se justifica por la dificultad para alcanzar un crecimiento monetario preciso en cada período (y por la conveniencia de no intentarlo, como se ha apuntado antes). Sin em-

bargo, esto justificaría, a lo sumo, una banda estrecha de objetivos mensuales, o la fijación de objetivos en forma de media móvil trimestral, pero no ambas cosas a la vez. Además, el Banco de España utiliza la banda como medio para disponer de mayor discrecionalidad de política y no por razones técnicas (3). En consecuencia, la licencia que la banda parece conceder a la autoridad monetaria acaba provocando la elevada volatilidad de la serie de ALP (4);



GRAFICO 2



y, en última instancia, las autoridades no han tenido empacho en salirse de la banda, o incluso desplazarla, lo que, en definitiva, pone un serio interrogante sobre la significación de un objetivo intermedio que no sólo se establece entre unos márgenes de tres puntos porcentuales (en tasa de crecimiento de la media móvil intertrimestral), sino que,

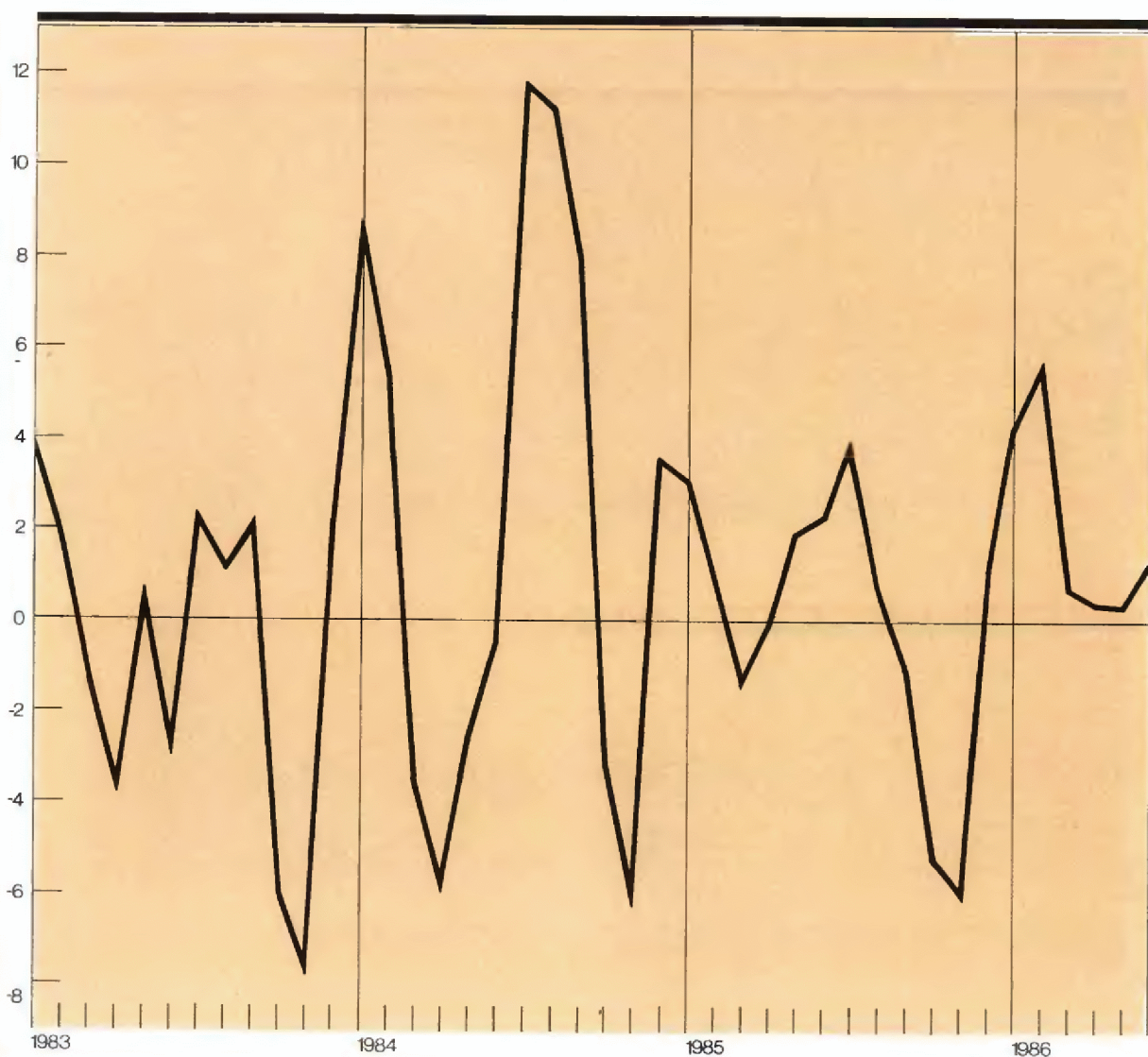
además, nadie está obligado a cumplir y que incluso se puede desplazar si se desea.

Un criterio superior para valorar la política monetaria sería su carácter pro o anticíclico. En el gráfico 4 se compara la evolución de los ALP, de un tipo de interés y del PIB trimestral (en los años más recientes se usa el

índice de la producción industrial, a falta de cifras del PIB). La simple observación del gráfico sugiere que la cantidad de dinero se ha movido bastante a la par con la variable representativa del nivel de actividad. Las autoridades monetarias han debido practicar, pues, una política pasiva, o «flexible», de acomodación a los cambios en la demanda de



GRAFICO 3



dinero, y su horizonte temporal ha debido ser breve, subvalorando los efectos de las acciones pasadas y prestando más atención a los valores actuales de las variables —la nueva información disponible en cada momento— que a las expectativas de valores futuros (por tanto, concediendo más importancia a los efectos inmediatos de la política monetaria sobre el nivel de acti-

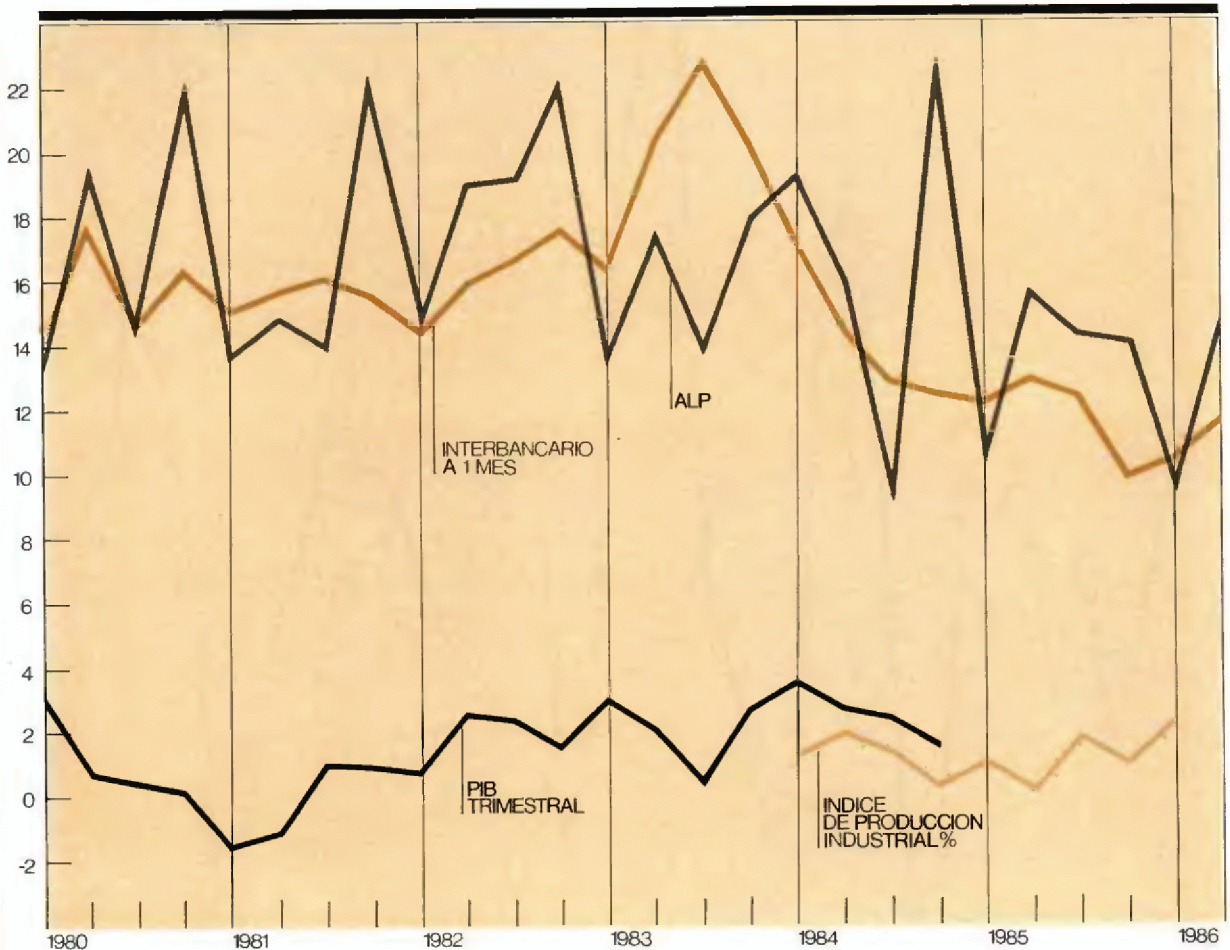
vidad que a sus efectos a medio y largo plazo sobre la tasa de inflación). Por todo ello, el crecimiento monetario ha tendido a ser elevado, lo cual, al chocar con el objetivo prioritario de reducir la inflación, ha obligado a importantes contracciones monetarias y, consecuentemente, a un crecimiento inestable de la cantidad de dinero.

### LA FIJACION DEL OBJETIVO INTERMEDIO

En España, como en otros países avanzados, se lleva a cabo una política monetaria en dos etapas. Debido a los retrasos en la información sobre la evolución de las metas últimas de dicha política (producción, empleo, inflación, saldo exterior,



GRAFICO 4



tipo de cambio, etc.), se fija un objetivo intermedio, que es la tasa de cambio de una variable que guarde una relación predecible y estable con aquellas metas últimas, y que sea a la vez exógena (no influida por otras variables del modelo) y controlable. Pero como la disponibilidad de cifras sobre el objetivo intermedio tampoco es suficientemente rápida, se establece una

variable operativa o instrumental, a la que se exigen condiciones similares a las del objetivo intermedio respecto de las metas finales. El manejo de los instrumentos permite alcanzar los valores deseados de la variable operativa; éstos, a su vez, los valores deseados del objetivo intermedio, y éstos, los de los objetivos últimos. Todo el proceso es muy poco preciso, de modo

que a corto plazo hay que esperar importantes variaciones en la variable operativa y aun en el objetivo intermedio.

¿Con qué criterios fijan las autoridades monetarias el objetivo intermedio? A partir de la conocida ecuación de cambios:

$$M.V = P.Y$$

(en que M = cantidad de dine-



ro;  $V$  = velocidad de circulación;  $P$  = nivel general de precios, e  $Y$  = producto real), se tienen tasas de crecimiento (representadas por minúsculas):

$$m = \gamma + p - v.$$

De acuerdo con esta expresión, las autoridades monetarias establecen el objetivo intermedio a partir de estimaciones del crecimiento esperado del producto real, de la inflación esperada (si el plazo es suficientemente largo, de la inflación deseada) y de la velocidad. Esto equivale a buscar un crecimiento del objetivo intermedio compatible con la evolución previsible de la demanda de dinero, dados los valores esperados o deseados de las variables que influyen en ella (cfr., por ejemplo, BEBE 1/85, pág. 25) (5).

Esta explicación sugiere una clasificación de las posibles causas de los cambios en la cantidad de dinero que las autoridades permiten o provocan: 1) En primer lugar, pueden reaccionar pasivamente a cambios en alguno de los determinantes de la demanda de dinero (sea adaptando a ellos el objetivo intermedio, sea provocando o consintiendo desviaciones respecto del objetivo trazado). 2) El proceso de creación de dinero no es determinista, sino que está sometido a perturbaciones; por tanto, la cantidad de dinero existente en un momento determinado puede diferir de la deseada por varias causas no provocadas por las autoridades. Una vez que ha tenido lugar la desviación, ésta puede ser permitida o corregida, y la vuelta a la senda de objetivos puede tener lugar con más o menos rapidez. 3) Finalmente, la autoridad monetaria puede desarrollar una política activista para la consecución de determinados resultados, haciendo que

los ALP crezcan a un ritmo distinto del de su demanda, para influir en el crecimiento del producto, la tasa de inflación, el tipo de interés o el tipo de cambio.

### **1. Acomodación a cambios en la demanda de dinero**

Según hemos explicado, las autoridades monetarias toman el valor esperado o deseado de un conjunto de variables  $\gamma$ , a partir de la correspondiente estimación de la demanda de dinero, fijan el crecimiento monetario compatible con ella. Salvo errores de previsión o de ejecución, esto debe llevar precisamente a unas tasas de crecimiento del PIB y de la inflación y a un tipo de interés al menos muy próximos a los deseados o esperados. Por tanto, parece lógico que si a lo largo del tiempo cambia la estimación de alguna de aquellas variables, las autoridades revisen la tasa deseable de crecimiento monetario. Así, si el PIB está creciendo más rápidamente que lo esperado, la demanda de dinero será mayor que la estimada  $\gamma$ , por tanto, de no permitirse un mayor aumento de su oferta, la economía experimentará elevaciones de los tipos de interés y quizás una reducción en el crecimiento real (también puede darse una tasa de inflación menor, pero las autoridades monetarias suelen prestar más atención a los efectos negativos de un crecimiento monetario insuficiente que a sus efectos positivos, como suelen subvalorar también los posibles efectos negativos de una expansión monetaria excesiva).

Para que los cambios en la demanda de dinero justifiquen una

adaptación de la oferta (con o sin revisión del objetivo, y moviéndose dentro o fuera de la banda), es necesario que sean de una cuantía suficiente, que sus causas se puedan identificar adecuadamente, que vayan a tener una cierta permanencia y que la revisión se lleve a cabo con suficiente antelación como para que la expansión monetaria se deje sentir precisamente cuando crezca la demanda de dinero, y no a destiempo. Esto exige que las autoridades monetarias identifiquen las perturbaciones que se producen (o sea, los cambios de las variables relevantes), su naturaleza (real o nominal) y su duración (permanente o transitoria), con suficiente antelación, y que conozcan la estructura de la economía.

Pero es cuando menos dudoso que las autoridades dispongan de toda esa información. Precisamente la conducción bi-tápica de la política monetaria se justifica por esa ignorancia, pues si las autoridades supiesen en cada momento cuáles son los valores presentes y esperados de todas las variables relevantes podrían conducir la política monetaria sin necesidad de objetivos intermedios y variables operativas. Si usan unos y otras es porque admiten no conocer la estructura de la economía (los caracteres del modelo económico: forma de las ecuaciones, valores de los parámetros, estructura de las perturbaciones aleatorias, etc.), y también, según la conocida crítica de Lucas (6), porque sospechan que esa estructura no es invariante ante cambios en sus propias políticas, porque no conocen la naturaleza y duración de cada una de las perturbaciones y, finalmente, porque temen que si sus acciones producen efectos con un re-



traso largo y variable, las correcciones resulten más perturbadoras que benéficas.

A pesar de ello, los bancos centrales suelen intentar adaptar la oferta de dinero a los cambios en su demanda: a menudo, porque creen conocer bien la causa de la perturbación (aunque esto es sólo una parte de la información relevante), y otras veces porque les parece más acorde con su función actuar (aunque sea conjeturalmente y con riesgo) que permanecer inactivos. Frecuentemente suelen considerar que, ante una perturbación de naturaleza y caracteres no bien conocidos, una corrección parcial tiene bastantes probabilidades de éxito. Así, ante la sospecha de que el producto está creciendo más aprisa que lo esperado, se opta por una mayor expansión monetaria; si aquella sospecha es correcta, se habrá evitado la subida de los tipos de interés (pero al coste de una mayor inflación, si no lo es). El riesgo que se corre es no sólo el de una aceleración de la inflación, sino, sobre todo, el de una perturbación adicional en los mercados financieros y reales, del que son ejemplos la incertidumbre sobre la misma política monetaria, la alimentación de expectativas inflacionistas, unos tipos de interés más altos (por la prima de riesgo), la pérdida de credibilidad y el progreso de la innovación financiera, de todo lo cual tenemos ejemplos recientes en nuestra economía. En última instancia, la presencia de «incertidumbre difusa» (7) aconseja no adaptar la oferta de dinero a los cambios en su demanda.

Los episodios recientes, en que el Banco de España ha intentado acomodar la senda de los ALP a cambios presuntos en la demanda de dinero, han de-

sembocado en crecimientos monetarios excesivos, que han obligado a posteriores contracciones de mayor envergadura (aunque también es posible que la adaptación a la demanda fuese sólo una excusa para justificar una expansión monetaria deseada por otras razones, como muestra el hecho de que se hayan acomodado sólo los incrementos de la demanda de dinero y no sus reducciones). En todo caso, esas adaptaciones equivalen al abandono (más o menos transitorio) de la política monetaria bietápica y son, por tanto, un cambio de regla seguramente perturbador.

El primero de los episodios de adaptación que consideramos aquí se dio en las semanas que siguieron a la devaluación de diciembre de 1982, cuando se permitió un crecimiento monetario elevado «que atendiera el incremento esperado en la demanda de estos pasivos, como consecuencia de la desaparición de posiciones especulativas en moneda extranjera» (BEBE 6/83, págs. 39-40; cfr. BE 83, pág. 119). Dado que la ortodoxia recomienda restricciones monetarias después de una devaluación, era lógico esperar una acción especulativa contra la peseta, como de hecho ocurrió en el primer trimestre de 1983 (la expansión monetaria «perduró hasta la Semana Santa»: BEBE 6/83, pág. 40). El Banco de España empezó explicando la debilidad de la peseta por la apreciación del dólar, las tensiones en el sistema monetario europeo y la especulación contra el franco francés (BEBE 6/83, págs. 26-27); «la consideración de que estos factores eran externos a la peseta determinó a las autoridades a intervenir en los mercados de cambios con cierta intensi-

dad» (BEBE 10/83, pág. 34) y notorio poco éxito, hasta que se invirtió el signo de la expansión monetaria. Sólo más tarde pareció reconocer que «las condiciones de tipos de interés y de disponibilidad de fondos que caracterizaban a los mercados financieros españoles contrastaban vivamente con dicho entorno (internacional) y alentaban serias dudas sobre la tónica de restricción de la política monetaria» (BE 83, pág. 119; cfr. págs. 41-43 y 125; BEBE 10/83, pág. 39, donde también se relaciona la depreciación de la peseta con el exceso de liquidez interior, entre otros factores).

Otro episodio tuvo lugar a principios de 1985; el Banco de España no intentó frenar la expansión monetaria porque quería favorecer el aumento del crédito al sector privado y porque consideraba que el aumento de la demanda de ALP era transitorio, pues el público se estaba preparando para la entrada en vigor de la ley sobre fiscalidad de activos financieros (Ley 14/85, de 29 de mayo); «por tanto, la política practicada por el Banco de España se limitó a facilitar al sistema la liquidez demandada» (BE 85, pág. 109). Después de que la ley entrase en vigor, la demanda de ALP se redujo, pero la autoridad monetaria no acomodó a la baja el crecimiento monetario, sino que lo mantuvo holgado (BE 85, págs. 24 y 108), apoyándose en el carácter sólo «probable» de ese desplazamiento de la demanda (BEBE, 12/85, págs. 5-6).

El último episodio que estudiaremos tuvo lugar a principios de 1986, cuando las autoridades monetarias dejaron crecer los ALP hasta la parte superior de la banda «porque desde finales del año pasado se han acumulado



los indicios de un proceso de reactivación de la economía» (esto es, un mayor crecimiento del PIB y, por tanto, de la demanda de dinero) «y, sobre todo, se ha producido un importante descenso de los precios del petróleo, con muy importantes repercusiones para la economía española» (BEBE\* 4/86, pág. 8) (8); también por un crecimiento transitorio de la demanda de ALP por reajuste en las carteras del público, en los dos primeros meses de 1986 (BEBE 7-8/86, pág. 30) y por la validación del alza de precios debida al IVA (el Banco de España da a entender que se facilitó liquidez para evitar las tensiones en los mercados monetarios, aunque en cuantía moderada porque «no podía permitir que los ajustes de precios se extendieran más allá de lo necesario») (BEBE 7-8/86, pág. 29). Pero la razón de fondo es que la autoridad monetaria intentaba bajar los tipos de interés y favorecer la demanda de crédito privado, y justificaba la consiguiente política expansiva, entre otras razones, como un ajuste al cambio en la demanda de dinero (9).

¿A qué conclusiones llegamos, a la vista de estos casos? Da la impresión de que los cambios en la demanda de dinero son sólo una excusa para políticas que tienen otra justificación (reducción de los tipos de interés, aumento del crédito al sector privado, evitar el aborto de una posible expansión, etc.). En todo caso, la acomodación a la demanda no puede justificar tasas de crecimiento de los ALP como las de noviembre de 1984 a abril de 1985 (18,4 por 100 anual), o de noviembre de 1985 a enero de 1986 (16,9 por 100). Además, las adaptaciones tienen lugar sólo en sentido expan-

sivo; cuando la demanda de dinero se reduce, el Banco de España no la acomoda. Y algunas de las justificaciones aducidas son muy criticables (por ejemplo, lo ocurrido después de la devaluación de 1982, o la acomodación al alza de precios producida por el IVA, aunque sólo fuese transitoria). De hecho, como hemos señalado, esas expansiones monetarias acabaron siendo excesivas y exigieron restricciones posteriores más fuertes.

Hay otra razón importante para no intentar la acomodación de los cambios de la demanda de dinero: el retraso en los efectos. Los estudios llevados a cabo en el Banco de España (10) muestran que la demanda de ALP reacciona con un trimestre de retardo a los cambios en el PIB real; los cambios en la cantidad de dinero generan, a su vez, variaciones monetarias posteriores (en sentido contrario por el lado de la oferta y en el mismo sentido por el de la demanda), con otro trimestre de retardo. Por tanto, interpretando estrictamente las ecuaciones calculadas, un aumento del PIB podría justificar una acomodación monetaria en el mismo sentido en el trimestre siguiente, pero exigiría otra en sentido contrario un trimestre después, cosa que los bancos centrales no suelen practicar (11).

Y todo esto se complica cuando consideramos, además, la implementación de la política monetaria: cuando el Banco de España aumenta la oferta de activos de caja, sólo un 63 por 100 del aumento se transmite al crecimiento de las disponibilidades líquidas (M3) en el mismo trimestre (el 94 por 100 en un año; el ajuste es aún más lento con los ALP) (12). La precisión con

que el Banco de España puede contrarrestar los cambios en la demanda de dinero es, pues, muy reducida. Y finalmente, hay razones para pensar que los parámetros de la función de demanda de dinero no son insensibles a los cambios en el régimen de política (13). Por tanto, pueden existir complejos efectos de *feed-back* entre la acomodación de la oferta y los cambios posteriores de la demanda que introduzcan nuevas inestabilidades (14).

## 2. Los cambios en la oferta de dinero

### a) *La financiación del déficit público*

El proceso de creación de dinero no puede ser preciso en sus resultados (salvo en períodos largos, de un trimestre o más), entre otras razones, por la existencia de factores autónomos de creación de activos de caja, cuyos cambios debe corregir el Banco de España. De entre esos factores, en los años recientes ha sido particularmente perturbadora la necesidad de financiación del déficit público.

El Banco de España ha hecho oír su voz frecuentemente (p.ej., BE 83, págs. 124 y 138), censurando el sometimiento de la política monetaria a la financiación del déficit, las dificultades que eso ha provocado para el cumplimiento de los objetivos monetarios y los episodios de pérdida de control que ha originado, al tiempo que sugería y aplicaba mecanismos ortodoxos de financiación que no pusiesen en peligro la gestión monetaria (p.ej., BE 83, págs. 59 y 138-139) (15). No obstante, la actitud de nuestro banco central ha sido también a menudo la de acomodar «el crecimiento de las necesida-



des netas de financiación de las administraciones públicas» (BEBE 1/86, pág. 10), probablemente para evitar elevaciones en los tipos de interés. Esto ha debido introducir, una vez más, un sesgo expansivo en la política monetaria, obligando a contracciones posteriores más severas (cfr., p.ej., BEBE 10/85, págs. 24-25) y agravando la volatilidad de los ALP.

b) *Perturbaciones aleatorias en la oferta monetaria*

Otra razón para la volatilidad de las series de ALP es la imprecisión del mecanismo de creación de dinero, ya que la autoridad monetaria sólo puede controlar la parte «sistemática» de su oferta (cuál sea esa parte dependerá de la definición de dinero usada y del entorno institucional). En principio, ésta debería ser la razón principal de las oscilaciones de los ALP (y la justificación de la fijación de los objetivos intermedios en forma de banda).

No obstante, el análisis de los distintos períodos en que se han producido perturbaciones en el proceso de creación de dinero o en su demanda (16) muestra que la actuación del Banco de España ha sido siempre la de validar las aceleraciones monetarias, no las contracciones (17); que ha tendido a calificar como transitorios fenómenos que no siempre lo han sido, y que ha impuesto un sesgo expansivo a la política monetaria que más tarde ha obligado a contracciones severas, como hemos mencionado repetidas veces (18).

c) *La velocidad del ajuste*

La velocidad deseable de vuelta a la senda objetiva de creci-

miento, cuando por cualquier razón se ha abandonado, se mueve entre dos riesgos contrarios: responder demasiado tarde a cambios duraderos (lo que obliga a operaciones traumáticas para deshacer efectos acumulados), y reaccionar demasiado pronto a una desviación que se corregiría por sí sola (y que, por ser transitoria, no provocaría efectos acumulados). Un regreso rápido asegura el pronto cumplimiento de los objetivos propuestos, pero puede provocar inestabilidad instrumental que, a la larga, aumente la volatilidad que se desea evitar.

Ante estos riesgos, los bancos centrales procuran seguir un curso intermedio, de modo que el regreso a la senda de objetivos sea gradual. Esto se justifica por razones de incertidumbre —sobre la estructura y caracteres de la economía y sobre los efectos de la política monetaria y su perfil temporal— y también por factores institucionales —porque los bancos centrales consideran como tarea suya conseguir un funcionamiento estable de los mercados financieros, lo cual exige adaptaciones suaves en el tiempo. Además, la vuelta lenta a la senda trazada es más aconsejable cuando el objetivo intermedio es un agregado amplio, cuya elasticidad interés será, seguramente, baja, y que quizás presente problemas de interpretación de los cambios en el agregado; en efecto, buena parte de los cambios en el agregado serán «ruido», y no convendrá corregirlos prontamente.

Pero este comportamiento impone un sesgo inflacionista a la política monetaria. Una vuelta lenta a la senda trazada equivale, en efecto, al uso —parcial— del tipo de interés como variable

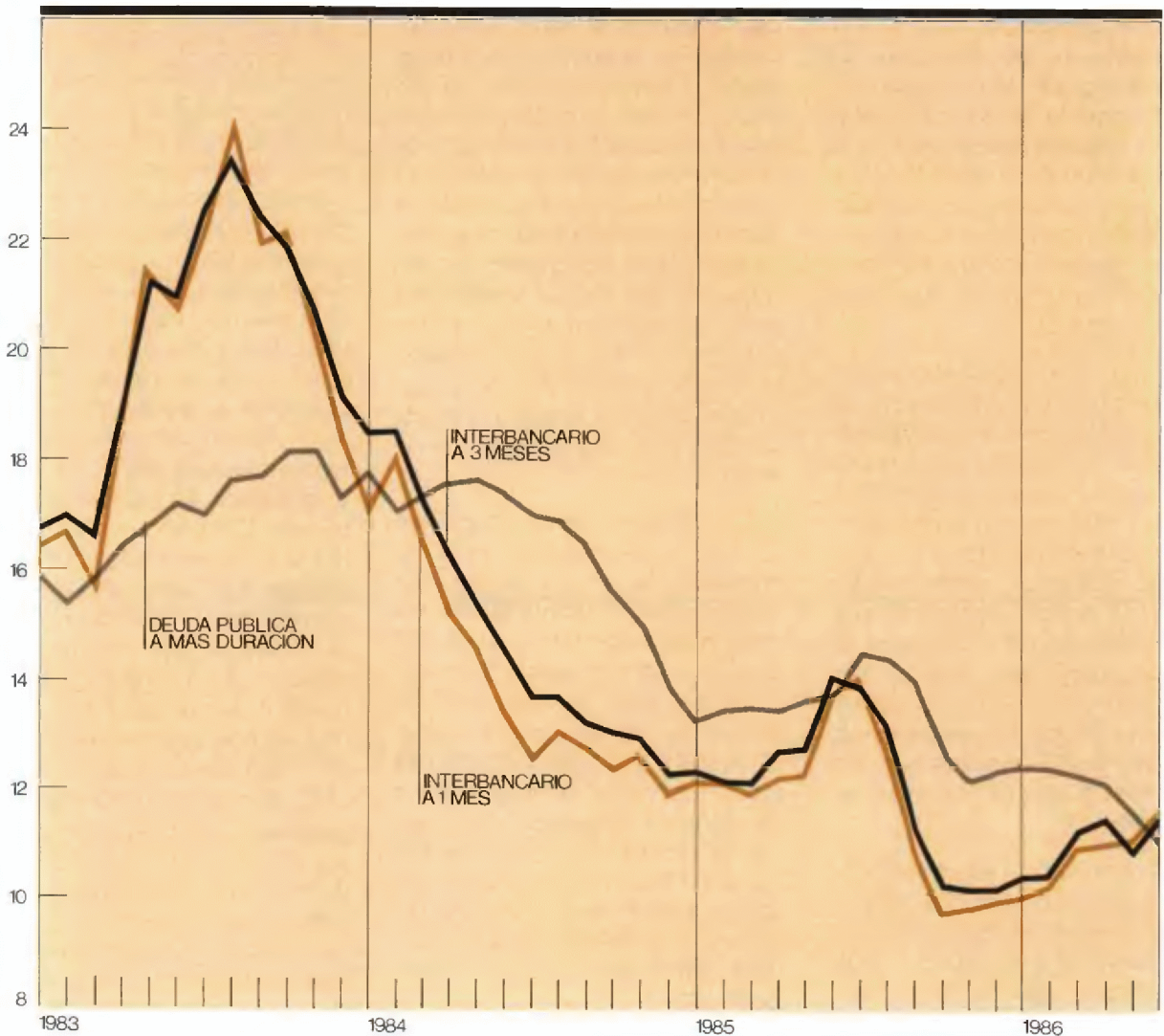
operativa y, por tanto, a validar con crecimientos monetarios excesivos una parte de las perturbaciones de los tipos de interés (19); cuanto más largo sea el período de adaptación, menor será la volatilidad del tipo de interés (que es la variable que deberá llevar a cabo el ajuste inicialmente), pero también será mayor el riesgo de incumplimiento del objetivo de crecimiento monetario. Y en la historia reciente de nuestra política monetaria se han dado varios episodios en los que el Banco de España ha seguido esa pauta (20), cuyos efectos ya hemos señalado.

d) *El desarrollo ordenado de los mercados financieros*

Suele decirse que el «desarrollo ordenado» de los mercados financieros es uno de los fines (o de las restricciones) de la política monetaria. Esto quiere decir que el banco central debe no sólo evitar las crisis bancarias, sino también moderar las fluctuaciones de los tipos de interés (y de los tipos de cambio). El Banco de España se adhiere también a este objetivo, aunque no lo declare explícitamente (ya hemos mencionado antes algunas manifestaciones de esto: el ajuste a los cambios en la demanda de dinero, la validación de la financiación del déficit público, el regreso gradual a la senda de objetivos, etc.). Pero aunque esto responda a una actitud general en los bancos centrales, carece de un fundamento sólido, tratándose de un mercado que está en excelentes condiciones para manejar el riesgo (y más cuando lo que tiene lugar es una expansión monetaria excesiva). Probablemente tenga razón Niehans cuando afirma que «con un mercado de dinero (so-



GRAFICO 5



bre todo con un mercado interbancario) bien desarrollado, esos motivos tienen poca fuerza, y a menudo más parecen la defensa de intereses especiales» (21).

La volatilidad de los tipos de interés es, por otro lado, un fenómeno relacionado con el mecanismo de control monetario. Los instrumentos y técnicas utilizados provocan en las institu-

ciones financieras interpretaciones de la información y mecanismos de respuesta específicos. Por tanto, cuando el Banco de España argumenta que debe evitar las oscilaciones de los tipos de interés en el mercado interbancario está incurriendo, en parte, en una falacia, porque su propia actuación condiciona esas oscilaciones; si el Banco de España no intentase moderar los

tipos de interés, el mercado acabaría adaptando sus mecanismos y reduciría la movilidad citada (y, si no la redujese, nada importante ocurriría por ello). Tal es el caso, por ejemplo, del compromiso implícito, asumido por el Banco de España, de aumentar la oferta de activos de caja cuando prevé un aumento de la demanda de efectivo, para evitar tensiones en el mercado



interbancario. Hubiese podido dejar a los bancos la estimación de la demanda de efectivo (y podrían hacerlo al menos tan bien como el Banco de España) y la consiguiente acumulación de excedentes de caja. Obviamente, cambiaría la estacionalidad de los tipos interbancarios y la política monetaria sería más pasiva, pero señalaría las intenciones de la autoridad con más precisión, evitaría malentendidos y errores y, probablemente, sería más suave (22).

El uso de un agregado amplio como objetivo intermedio es otro ejemplo de cómo los presupuestos de la política monetaria «obligan» a reducir la volatilidad de los tipos de interés (ampliando el período de vuelta a la senda de objetivos, como hemos señalado antes), porque la elasticidad-interés de la demanda de ALP es menor que la de activos más reducidos (23), por lo que la vuelta rápida a la senda de objetivos exigiría cambios más violentos en el tipo de interés a corto plazo.

Por otro lado, esa variabilidad en el corto plazo no provoca perturbaciones en el sector real si no se transmite a los tipos a largo (y la simple observación de la relación entre tipos de diverso plazo muestra que esa transmisión, si existe, no es importante: gráfico 5). Y es lógico que sea así. Los tipos a medio y largo son promedios de tipos a corto actuales y futuros esperados; si la variabilidad de los tipos a corto es aleatoria, no se transmitirá a los plazos más largos.

Pero las autoridades monetarias están utilizando dos tipos de variables para transferir información sobre sus propósitos y sus acciones: un agregado —los activos de caja o los ALP, según el

horizonte temporal— y un precio —los tipos de interés. Y esto sí que puede crear problemas. La evolución de los ALP a largo plazo apunta al signo antiinflacionista de la política monetaria, pero no hay que fijarse en sus oscilaciones a corto, que se orientan hacia fines distintos de la reducción de la inflación (y no siempre compatibles con ella). El Banco de España pretende que, a corto plazo, los cambios en los tipos de interés se interpreten como permanentes y los de los activos de caja como transitorios, y lo contrario a largo plazo, lo que complica la extracción de señales y la transmisión de la información.

La reducción de la volatilidad de los tipos interbancarios ha ampliado la de los agregados monetarios y ha reducido su contenido informativo. Con ello la autoridad monetaria ha pasado a conceder a dichos tipos el *status* de variable instrumental, al menos parcialmente y de modo inconsciente. Esto explica las políticas expansivas en ciertos períodos, la acomodación parcial a las perturbaciones y el sesgo inflacionista (que sólo se corrige a costa de cambios mayores en la oferta de activos de caja) (24).

### 3. Cambios provocados en la cantidad de dinero

#### a) *Los objetivos de la política monetaria*

Hasta ahora hemos considerado diversos argumentos para la adaptación pasiva de la cantidad de dinero a variaciones en su demanda o en su proceso de creación. Ahora vamos a analizar el crecimiento provocado de los ALP, por encima (o por debajo)

de la senda de objetivos trazada (sea dentro de la banda o fuera de ella).

La lectura de los documentos del Banco de España sugiere que el objetivo de la política monetaria, en los años aquí considerados, se ha centrado en el intento de moderar la inflación, además de contribuir a la corrección de los desequilibrios externos (en 1983) y al crecimiento económico y a la reducción de los tipos de interés (en 1984-86) (25). Todo ello está de acuerdo con los objetivos que tradicionalmente se suelen fijar a la política monetaria: promover una razonable estabilidad de precios y minimizar las fluctuaciones cíclicas. Esto se ve confirmado por la reticencia que el Banco de España manifiesta una y otra vez acerca de la viabilidad de una reactivación por medios monetarios. Así, en 1983 se afirmaba que «la evolución de la economía española desde el verano del año 1981 hasta el otoño de 1982 puso de manifiesto la escasa capacidad de la política monetaria para estimular una recuperación de los ritmos de actividad y empleo en un contexto de crecientes déficit públicos, inflación y desequilibrios exteriores» (BE 83, pág. 117). Y poco después: «resulta difícil creer que un comportamiento más expansivo de las autoridades durante los meses centrales del año hubiera generado un crecimiento mayor de la liquidez en saldos reales» (BE 83, pág. 121). Dos años después: «una mayor laxitud monetaria sólo impartiría elementos efímeros a la economía y conduciría, a medio plazo, a hacer más difícil el mantenimiento de unos ritmos firmes de crecimiento y de generación de empleo» (BE 85, pág. 33). Y en 1986: «El transcurso de los años ha evi-



denciado los problemas de carácter estructural de la economía española y la inutilidad de los esfuerzos para paliar éstos con una política monetaria más permisiva» (BEBE\* 4/86, pág. 7).

Sin embargo, la autoridad monetaria española ha intentado una y otra vez esa política expansiva que en sus declaraciones rechazaba. Establecido el ritmo de crecimiento de los ALP compatible con el del PIB real esperado y la tasa de inflación deseada (algo inferior a la del período precedente: éste era el contenido antiinflacionista de la política monetaria), las autoridades trasladaban su actuación a la parte superior de la banda de objetivos, y aun por encima de ella, siempre que las condiciones de la balanza de pagos, la cotización de la peseta y la tasa de inflación corriente permitían una cierta expansión monetaria (26), y la mantenían hasta que el deterioro de los pagos exteriores, la depreciación de la peseta o el rebrote inflacionista aconsejaban dar marcha atrás —de manera algo violenta, por la necesidad de recuperar el tiempo perdido. Y a menudo acompañaban a esa moderación firmes propósitos de enmienda y declaraciones programáticas sobre la inutilidad de una reactivación por la vía monetaria (27).

¿Es incorrecto utilizar la política monetaria para intentar una reactivación económica? La teoría sugiere que, en general, las aceleraciones monetarias no previstas producen efectos expansivos, y las previstas sólo inflaciones (esta distinción no tiene cabida en los informes del Banco de España). Sabemos poco de las causas por las que una expansión monetaria desemboca en un aumento de precios y no en crecimiento real,

pese a lo cual en nuestro país se ha intentado repetidamente, con la esperanza, cada vez, de que tendría éxito, para acabar constatando que no lo tenía (quizás porque se subvaloraron los efectos de la variabilidad excesiva de la cantidad de dinero sobre la incertidumbre y la inflación esperada). En todo caso, no parece correcto atribuir a una sola política, la monetaria, dos objetivos —reducir la inflación y reanimar la demanda— que son, en buena medida, contrapuestos a corto plazo.

#### b) *La reducción de los tipos de interés*

En los años recientes nuestras autoridades han intentado también, una y otra vez, la reducción de los tipos de interés para reanimar la demanda privada de crédito, que se suponía debilitada por su elevado coste (BEBE 7-8/85, pág. 30) (28) y, sobre todo, para abaratar la financiación del déficit público (BE 84, pág. 118; BEBE 1/85, pág. 32; BEBE 7-8/85, pág. 30; BEBE\* 12/85, pág. 5).

El estudio de este período (29) muestra lo que ha sido la política monetaria en los años considerados: sobre una tendencia decreciente del objetivo intermedio, año tras año, para moderar la inflación, se ha dado una sucesión de fases de expansión y contracción; la expansión, provocada o permitida para reducir los tipos de interés; la contracción, obligada por la excesiva aceleración monetaria, que ponía en peligro los objetivos de inflación o producía movimientos exteriores contra la peseta. El resultado ha sido una evolución muy variable de la cantidad de dinero, que debió alentar las expectativas de inflación, hacién-

dolas «crecientemente sensibles a la evolución de las magnitudes monetarias» (BE 84, pág. 24), creando dudas sobre la credibilidad de la política antiinflacionista (BE 84, pág.25), originando probables elevaciones de los tipos de interés, al incorporar una mayor prima de riesgo (BE 84, págs. 24-25), y dando lugar, en definitiva, a oscilaciones quizás más graves que los tipos altos que se pretendía combatir. Esto no se escapaba a los expertos del Banco de España cuando escribían: «de hecho, la aceleración monetaria no ha seguido un sendero estable; cada vez que las autoridades han alcanzado una reducción significativa en la tasa de inflación, han implementado una política más acomodaticia, tendente a mantener la tasa de crecimiento de los agregados monetarios. Esto ha producido algunas detenciones en el proceso de deceleración, que han sido seguidas por un nuevo episodio de política más restrictiva. Ello ha producido fluctuaciones de los tipos de interés alrededor de su tendencia (...) Las incertidumbres generadas por este proceso han contribuido a la elevación de la prima de riesgo y de los tipos de interés ajustados» (30).

Pero, si esto es así, ¿por qué ese recurso a la política monetaria para intentar reducir los tipos de interés?

Los tipos que observamos son los nominales que resultan de la suma de la tasa esperada de inflación y el tipo real. Aquélla depende de las expectativas del público, elaboradas, sobre todo, a partir de la política monetaria previsible, entre otros factores. Esto se refleja, p.ej., en el *Informe* de 1983, en el que se recomienda «una política financiera sólida que contribuya a reducir



de forma fiable la tasa de inflación», porque «esto habrá de reflejarse en un descenso de los tipos de interés nominales y ello sucederá en mayor medida en tanto resulte necesaria la reducción del déficit público» (BE 83, p.165) (31).

Respecto del otro componente de las tasas nominales de interés —los tipos reales—, no encontramos en los informes del banco emisor una explicación precisa de sus determinantes. No son esos documentos el lugar adecuado para desarrollarla; pero todo hace pensar que esos tipos se tratan como exógenos, al menos en el corto plazo contemplado en los informes (nótese, por ejemplo, que en la cita recogida en el párrafo anterior se relaciona la reducción del déficit público con la credibilidad de la política monetaria futura y, por tanto, con la tasa esperada de inflación, pero no se da al saldo del Presupuesto ningún papel como determinante de los tipos reales) (32).

Con todo, las autoridades monetarias no parecen dispuestas a esperar que la caída de la inflación anticipada reduzca los tipos nominales. Sirva como ejemplo la justificación que se dio a la expansión monetaria a mediados de 1984, cuando las autoridades «por primera vez vislumbraron la posibilidad de una reducción significativa de todos los tipos de interés nominales por debajo de los niveles medios de los años precedentes y, dado el descenso de las tasas de inflación, se deseaba evitar que la elevación de los tipos de interés reales que se había hecho patente en los últimos años pudiera alcanzar nuevas cotas» (BE 84, pág. 103). Si esto fuese verdad, la política monetaria debería jugar un papel importante para compensar esa

supuesta rigidez a la baja de los tipos nominales en presencia de expectativas de inflación decrecientes. Claro que esa rigidez no está justificada, ni hay rastros de ella en la literatura teórica y empírica sobre el tema, y parece más bien una racionalización de una expansión monetaria que, de todos modos, se deseaba llevar a cabo.

No obstante, y sentada por las autoridades monetarias la premisa de que deben actuar positivamente para reducir los tipos nominales de interés (procurando no poner en peligro el descenso de la tasa esperada de inflación), ¿qué política se puede llevar a cabo? Dado que no se puede actuar sobre el tramo a largo plazo del mercado, la acción debe incidir sobre los tipos a corto —concretamente sobre el interbancario—, puesto que la oferta de activos de caja (que el Banco de España controla como variable instrumental) influye, junto con otros factores, en la oferta de fondos que concurren en ese mercado (33). Una mayor oferta de liquidez permitirá, pues, reducir los tipos interbancarios, para que su baja se transmita a otros, principalmente los activos y pasivos de las entidades financieras y los pagados por la deuda pública.

Ya hemos señalado los efectos de esta estrategia: una política monetaria muy volátil, con crecimientos excesivos de liquidez y contracciones bastante rigurosas, que puede haber creado nuevas expectativas inflacionistas, «ruido» innecesario en la transmisión de información en los mercados financieros, etcétera. Por otro lado, la reducción de los tipos de interés por la vía monetaria es equivalente a la monetización de la deuda (pública o privada), una práctica que

el Banco de España ha rechazado explícitamente. Y llevada al límite equivaldría al abandono de la conducción de la política monetaria tal como se viene realizando desde 1973, para pasar a un objetivo intermedio en términos de tipo de interés (y es bien sabido que ésta no es la variable idónea, por cuanto lleva a actuaciones excesivamente expansivas y a la financiación pasiva de los *shocks*). Sin que, finalmente, pueda garantizarse una reducción efectiva y duradera de los tipos relevantes —a medio y largo plazo—, una vez que se toman en consideración los efectos de las expansiones monetarias sobre el producto y sobre la tasa de inflación.

En resumen, el Banco de España ha intentado, una y otra vez, reducir los tipos interbancarios mediante un aumento de la liquidez, con la esperanza de que esto repercuta en los tipos a medio y largo plazo. Si valía la pena intentarlo o no, dependerá de un conjunto de factores. En primer lugar, de que esa reducción en el tipo a corto se haya transmitido a otros mercados (o sea, que haya reducido las expectativas de tipos reales futuros a corto plazo, lo cual es ciertamente dudoso, salvo que se haya dado un cambio en los determinantes fundamentales de dichos tipos, como el ahorro, la inversión o el déficit). Luego, de que esa reducción haya sido suficientemente duradera (en otro caso, sólo se habrá conseguido dar mayor volatilidad a las variables financieras, que es lo que parece que hemos cosechado). En tercer lugar, la expansión monetaria no debía generar una mayor expectativa de inflación que elevase los tipos nominales presentes y futuros (otro supuesto discutible). Finalmente,



no debía aumentar la variabilidad monetaria y, consiguientemente, la prima de riesgo. Y, en todo caso, queda por demostrar que sea el tipo interbancario el que debe controlarse porque minimice la varianza en los mercados monetarios y reales.

### c) *Política monetaria e inflación*

Nos ocuparemos ahora brevemente de otra posible razón de la tendencia expansiva y volátil de la tasa de variación de los ALP, a saber, las dudas sobre la eficacia de las contracciones monetarias para reducir la tasa de inflación. Como explicaba en abril de 1986 el Gobernador del Banco de España, «las autoridades han buscado, ciertamente, ir conteniendo el proceso inflacionario, pero la instrumentación de esta política se ha centrado en el frente de las negociaciones salariales, buscando una paulatina desaceleración de los ritmos de crecimiento de los salarios nominales. Cuando a principios de cada año se han formulado los objetivos de la política monetaria, hacía varios meses que se había marcado la pauta para unas negociaciones salariales en el sector privado que, formal o informalmente, ya estaban también en curso (...) La política monetaria no tenía, en estas circunstancias, posibilidad alguna para determinar otros objetivos que los que supusieran convalidar esas decisiones en materia de salarios, y, en consecuencia, de precios, dejando el margen adicional, comparativamente pequeño, necesario para acomodar el ritmo previsto de crecimiento real de la economía» (BEBE\* 4/86, págs. 6-7).

Esta explicación arroja luz sobre algunos desarrollos recientes.

Por un lado, se atribuye el protagonismo a las negociaciones salariales, dejando para la contención monetaria un discreto papel de apoyo. Esto, que contradice la evidencia teórica y empírica, se justificó por el elevado grado de indiciación salarial vigente en los años considerados, pero hay que tener en cuenta que ha sido la propia política de validación de los incrementos salariales la que la ha hecho posible (se trata del problema de la inconsistencia temporal de las políticas), y no parece viable volver a poner las cosas en su lugar sin un cambio radical en el enfoque de la política monetaria, de modo que sus objetivos se fijen a largo plazo, para períodos plurianuales, con independencia de las negociaciones salariales.

Por otro lado, si el nivel de precios en un año viene dado por la negociación salarial (y algún factor de menor importancia, como el comportamiento del excedente empresarial o de los precios de los productos importados), la política monetaria no es un buen instrumento para contener la inflación (a corto plazo, que es el horizonte contemplado por el banco emisor en sus informes). Una tasa dada de crecimiento del objetivo intermedio puede resultar contractiva si los precios, empujados por los costes, crecen más de lo previsto; por ello es aconsejable una política de acomodación a los crecimientos de precios del lado de los costes (y, en general a los cambios en la demanda de dinero: recuérdese el intento de validación monetaria del IVA). Y si los precios dependen a corto plazo de los salarios pactados, una expansión monetaria por encima del objetivo puede impulsar la actividad real, sin afec-

tar a la inflación (al menos a corto plazo).

¿Es realmente éste el punto de vista del Banco de España? Parece que ésta fue su concepción en los años setenta (34). Y algunas de sus actuaciones recientes parecen aún de acuerdo con este punto de vista (35), lo que daría una explicación más a la tendencia a un crecimiento monetario excesivo, interrumpido por contenciones bruscas, cuyo resultado habrá sido la excesiva volatilidad de las series de ALP.

## CONCLUSIONES

La política monetaria de control de los ALP, sobre un resultado aparentemente positivo —la reducción de la tasa de inflación—, presenta una volatilidad excesiva que no se puede atribuir exclusivamente a causas aleatorias o a razones técnicas, sino que tiene que ver con la persecución de objetivos dispares, con un horizonte temporal demasiado breve, con la acomodación monetaria más o menos completa de las perturbaciones (de la oferta o de la demanda), con un retorno gradual a la senda de objetivos, etc., lo que facilita las expansiones excesivas y, en consecuencia, obliga a contracciones más violentas cuando choca con el objetivo prioritario de reducir la inflación (o con la estabilidad de la peseta en los mercados de cambio). En definitiva, una concepción activista que persigue la reducción de los tipos de interés por vías monetarias, o que duda de la eficacia del control monetario para reducir la inflación. He intentado mostrar en las páginas anteriores que esa volatilidad excesiva es, pues, imputable a la política seguida, y también, probablemente, a concepciones



teóricas discutibles (aunque la disparidad de criterios que se observa en los informes del Banco de España, o entre sus documentos y su praxis, sugiere la posibilidad de que sus criterios se hayan sometido a las exigencias de una autoridad superior).

Herbert Stein recordaba recientemente que «los asesores externos del gobierno sin nombramiento oficial no actúan con suficiente rapidez o con suficiente información como para tener una influencia directa en el proceso de toma de decisiones». (36). No puedo pretender, pues, que la lectura de este artículo persuada a nuestras autoridades monetarias de que abandonen sus convicciones y hábitos para llevar un control de los ALP menos variable. Me conformaría con «influir gradualmente en el clima de opinión pública en el cual los funcionarios del gobierno piensan que deben operar», como continúa diciendo Stein. O sea, contribuir a crear un clima de debate que enriqueciese el panorama de nuestra política monetaria.

## NOTAS

(\*) Este artículo es una continuación y ampliación de trabajos anteriores, como «La política monetaria española 1973-1984, aportaciones a un debate pendiente», *Información Comercial Española*, 617-618. págs. 67-80; «Análisis económica i política monetaria en els Informes del Banc d'Espanya, 1973-1983», *Anuari* de la Secció d'Economia de la Societat Catalana d'Estudis Jurídics, Econòmics i Socials, Període 1984-1985, Barcelona, 1986, págs. 51-63, y «Política del tipo de cambio y política monetaria en España, 1974-84», *Información Comercial Española*, 639, noviembre 1986.

(1) La varianza pasa de 144,0 en 1980-82 a 154,5 entre 1983 y junio de 1986.

(2) La varianza es de 21,62 entre enero de 1980 y diciembre de 1982, y de 20,07 a partir de esta fecha hasta junio de 1986.

(3) Me he ocupado de este tema en «La política monetaria española...», *op. cit.*

(4) Si la banda es, por ejemplo, del 8,5 al 11,5 por 100, tras dos meses en el límite inferior los ALP pueden crecer a una tasa anual del 17,5 por 100 durante el tercer mes, sin salirse de dicha banda. Algo de esto se refleja en el gráfico 1.

(5) BEBE es la sigla del *Boletín Económico* del Banco de España; le sigue el número del mes y, tras una barra, el del año; un asterisco (\*) indica que la cita corresponde a una intervención del Gobernador del Banco de España (habitualmente ante la Comisión de Economía del Congreso), tal como se recoge en dicho *Boletín*. Los Informes del Banco de España se citan con las siglas BE, seguidas de las dos últimas cifras del año a que se refiere el informe.

(6) Cfr.: R.E. LUCAS Jr., «Econometric policy evaluation: A critique», en K. BRUNNER y A.H. MELTZER, (eds), *The Phillips Curve and Labor Markets*, vol.1, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 1976, págs.19-46.

(7) Cfr.: K. BRUNNER, «The control of monetary aggregates», en Federal Reserve Bank of Boston, *Controlling Monetary Aggregates III*, Boston, 1980, págs.1-65.

(8) Argumento discutible, porque el abaratamiento del crudo se transmitió a los consumidores finales sólo de forma muy limitada y con retraso. Además, la baja de precios de importación redujo la demanda nominal de dinero.

(9) Aunque el Gobernador del Banco de España afirmaba poco después que «estos estímulos monetarios tienen poca vida, ya que, a medio plazo, acaban consumiéndose en un rebrote de las tensiones inflacionistas» (BEBE\* 4/86, pág. 8).

(10) J.J. DOLADO, «La estabilidad de la demanda de dinero en España», BEBE 9/85, págs. 13-21.

(11) Obviamente, no estoy recomendando una política de *fine tuning*, sino señalando que la llevada a cabo por el Banco de España no responde a los cánones de dicha política. Tampoco deseo poner demasiado énfasis en los retardos: éstos son endógenos y pueden abreviarse mediante reformas institucionales. Lo que no se puede resolver es el problema de la «incertidumbre difusa», que limita claramente las posibilidades de éxito de una política que intente compensar las variaciones de la demanda de dinero.

(12) Cfr.: I. MAULEÓN, J. PÉREZ y B. SANZ, «Los activos de caja y la oferta de dinero», BEBE 12/85, págs. 29-33; *Ibid.* «Los activos de caja y la oferta de dinero», Banco de España, *Estudios Económicos*, nº 40, 1986.

(13) Las elasticidades cambian cuando nos alejamos de los años 60, esto es, del régimen de política monetaria al que se puso fin en 1973. Cfr.: J.J. DOLADO, «La estabilidad de la demanda de dinero...», *op. cit.*

(14) Conviene señalar que el Banco de España tampoco parece reconocer el retraso entre la aceleración monetaria y la inflación (véase, p.ej., BE 10/85, pág. 25), que se cifra en seis meses, aproximadamente (cfr.: I. MAULEÓN y J. PÉREZ, «Interest rates, deter-



minants and consequences for macroeconomic performance in Spain», Banco de España, *Documento de trabajo* n° 8420, 1984). Esto puede reflejar una concepción teórica inadecuada, ya que los precios no son un buen indicador para la gestión monetaria a corto plazo.

(15) Este sometimiento a la financiación del déficit tiene otras manifestaciones no menos importantes. El sistema de control monetario se basaba hasta 1982 en mecanismos y prácticas bien establecidos, que hubo que interrumpir para elevar los coeficientes y adoptar otras medidas de financiación compulsiva, que fueron las principales responsables de la innovación financiera que dio al traste con dicho mecanismo de control. Por tanto, al déficit hay que imputar buena parte de los problemas y costes del control monetario en los años aquí considerados.

(16) He aquí un breve resumen de algunos de esos episodios. 1) En febrero de 1983, ante la retirada de depósitos de los bancos de Rumasa y la huelga bancaria (BEBE 6/83, pág. 40). 2) En el período de cambio del objetivo intermedio, a principios de 1984 (BEBE 1/85, pág. 32) (el crecimiento excesivo de la cantidad de dinero se justificó por la dificultad para aquilatar la precisión de los nuevos instrumentos, entre otras razones). 3) En junio y julio de 1984, por la elevación transitoria de la demanda privada y pública de crédito, entre otras razones (BEBE\* 10/84, págs. 6-7; BEBE 1/85, pág. 33). 4) A comienzos de 1985, por el crecimiento transitorio de los ALP en el período, en relación con los ajustes previos a la entrada en vigor de la ley de tratamiento fiscal de algunos activos financieros (BEBE 85, págs. 108-109) (el episodio no fue transitorio, y el Banco de España tuvo que poner fin a la creación excesiva de liquidez después del primer trimestre: BEBE 85, pág. 110). 5) En enero y febrero de 1986 el Banco de España atendió una vez más la demanda transitoria de liquidez, relacionándola con el ajuste de carteras de pagarés del Tesoro (BEBE 7-8/86, pág. 30) (de nuevo el fenómeno no fue transitorio, y debió ser interrumpido en junio: id., pág.31).

(17) Por ejemplo, en abril de 1984, después de un período de incertidumbre debido a la introducción del nuevo esquema de control monetario, en lugar de reducir el crecimiento monetario excesivo (que se había permitido para evitar tensiones en los mercados monetarios), el Banco de España siguió permitiéndolo porque «la fortaleza que mostraba la peseta aconsejaba evitar una mayor disciplina en los mercados financieros, que hubiese generado una fuerte presión a la apreciación de nuestra divisa o exigido intervenciones más cuantiosas en el mercado de cambios» (BEBE 84, pág. 117).

(18) La acumulación de razones para justificar esas expansiones monetarias hace pensar que se estaba intentando ganar aceptación para una permisividad que se reconocía excesiva. Véanse, por ejemplo: BEBE 10/84\*, págs.6-7; BEBE 1/85, pág. 33, para lo ocurrido a mediados de 1984; BEBE 85, pág. 109 y BEBE 1/86, pág. 10, sobre la política laxa de 1985, y BEBE 7-8/86, pág. 31, para 1986.

(19) Cfr.: J.P. JUDD y J.L. SCADDING, «Conducting effective monetary policy: The role of operating instruments», *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review*, otoño 1979, págs. 23-37.

(20) En junio y julio de 1984 (BEBE 84, pág. 103; BEBE 3/85, pág. 5); en abril de 1985 (BEBE 10/85, pág. 31); después de un crecimiento fuerte de los ALP en el primer trimestre de 1986 (BEBE 7-8/86, pág.31), etc.

(21) *The Theory of Money*. Baltimore, The Johns Hopkins University Press, 1978, pág. 292.

(22) No quiero decir con esto que el Banco de España deba, sin duda, abandonar su política de atender a la demanda de efectivo que se espera (o a otros cambios estacionales), sino que no hay argumentos decisivos para que no lo haga; si ahora no «puede» hacerlo es porque él mismo ha creado el mecanismo de respuesta que haría muy conflictiva su decisión.

(23) Esto no resulta patente entre M3 y ALP (cfr. J.J. DOLADO, «La estabilidad de la

demanda...», *op. cit.*, pero sí lo es en el efecto impacto, que es aquí el relevante.

(24) Además, ha convertido a los tipos de interés en una variable procíclica (la correlación entre la media trimestral de tipos del interbancario a un mes y la tasa de variación del PIB trimestral desestacionalizado en 1980-84 es negativa, aunque pequeña), lo que añade variabilidad a la demanda de dinero y hace, por tanto, más violenta la política monetaria (gráfico 4).

(25) Véanse manifestaciones en ese sentido en BEBE 83, pág.117, BEBE 1/85, págs. 25 y 31-32, BEBE\* 3/85, pág. 7, BEBE 10/85, pág. 23, BEBE 85, págs. 24 y 104, BEBE 1/86, pág. 26, BEBE 4/86\*, pág.8.

(26) Declaraciones explícitas de esa actuación en BEBE 83, pág. 117, BEBE 6/83, pág. 34.

(27) La necesidad de esa marcha atrás aparece en BEBE 83, pág. 119 y 121, BEBE 10/83, págs. 42-43, BEBE 7-8/85, pág. 30, BEBE 10/85, pág. 25, BEBE 85, págs.110 y 113, BEBE 4/86, pág. 8.

(28) Es muy dudoso que la elevación de los tipos interbancarios, que es la que las autoridades combatían, desalentase efectivamente la demanda de crédito privado (salvo quizás en el tramo de créditos a interés variable). A principios de 1986, por ejemplo, «preocupaba a las autoridades el riesgo de frenar la recuperación que estaba experimentando la demanda de crédito» (BEBE 7-8/86, pág. 31). El tipo interbancario día a día subió, en efecto, del 8,50 por 100 (media mensual) en enero de 1986 al 10,54 por 100 en febrero y luego, sostenidamente, hasta el 12,20 por 100 en abril, pero este aumento es sólo de 0,7 puntos en el interbancario a seis meses, en tanto que el tipo cobrado por los bancos para el descuento comercial de 1 a 3 años se redujo casi 0,4 puntos entre enero y abril de 1986, y 0,5 puntos el de créditos de 3 ó más años.

(29) En el período aquí considerado, el primer episodio tuvo lugar en el segundo trimestre de 1983 (BEBE 83, pág. 162), y chocó, según nuestro banco emisor, con el déficit público, el pesimismo acerca de las expecta-



tivas de inflación y la esperada depreciación de la peseta. La consiguiente contracción de liquidez y los cambios en la instrumentación de la política monetaria y en la financiación del déficit llevaron a los altos tipos de interés del verano de 1983. A finales de ese año se volvió a repetir el intento de reducir los tipos de interés (BE 84, pág. 108, BEBE 1/85, pág. 33), pero en los primeros meses de 1984 las instituciones financieras adoptaron una política cauta ante los cambios en la implementación de la política monetaria, reduciendo las concesiones de créditos; la acumulación de activos de caja excedentes redujo los tipos de interés (BE 84, págs. 14 y 101-103; BEBE 10/84, pág. 43). Después de ese periodo, se llevó a cabo otro intento en el verano (BE 84, págs. 14, 103 y 118); la excelente marcha de la balanza de pagos y la tendencia a la apreciación de la peseta favorecieron el experimento. De nuevo en 1985 se repitieron los intentos (BE 85, pág. 29), pero «a medida que transcurrían los meses se fue poniendo de manifiesto (...) que el logro de este objetivo estaba conduciendo a tener que aceptar unos ritmos de expansión monetaria incompatibles con los objetivos programados» (BEBE 12/85\*, pág. 5), procediéndose a una reducción de la liquidez en cuanto surgieron movimientos especulativos contra la peseta (BE 85, págs. 109-110). Hubo un nuevo episodio expansivo en el tercer trimestre, pero duró poco (BE 85, págs. 111-112 y 115, BEBE 10/85, págs. 26-27), y de nuevo se reanudó a principios de 1986, para volver en junio a cifras más acordes con los objetivos (BEBE 7-8/86, pág. 31).

(30) I. MAULEÓN y J. PÉREZ «Interest rates...», *op. cit.* En dicho trabajo se sugiere que la política monetaria tiene un margen de maniobra muy pequeño para afectar a los tipos de interés, pues aunque los aumentos en la cantidad de dinero tienen un efecto inmediato sobre ellos, el cambio posterior de los precios y del producto lo anula casi totalmente. A la larga, las expansiones monetarias ejercen casi toda su influencia sobre el nivel general de precios en dos trimestres, sin apenas efectos reales (cfr. también BEBE\* 3/85, p. 12).

(31) En los Informes del Banco de España se echa a faltar una explicación precisa de la formación de expectativas de inflación, salvo algunas referencias ocasionales a las aceleraciones monetarias (p.ej., BE 83, pág. 121). Y hay motivos para pensar que, al menos en el pasado, se consideró que estas expectativas estaban más relacionadas con los costes de producción que con la política monetaria (véase apartado 3.c)

(32) Aunque en los estudios empíricos del banco central se reconoce ese papel. Cfr.: I. MAULEÓN y J. PÉREZ, «Interest rates...», *op. cit.*

(33) Cfr.: I. MAULEÓN, J. PÉREZ y B. SANZ, «Los activos de caja...», *op. cit.* Ahora bien, ni siquiera la fuerte elevación del interbancario en 1983 (gráfico 4) puede atribuirse exclusivamente a una restricción monetaria. Ello transfiere buena parte de la explicación a la financiación del déficit y a las distorsiones que provocó en las instituciones y mercados financieros, incluidas las expectativas provocadas por la elevación de los coeficientes y los cambios esperados en la implementación de la política monetaria. Y esto pone un interrogante sobre la eficacia directa de las expansiones monetarias para afectar a los tipos interbancarios, sin efectos posteriores indeseables.

(34) Cfr. A. ARGANDOÑA, «La política monetaria...», *op. cit.*, y «Anàlisi econòmica...», *op. cit.*

(35) La lectura de los documentos de nuestro banco central deja flotando ciertas dudas sobre cuál es su concepción de las causas de la inflación y del papel de la política monetaria en ella. De un lado, numerosos textos recientes abonan la tesis de que la inflación tiene como causa el excesivo crecimiento de la cantidad de dinero, y de que, por tanto, hay que reducir éste como meta principal de la política monetaria. Junto a ello, asistimos a periodos en que la expansión de la liquidez se justifica por reducción de la inflación corriente (sin consideración de los retardos), como si aquella causalidad fuese irrelevante en esos momentos (cfr., por ej., BE 83, pág. 117; BEBE 1/85, pág. 33;

BEBE 7-8/86, pág. 31). Además, se pone énfasis en el papel de los salarios (y otros costes) como causa de la inflación (p. ej., BEBE 6/83, pág. 20; BE 84, págs. 24, 70 y 103; BEBE\* 3/85, pág. 5; BEBE 10/85, pág. 19; BEBE 1/86, pág. 19; etc.); y aunque es legítimo relacionar los aumentos de precios con los de los costes, la inflación, como fenómeno a largo plazo, es distinta de las alzas de precios de una sola vez del lado de los costes. El Banco de España no parece distinguir una de otras (¿o se debe a la pluralidad de redactores de sus documentos?). Por otro lado, se habla de una «inercia» de la inflación a la baja, de unos «importantes factores de resistencia en el núcleo subyacente de la inflación interior» (BEBE 1/84, pág. 16; cfr. también BEBE 6/83, pág. 18; BEBE 7-8/86, pág. 6), que parecen estar relacionados con factores psicológicos o del lado de los costes, e independientes de las políticas monetarias presentes o pasadas, lo que exige de responsabilidad a la propia política y la transfiere, una vez más, a la mesa de negociaciones salariales. Finalmente, la contención de la inflación parece desearse para practicar una política monetaria activista (sin preguntarse si dicha política desembocará en otra situación de inflación elevada). Así, en BE 84, pág. 24, se razona que la reducción de la inflación «aumentaría los grados de libertad de la política monetaria para hacer frente a las perturbaciones transitorias de la oferta de bienes y servicios del modo más favorable para el empleo» (cfr. también BE 85, pág. 77; BEBE\* 4/86, pág. 7).

(36) «The Washington economics industry», *American Economic Review*, 76, 2, mayo 1986, pág. 6.