

# ALGUNAS CUESTIONES RELATIVAS AL PRESENTE DE LA POLÍTICA MONETARIA

En la actualidad, el Banco de España, como los bancos emisores de otros grandes países, se enfrenta a un interrogante crucial: el de saber si el esquema de política monetaria que ha venido aplicando durante más de quince años es aún válido en unas condiciones completamente distintas a las imperantes en el momento en que se inició su aplicación. Este es el tema central del artículo de **Raimundo Ortega** que incluimos a continuación, y en el que el autor analiza las condiciones de partida, las enseñanzas de estos quince años y la situación actual.

*«Los efectos del papel-moneda son tan desastrosos que, aunque las calamidades producidas por la subida de su valor no sean comparables a las ocasionadas por su baja, son, sin embargo, de mucha importancia.»*

Alvaro Flórez Estrada

*«Hemos tendido a tratar la política monetaria como si pudiera ser dirigida, y de hecho se dirigiera, por un economista puro y técnicamente desinteresado, aislado por completo de las presiones políticas y que sólo toma en cuenta el conocimiento técnico y la información disponible sobre las condiciones monetarias. Ello dista mucho de ser así. En la práctica, cualquier regla funcionará en un marco político sometido a presiones que, como la experiencia nos enseña, producirá resultados muy diferentes de los dictados por consideraciones puramente económicas.»*

Milton Friedman

## I. INTRODUCCION

**E**l Informe Anual del Banco de España correspondiente al año 1971, en su apartado titulado «Los objetivos de la política monetaria», contiene la primera discusión oficial de una formulación de la política mo-

netaria basada en el establecimiento de «un ritmo determinado de crecimiento de las magnitudes monetarias básicas...». Después de indicar que «la política proseguida desde 1970 aspira, en cambio, al control de las principales magnitudes monetarias en términos de cantidad...», el Informe aclara que «a lo largo de 1971, la actitud de las autoridades monetarias fue tolerar un ritmo de crecimiento de las disponibilidades líquidas mucho más alto de lo que había sido normal en el pasado... Los objetivos de la autoridad monetaria se manifestaron... en un deseo de desacelerar paulatinamente esos ritmos de expansión, pensando en llegar hacia finales de 1972 a una tasa de crecimiento de las disponibilidades líquidas del orden del 20 por 100...» (1). A partir de ese año y hasta la actualidad, nuestro banco emisor ha seguido formulando sus objetivos de política monetaria en términos de tasas anuales de crecimiento de la magnitud que en cada momento ha juzgado más representativa como objetivo intermedio.

España ha sido, pues, uno de los primeros países en adoptar

el modelo de instrumentación predominante a lo largo de la década de los años setenta y que sigue, aun cuando esté actualmente sometido a un importante debate, guiando la actuación de los bancos centrales de las principales naciones occidentales.

A estas alturas resulta ocioso a todas luces recordar que el mecanismo utilizado por el Banco de España responde a un esquema en el cual la consecución de unos determinados objetivos finales de política económica —generalmente un cierto incremento del producto interior bruto y de los precios compatible con el saldo financierable de la balanza por cuenta corriente y un nivel de empleo dado— se alcanza a través de la regulación de un objetivo intermedio de carácter monetario —disponibilidades líquidas o activos líquidos en manos del público en nuestro caso. A su vez, la evolución de ese objetivo intermedio se pretende encauzar a través del control de una variable operativa —activos de caja del sistema bancario en España. Habida cuenta de la necesidad de controlar efectivamente la evolución de la variable intermedia y de la confianza, empíricamente contrastada, respecto a su influencia sobre la marcha de los objetivos últimos, el Banco de España se ha decantado desde un principio por las variables del tipo cantidad de dinero con preferencia respecto a los tipos de interés o al tipo de cambio.

Cuestión diferente es qué variable cuantitativa resulta elegida como variable intermedia en el proceso de instrumentación antes resumido. Desde un principio, el Banco de España basó su elección en estudios empíricos destinados a clarificar las complejas conexiones existentes entre la cantidad de dinero, y la renta na-

cional mediante la estimación de funciones de demanda de dinero, y rechazó la utilización de multiplicadores monetarios más o menos simplistas. En un comienzo, los estudios de los servicios técnicos del Banco limitaron la opción a las tres definiciones de la cantidad de dinero conocidas por M1, M2 y M3, inclinándose finalmente por esta última, al considerar que su control era el menos afectado por los desplazamientos en la estructura interna de los activos en manos del público. Así pues, desde 1973 y hasta 1984 las disponibilidades líquidas —M3— fueron oficialmente la variable intermedia elegida por el Banco de España en su proceso de instrumentación de la política monetaria, pasando los activos líquidos en manos del público —ALP— a desempeñar ese papel a partir de la última fecha citada.

Aun cuando un observador cuidadoso de nuestra reciente historia monetaria puede señalar ocasiones en las cuales el crecimiento objetivo de la magnitud intermedia se ha desviado de las sendas objetivo trazadas, y es posible, además, aislar períodos en que las autoridades monetarias, acaso por problemas de interpretación ligados a cuál era el grado de restricción que sobre la evolución de la variable intermedia imprimiría una determinada oferta de la variable operativa, han promovido modificaciones bruscas en lo que se supone ritmo regular de crecimiento de la cantidad de dinero, puede afirmarse que la política monetaria ha sido uno de los elementos determinantes en el proceso de integración de nuestra economía con la de los grandes países europeos en cuyo entorno económico estamos situados.

La demostración más palpable

del éxito de la política monetaria así instrumentada, tanto en España como allende nuestras fronteras, ha sido la reducción de la inflación desde el 24,6 por 100 en 1977 hasta el 4,6 por 100 en 1987. Pero esos logros no se han conseguido sin problemas, a dos de los cuales conviene hacer referencia para entender mejor lo que se dirá después respecto al incierto panorama que actualmente tiene planteado la política monetaria. El primero se refiere a la incidencia que la extraordinaria movilidad de los flujos de capitales plantea a aquélla; el segundo tiene relación con la financiación de los déficit presupuestarios que han dominado la segunda parte de la década de los setenta y los primeros años de la de los ochenta.

Los flujos internacionales de capitales registraron un incremento espectacular en la década de los años setenta. En una primera fase, ese incremento fue debido al proceso de reciclaje de los «petrodólares». Es decir, a la necesidad que experimentaron los países productores de invertir los cuantiosos superávit de que gozaban, combinada con las demandas de préstamos para financiar los déficit de balanza de pagos sentidos por los países no-productores; todo lo cual promovió una fuerte expansión del negocio bancario internacional. En la década de los ochenta, los movimientos de capitales se han concentrado fundamentalmente entre los países industrializados, y se deben a los desequilibrios externos registrados entre ellos, y de manera muy especial a las masivas entradas de capitales precisas para financiar el déficit por cuenta corriente de los EE.UU. y a las salidas desde Japón, Alemania Federal y algún otro gran país.

Pero a estos factores se unieron otros, al menos uno de los cuales me parece preciso destacar. A saber, las diferentes políticas económicas que originan los desequilibrios externos a que acabo de referirme produjeron diferenciales de tipos de interés y oscilaciones importantes en los tipos de cambio de las principales divisas. De esta forma se crearon oportunidades de realizar cuantiosos beneficios a través de las inversiones en moneda extranjera, lo cual contribuyó a una mayor interrelación entre los diferentes mercados financieros que, en puridad, no resulta posible explicar analizando únicamente los desequilibrios externos.

A la par que se producían esos movimientos de capitales entre los grandes países industrializados, se inició una expansión acelerada de la inversión en valores internacionales. Por el lado de la demanda, adquirieron especial relevancia los incentivos que los diferenciales de tipo de interés y las fluctuaciones del tipo de cambio antes mencionados suponían para los inversores extranjeros, especialmente los de carácter institucional; por el lado de la oferta, el factor más destacable fue que los prestatarios encontraron condiciones más ventajosas en los mercados de valores que en los de créditos bancarios, con lo cual la expansión de los flujos internacionales de capitales ayudó a promover el fenómeno que se ha denominado «securitización», y viceversa.

En resumen, la innovación financiera y la desregulación, la movilización —término que prefiero al barbarismo «securitización»—, la eliminación o reducción de barreras a los movimientos internacionales de capitales y la utilización creciente de nuevos instrumentos financie-

ros han originado dos consecuencias importantísimas: por un lado, los tipos de interés y los tipos de cambio se han convertido, quizá, en los dos instrumentos básicos de la política económica; por otro, esa mayor movilidad de los mercados de capitales y su más íntima relación con los tipos de interés y los tipos de cambio amenazan la efectividad de la política monetaria.

El segundo gran problema que la política monetaria ha debido afrontar durante gran parte de estos quince años largos ha sido el déficit público. Nuestro país, como el resto de los de la OCDE, ha tenido que padecerlo, con las consiguientes presiones que su financiación origina siempre en los mercados financieros y de capitales. Aquéllas se veían magnificadas en España tanto por la relativa falta de profundidad de los mercados y la ausencia de una política de manejo de la deuda como por la existencia de un mecanismo tan tentador como el recurso por el Tesoro al crédito del Banco de España.

El resultado ha sido someter la política monetaria a una tarea crecientemente difícil que ha llevado a preguntarse en más de una ocasión sobre su utilidad, o al menos sobre la eficacia de sus actuales esquemas de instrumentación. Quizá no puede encontrarse ejemplo más llamativo de tales dudas que el reciente abandono por parte de algunos bancos centrales de todas o algunas de sus variables intermedias, o la estudiada indiferencia con la cual otros han contemplado cómo se desviaban de sus sendas objetivos iniciales.

Este trabajo intenta resumir cuál es la situación actual en España. Para ello, en su segunda parte se examina cuál ha sido el

proceso de selección de la variable intermedia habitualmente utilizado por el banco emisor, así como la cuestión de en qué medida la política de tipo de cambio y la necesidad de financiar déficit públicos elevadísimos han condicionado la instrumentación de aquélla.

En la tercera y última parte se plantea cuál es el dilema en que hoy en día se halla la política de control monetario en nuestro país, las posibles alternativas de ALP como variable intermedia y las incertidumbres que para la continuidad del actual mecanismo supone nuestra próxima integración en mecanismos comunitarios tales como el Sistema Monetario Europeo —SME— o los que en un futuro más o menos próximo le puedan suceder.

## II. LAS ENSEÑANZAS DEL PASADO

### 1. El proceso de elección de la variable intermedia

El Banco de España comenzó a utilizar oficialmente M3 como variable intermedia a partir de 1973. Se había descartado cualquier variable tipo de interés, y M3 resultó elegida al final por su facilidad de control respecto a M1 y M2, al ser la magnitud más amplia de las entonces consideradas y, en consecuencia, la menos afectada por los desplazamientos en la estructura de activos del público.

La variable elegida cumplió durante bastantes años los requisitos básicos que el proceso de instrumentación precisa: a saber, reflejar la evolución de los niveles

nominales de actividad, ser controlable por las autoridades monetarias y resultar susceptible de un conocimiento estadístico en un plazo de tiempo breve. Pero cuando la inflación y las presiones de la financiación del sector público, junto con el fenómeno de la innovación financiera, comenzaron a promover distorsiones cada vez más amplias en los mercados financieros, la estabilidad de la función de demanda de M3 disminuyó, induciendo la búsqueda por el Banco de España de un agregado monetario más amplio que pudiese mostrar una relación más estable con el gasto real y los precios. Se trataba, en otras palabras, de hallar un concepto de la liquidez de economías domésticas y empresas no financieras en el que se compensasen los desplazamientos internos entre las variables en él comprendidas. La elección implicaba, no obstante, un riesgo evidente. La diversidad de sus componentes imponía un mayor desfase en su obtención estadística y, lo que era más relevante, suponía que el Banco tenía menos posibilidades de control sobre su evolución.

Por lo tanto, y debido a las citadas razones de información y control, el Banco decidió mantener ambas variables como objetivos intermedios de su actuación. M3 constituiría la referencia obligada a corto plazo, mientras que ALP —la nueva variable— sería utilizada como guía en períodos más largos, por considerar que su comportamiento sería más estable frente a los desplazamientos en las carteras del público, cuyos efectos perturbadores sobre la evolución de M3 se habían dejado ya sentir. A partir de 1984, ALP figuró, sin embargo, como única variable intermedia en la programación monetaria del Banco.

Debe reseñarse que ya en esa fecha nuestro banco emisor era muy consciente de que «la elección de un esquema de instrumentación basado en dos objetivos intermedios se veía, finalmente, reforzada por las deficiencias y retrasos en la información estadística correspondiente a ALP y por la menor capacidad de las autoridades para controlar su evolución. Así, aun cuando para períodos más dilatados de tiempo parecía deseable formular objetivos para ALP, en el corto plazo, a la hora de fijar las sendas de referencia instrumental, y de valorar la evolución inmediata del sistema crediticio, era imprescindible seguir la evolución de M3. Esto había de hacerse, sin embargo, con una mayor atención puesta en la evolución de los tipos de interés y en aquellas partes del sistema que, como el sector exterior, pudieran proporcionar información sobre los excesos (o carencias) de liquidez en manos del público» (2).

Cuatro rasgos deben destacarse en esta descripción: deficiencias y retrasos en la información estadística en ALP; la menor capacidad de control por parte de las autoridades monetarias; la necesidad de seguir la evolución de M3; la creciente importancia de los tipos de interés y del tipo de cambio —púdicamente calificado de «sector exterior» en el *Boletín Económico*— como indicadores. Volveré una y otra vez sobre estos cuatro rasgos en el curso de este artículo.

Esta discusión sería incompleta sin una breve referencia a la variable instrumental utilizada en el proceso de control monetario por el Banco de España; me refiero a los activos de caja. Los estudios llevados a cabo por el propio Banco demuestran que es-

ta variable es el objetivo instrumental más adecuado de la política monetaria, habida cuenta de que ofrece la medida más apropiada de la actuación del Banco en los mercados monetarios y, al mismo tiempo, la relación más clara y estable con los agregados monetarios utilizados como variable intermedia (3).

De los citados estudios se deducen otras tres conclusiones importantes: primera, que la sensibilidad de la oferta de ALP respecto a las variaciones de los tipos de interés interbancarios resulta superior a la mostrada por M3 y, segunda, que los retrasos en la influencia de las variables explicativas son más largos. A ello se añade, lo que es muy importante, que ALP resultó menos controlable que M3 en el período estudiado (1974-1984).

## 2. El contraste con la realidad

A lo largo de este artículo se ha insistido una y otra vez en la importancia que los responsables del Banco de España han otorgado en todo momento a la estabilidad de la función de demanda de dinero utilizada. No ha respondido ello a una preocupación superflua, sino, por el contrario, al convencimiento de la importancia que tal prioridad tiene para la política monetaria. En efecto, el proceso de instrumentación monetaria se ha basado en España en el deseo de controlar el ritmo de crecimiento de la cantidad de dinero como medio de influir en la evolución de la renta nominal y los precios.

Por lo tanto, la magnitud elegida como representativa de la cantidad de dinero debe depender de unas pocas variables, cuya

relación sea susceptible de predecirse con un error muy pequeño y que muestren unas elasticidades muy constantes a lo largo del tiempo. Esa estabilidad se ha visto socavada en los últimos años por el proceso de innovación financiera. Dicho proceso se ha caracterizado por la aparición de nuevos instrumentos, dotados de dos rasgos típicos: su elevada remuneración y la facilidad de disposición. Ello promovió una disminución de la sensibilidad del dinero al tipo de interés y una más rápida transmisión de los efectos de la política monetaria al sector real de la economía. La variable tipo de interés se ha colocado, por tanto, en el primer plano de la escena de la instrumentación monetaria.

Sobre este transfondo se realizó en 1984 el cambio de variable intermedia: se relega M3 y se escoge ALP. El nuevo concepto es, por supuesto, más amplio, pues incluye, entre otros, los siguientes activos: pasivos por operaciones de seguro, bonos de caja y tesorería, títulos hipotecarios, pagarés de empresa avalados, cesión temporal de activos públicos y privados, pagarés y letras del Tesoro. Es decir, justamente los activos más líquidos y remunerados a tipos de mercado; lo cual equivale a decir aquéllos cuya evolución es menos estable.

Poco a poco la cuestión que comienza a pesar como una losa sobre la validez del esquema de instrumentación monetaria elegido por el Banco de España es la de la estabilidad de la función de demanda de dinero elegida, puesto que si la relación que une a ésta con los objetivos últimos de la política económica se desvanece o, simplemente, resulta impredecible, la política monetaria perderá su eficacia. Afortunadamente, un reciente trabajo ha ve-

nido a confirmar de forma satisfactoria que la función de dinero sigue mostrando una estabilidad a largo plazo aceptable (4).

En este trabajo se alcanzan tres conclusiones importantes: «1) la demanda de dinero no es completamente estable; 2) la velocidad de circulación del dinero no es una constante y su tasa de crecimiento, por consiguiente, es distinta a cero, y 3) los ALP son preferibles a M2 como objetivo de la política monetaria» (5). Conviene señalar antes de seguir que, como se habrá advertido, las estimaciones realizadas contraponen M2, y no M3, al nuevo concepto de ALP, buscando así ensayar con un concepto más restringido de la cantidad de dinero y, por ende, más cercano al enfoque clásico de la demanda por motivos de transacción. Los resultados obtenidos para el período segundo trimestre de 1974 a cuarto de 1985 merecen algún comentario.

Primero, a largo plazo, las elasticidades de las variables explicativas de la función de demanda de ALP son muy estables —PIB, tipo de interés, índice de precios no alimenticios, crédito interno al sector público, entre otras (6)—, si bien en periodos muy cortos se observa una mayor incertidumbre; ello aconsejaría, al parecer, mantener una política de cantidades a medio y largo plazo, pero prestar una mayor atención a la evolución de los tipos de interés en el corto plazo. El segundo punto se refiere a la estructura dinámica de la ecuación, y nos indica cómo, en el caso de ALP, el efecto total se materializa casi por completo en el plazo de doce meses, tanto para precios como para renta, siendo más lentos —de 24 a 30 meses— en el caso de M2. Por último, las simulaciones efectua-

das para los años 1986, 1987 y 1988 indican que el crecimiento de ALP compatible con las previsiones de crecimiento del PIB y los precios fijados se situó en 1987 entre el 12,5 y el 13,5 por 100, y que en 1988 se fija en el 9,5 por 100 y una banda de seguridad, al 95 por 100, de  $\pm 1,5$  por 100 (7).

Las conclusiones y los resultados empíricos de este reciente trabajo confirmarían, por lo tanto, el esquema de instrumentación hasta ahora seguido por el Banco. Es decir, su elección de ALP como variable intermedia basada en la confianza en la existencia de una función de demanda de la misma estable a medio plazo. Sin embargo, quedan planeando dos dudas importantes: la inestabilidad y la confirmación de que la velocidad de circulación del dinero no es ni mucho menos constante. Un somero examen de lo ocurrido con la política monetaria en 1987 puede ilustrar perfectamente la relevancia práctica de estas dos cuestiones.

Para ese año el gobierno había establecido como objetivos un crecimiento real del PIB del 3,5 por 100 y una variación de los precios del 5 por 100. Habida cuenta del supuesto de un descenso moderado en la demanda de ALP, el Banco de España se decidió por una banda de crecimiento de ALP comprendida entre el 6,5 y el 9,5 por 100, con una senda central del 8. El Banco esperaba que en ese año aumentase de nuevo la velocidad de circulación de ALP —cuya tasa de variación había crecido un 2,8 por 100 en 1986—, quebrándose la tendencia a la baja experimentada entre 1978 y 1985.

Se consideraba por el Banco que la liberalización de los tipos de interés de las cuentas banca-

rias todavía sometidas a regulación, la obligación de suministrar información respecto a las operaciones de seguro con prima única y la supresión de la desgravación fiscal en la suscripción de títulos de renta fija, junto con la reducción en la aplicable a los de renta variable, constituían factores que acabarían primando sobre aquéllos que, en principio, hacían pensar en un descenso en la demanda de ALP —especialmente la revitalización de los procesos de desintermediación y el uso ortodoxo de los diversos instrumentos de financiación del déficit público.

Los hechos no confirmaron en absoluto tal previsión. En el primer cuatrimestre del año la tasa intertrimestral mostraba un crecimiento anual del 13,7 por 100, que descendió suavemente hasta el 12,7 por 100 durante el verano, para elevarse bruscamente durante el último trimestre hasta el 16,8 por 100. El crecimiento acumulado era, en diciembre de 1987, del 14,3 por 100. Ciertamente, esa apreciable desviación fue debida, en gran parte, a un crecimiento real de la economía muy superior al inicialmente previsto. Por esa razón, el Banco revisó en septiembre sus objetivos, elevando la banda de ALP al 9-12 por 100.

Pero el desbordamiento del ritmo de expansión de ALP provino también de fenómenos puramente financieros que contradecían los supuestos inicialmente manejados por el Banco de España. Así, en lugar del esperado descenso en la demanda de ALP, se observó una clara preferencia del público por los instrumentos más líquidos, incluidos en la definición de la variable intermedia; a ello se añadieron fallos en la oferta de títulos públicos, debidos, en primer término, a la política prac-

ticada por el Tesoro en los meses iniciales del año —rehusando aceptar las condiciones del mercado, con el consiguiente recurso al crédito del banco emisor—, así como a los retrasos en poner en funcionamiento el sistema de anotaciones en cuenta y en lanzar las letras del Tesoro.

Sobre ese transcurso se instrumentó una política monetaria restrictiva —explicada por el deseo de encauzar un crecimiento de las magnitudes que superaba claramente los objetivos establecidos— acompañada por la práctica ausencia de una política de deuda. El resultado conjunto fue una curva de intereses invertida y un incentivo a la preferencia del público por la sustitución de activos a largo, menos rentables y no incluidos en ALP, por activos a corto, más líquidos y si englobados en ALP; lo cual explica que, en contra de las previsiones del Banco, la velocidad de circulación no sólo no aumentó, sino que disminuyó durante 1987 en un 2,3 por 100 aproximadamente.

El año 1987 fue, además, testigo de otra importante enseñanza respecto a las dificultades que está encontrando la instrumentación de la política monetaria. Ya se ha aludido antes, si bien de forma somera, a cómo los intentos de contener el crecimiento de la variable intermedia mediante la elevación de los tipos a corto plazo no sólo no consiguieron su objetivo, sino que, además, podría pensarse que lo obstaculizaron al promover un más rápido crecimiento de ALP por el proceso de transformación de activos no incluidos en ellos en activos contenidos en su definición estadística. Esto quiere decir, expresado en otros términos, que ha aumentado la sensibilidad de ALP a los tipos de interés y que,

en consecuencia, el Banco precisa incrementos de los tipos a corto muy superiores a los antes habituales para domeñar un proceso de desbordamiento de las magnitudes. La innovación financiera ¿está carcomiendo la eficacia de la política monetaria?

Antes de encararnos con esta pregunta, conviene repasar la incidencia que sobre esa eficacia han tenido y tienen tanto la política de tipo de cambio como la financiación del déficit presupuestario.

#### a) *Política monetaria y política de tipo de cambio*

Durante los últimos años, la política monetaria ha debido tener en cuenta, y cada vez en mayor medida, la política de tipo de cambio. Poco a poco, el comportamiento de la balanza de pagos, los diferenciales de tipos de interés y el tipo de cambio han ido ganando una mayor influencia en las decisiones que las autoridades adoptaban en el terreno de la política monetaria interna. El hecho de estar encomendada al Banco de España la instrumentación diaria de ambas variables —crecimiento de la cantidad de dinero y evolución del tipo de cambio— suponía, en principio, una mayor facilidad para la armónica utilización de ambas.

Probablemente por condicionamientos de la política económica interna o por necesidad de sostener, mediante el manejo del tipo de cambio, las posiciones competitivas de nuestros bienes y servicios, aparecen períodos en los cuales ambos objetivos han estado en contradicción —ya sea forzando un determinado ritmo de crecimiento de la variable monetaria, ya manteniendo un tipo de cambio diferente del predominante en el mercado.

Las dificultades y problemas que esas situaciones originaban se mitigaban apreciablemente gracias al endurecimiento temporal de las múltiples facultades discrecionales que el control de cambios concedía a las autoridades españolas. A partir de 1986, fecha en la cual España se convirtió en miembro de la Comunidad Económica Europea, dichos controles comenzaron a desmantelarse. Una orden ministerial y una circular del Banco de España, de enero de ese año, permitían a las entidades delegadas la venta a plazo de sus saldos en pesetas convertibles; una circular del Banco de España liberaliza la toma y amortización por residentes de préstamos financieros exteriores, en divisas o pesetas convertibles, cuando el importe de la operación no supere los 750 —hoy 1.500— millones de pesetas y su vida media sea, al menos, de un año; a ello se añade el que el Banco de España liberalizó también la posibilidad de que las entidades delegadas cubran, con posiciones de contado, posiciones cortas a plazo en divisas convertibles; se autorizaron en junio dos convenios sobre tipos de interés futuros —los denominados FRA— y, lo que es más importante, un Real Decreto de 7 de noviembre liberalizaba muy considerablemente las inversiones españolas en el exterior.

Esa liberalización, que ha jugado un papel clave, permitía a las entidades de depósito invertir en activos en moneda extranjera una parte sustancial de sus recursos propios, con el consiguiente incremento de riesgo de cambio. Dicha situación llevó al Banco a aprobar, el 7 de enero de 1987, una circular que permitía el mantenimiento de posiciones cortas, anteriormente prohibidas, y la ampliación de las largas.

Ese proceso, inscrito en la creciente interpenetración de la economía española en la economía europea y en la mundial, permite una movilidad extraordinaria de los flujos de capitales internacionales que pone inmediatamente de relieve cualquier inconsistencia entre la política monetaria y la política de tipo de cambio, tal como las que se manifestaron en el pasado, y cuya solución resultaba factible mediante el manejo del control de cambios. Hoy en día, cualquier fisura en la coordinación de ambos instrumentos obliga a una intervención continua y masiva del Banco de España en el mercado de cambios o a una modificación, que puede resultar indeseable desde el punto de vista de la política económica interna, de los objetivos monetarios.

La intervención en el mercado de cambios realizada en el pasado —continua, regular y masiva— producía habitualmente un efecto perverso, pues obligaba al Banco de España a intervenir, ya reforzando la tendencia del mercado, ya contrapesando ésta en exceso. El resultado, en cualquier caso, era paradójico: cuando la peseta atravesaba una situación de debilidad aumentaban generalmente las reservas exteriores del Banco de España, y cuando la peseta se apreciaba, las reservas descendían. O sea, que el Banco compraba dólares cuando el mercado también tendía a comprarlos y los vendía cuando éste deseaba hacer lo mismo.

Se originaba de esa forma una elevada volatilidad del tipo de cambio de la peseta que ha ido disminuyendo a partir de mediados de 1985, aun cuando sigue estando todavía entre las más elevadas de las principales monedas de la O.C.D.E. (8). Es decir, que el mejor sistema de evitar las fluc-

tuaciones bruscas del tipo de cambio consiste en una intervención que busque suavizar las fluctuaciones haciéndose presente en los mercados sólo para mantener las paridades de equilibrio; esto es, vendiendo reservas unos días y comprándolas otros.

El otro punto digno de destacarse es la necesidad de evitar el error, muy común por otra parte, por el cual se cree que la política de intervención puede influir más allá del corto plazo en el tipo de cambio sin coordinar la política monetaria debidamente. En esta cuestión es primordial mantener siempre muy clara la idea de que la política de intervención es un complemento de la política monetaria, y no un sustituto de ésta. Si bien es muy cierto que las autoridades monetarias pueden influir el tipo de cambio variando los tipos de interés a corto plazo, no lo es menos que la forma en la cual se efectúe la intervención en los mercados, de cambios afectará, a su vez, a la política monetaria a menos que se decida esterilizar sus efectos mediante las correspondientes emisiones de deuda pública.

Quizá no sea ocioso, a este respecto, describir brevemente lo ocurrido en nuestro país durante 1987. Al principio de ese año, la política de tipo de cambio buscó una cierta depreciación del tipo de cambio efectivo de la peseta. A título de ejemplo, la peseta se depreció frente a la CEE durante el primer semestre del año un 4,2 por 100 respecto a la media de la segunda mitad de 1986; en ese mismo período de tiempo, las reservas centrales del Banco de España aumentaron en 6.274 millones de dólares. Ahora bien, la consecución de ese objetivo cambiario se vio muy dificultada por la puesta en práctica simultánea de una política monetaria restric-

tiva, que elevó en ese mismo período los tipos de los depósitos a un mes en el mercado interbancario en más de cuatro puntos, el de los créditos bancarios con tipo variable en tres y la rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo en más de tres puntos.

Como el saldo de la balanza por cuenta corriente era superavitario y el mercado no tenía expectativas de depreciación del tipo de cambio de la peseta, el fuerte diferencial de tipos de interés no cubierto operó como un potente imán, atrayendo fuertes entradas de capital que exacerbaban la ya difícil tarea de controlar el crecimiento de la cantidad de dinero en la banda de objetivos trazada a comienzos de año.

Cuando, más tarde, se abandonó el intento de mantener la depreciación de la peseta, se habían comenzado a tomar medidas administrativas para contener las entradas de capital. Comenzando con la Circular 4/1987, de 11 de marzo, que incluyó en el coeficiente de caja los incrementos de los pasivos en pesetas convertibles, se prohibió el pago de intereses en las cuentas extranjeras en pesetas convertibles mediante Circular 13/1987, de 28 de abril, y, finalmente, se indicó a las entidades la necesidad de reducir su posición corta de contado en divisas contra pesetas —oficio circular de 12 de junio de 1987.

Conforme avanzaba el año, el Banco de España permitió una suave apreciación del tipo de cambio de la peseta y promovió un descenso, igualmente paulatino, de los tipos de interés a corto plazo. Con la confirmación de un crecimiento real de la economía más fuerte de lo previsto en los objetivos iniciales y la con-

tención de la tasa de inflación, fue posible revisar hasta el 12 por 100 la banda superior de crecimiento de los ALP, entrándose en una fase más sosegada de instrumentación de la política monetaria. Ello no fue óbice para la continuación de fuertes entradas de capital —que ni siquiera la crisis bursátil de octubre mermó—, de tal forma que, a lo largo del segundo semestre de 1987, las reservas centrales del Banco de España aumentaron en casi 7.900 millones de dólares.

Estos episodios del año 1987, resumidos a vuela pluma, revelan la creciente pérdida de autonomía de la política monetaria en un contexto de economías interdependientes y en el cual los flujos internacionales de capitales no tienen prácticamente obstáculos para explotar posibles inconsistencias entre políticas de tipos de interés internos y política de cambios. Como en la tercera parte de este artículo se intentará argumentar, la única solución a dicho dilema reside en una mayor convergencia respecto a las políticas económicas de los grandes países de la CEE, y ello presenta repercusiones importantes para el futuro de nuestra política monetaria.

#### b) *La financiación del déficit público y la política monetaria*

La financiación del déficit público ha sido el principal condicionante de la política monetaria a lo largo de la década de los años ochenta. Desde 1980 a 1985 la necesidad de endeudamiento del Estado no ha cesado de crecer en relación al PIB, iniciando en 1986 un descenso que ha proseguido en el año 1987, al término del cual el déficit de caja del Estado se ha situado, en cifras

provisionales, en un 3,7 por 100 del PIB.

Dos cifras adicionales encuadran aún más fielmente los efectos macroeconómicos y financieros de tan elevados y reiterados déficit: la deuda pública en circulación ha pasado de representar, a finales de 1980, el 2,0 por 100 del PIB al 31,5 por 100 a comienzos de 1988; por su parte, los pagos por intereses del Estado supondrán en 1988 el 3,0 por 100 del PIB, frente al 0,5 por 100 en 1980.

Difícilmente podía, pues, coexistir una política monetaria eficaz con las presiones acuciantes derivadas de financiar tamaños déficit presupuestarios. Misión tan imposible que obligó, de hecho, a concentrar en el banco emisor durante largos períodos de tiempo la doble tarea de instrumentar la política monetaria y de llevar a cabo la política de manejo de la deuda. Dejando de lado las dudas sobre si tal superposición de misiones es o no compatible con la necesaria eficiencia en la ejecución de ambas, los resultados ciertos fueron la ausencia de colocaciones directas en el público, la concesión forzosa al sistema bancario del papel privilegiado de intermediario «en exclusiva» en la colocación de deuda pública —papel que llevó aparejado, justo es reconocerlo, algún que otro impuesto encubierto—, y el nacimiento tardío y doloroso del mercado secundario que precisaba una política de emisiones eficaz.

Pero desde el punto de vista de la instrumentación de la política monetaria, que es el que aquí interesa, el hecho fundamental ha sido la decisión de utilizar con absoluta discrecionalidad la facultad legal de recurrir al crédito del Banco de España, en lugar de enfrentarse con el mercado,

cuando las necesidades de emitir deuda para financiar el déficit público así lo demandaban.

Las causas de esa política deliberada que, salvo períodos excepcionales, han utilizado todos los gobiernos de la monarquía constitucional, son complejas, pero dos de ellas adquieren especial preeminencia: primera, el deseo de evitar la fiscalización parlamentaria y la crítica política implícita en el reconocimiento presupuestario de la carga de la deuda; segunda, la errónea concepción según la cual la utilización del crédito del banco emisor, que es gratuito por imperio de la Ley, no tiene coste implícito alguno.

El resultado es de todos conocido. El Banco de España se ha visto obligado a emitir sus propios pasivos —certificados de depósito y certificados de regulación monetaria— o a colocar la deuda pública en su cartera —bonos, pagarés y letras del Tesoro— entre las instituciones financieras, con el fin de intentar absorber los excedentes de liquidez originados por la monetización —directa o indirecta— del déficit público que se le imponía.

A lo largo y ancho de estos años la política de deuda ha vivido en intensa conexión con la política fiscal. Es bien sabido que nuestro sistema fiscal rara vez ha sido neutral respecto a la política de deuda. La dificultad de ese equilibrio se ha puesto de manifiesto con la gestación y aprobación de la llamada «ley de activos financieros», de mayo de 1985. Dicho texto legal conformó un régimen fiscal excepcional para la única deuda pública a corto plazo entonces existente —los pagarés del Tesoro— a costa de dictar su sentencia de muerte como instrumento para la política de deuda y para la política mo-

netaria y de imponer una amenaza permanente al perfeccionamiento de los instrumentos existentes y al desarrollo de nuevos instrumentos de deuda pública (9).

Las incertidumbres y perjuicios que para ambos instrumentos creó la Ley 14/1985, antes citada, se amplificaron por las vacilaciones de la política de deuda pública en 1987. Como es bien sabido, la elevación general de los tipos de interés, originada por la política monetaria decididamente restrictiva impuesta por el Banco de España durante el primer semestre de dicho año, motivó la ausencia casi total del Tesoro en los mercados e impuso pérdidas generalizadas a las entidades que habían adquirido carteras importantes de deuda a medio y largo plazo durante 1986, con la consiguiente paralización de este importante sector de mercado secundario. Hasta junio de 1987 el Tesoro no lanzó la deuda a corto precisa para desempeñar la misión de financiación que antaño habían desempeñado los pagarés y para dotar al Banco de España de un instrumento con el cual llevar a cabo su política de mercado abierto.

La persistencia de una curva de interés invertida ha justificado al Tesoro para concentrar en exceso la financiación del déficit en el nuevo instrumento. Esta decisión, que nada tiene de criticable desde la óptica de un emisor deseoso de minimizar, al menos a corto plazo, los costes de su política de deuda, creó dificultades adicionales al Banco de España, al contribuir al rápido crecimiento de la variable intermedia —los ALP— que éste debe controlar, como lo muestra el que en sus siete meses de vida las letras hayan pasado a representar el 6,1 por 100 de los activos líquidos

en manos del público. Si ampliamos el concepto a la totalidad de los títulos públicos y a las operaciones de seguro, comprobamos que, de los 14 puntos de crecimiento de la cantidad de dinero en 1987, algo más de nueve puntos se deben precisamente a estos dos grupos de activos. Es, por tanto, absolutamente imprescindible para la adecuada instrumentación de la política monetaria que el Tesoro vuelva a emitir y colocar entre el público deuda a medio plazo. De no hacerlo así, el Banco de España se verá obligado a desempeñar el mítico, y digno de compasión, papel de Sísifo monetario.

### III. CUESTIONES ACTUALES Y CONCLUSIONES INCIERTAS

#### 1. El cambio de rumbo

El Banco de España adoptó oficialmente, desde 1973, el sistema de instrumentación de política monetaria basado en el establecimiento de un determinado ritmo de crecimiento de la cantidad de dinero como medio para influir, con un cierto desfase, la evolución de las magnitudes finales de la economía —producto interior en términos reales y precios. Desde esa fecha a la actualidad dicho esquema de política monetaria ha tenido indudable éxito en la consecución de su objetivo a largo plazo: a saber, alcanzar la estabilidad de precios.

A lo largo de estos tres lustros, el Banco ha utilizado dos definiciones de la cantidad de dinero como variables intermedias: M3 y ALP; la primera de ellas durante once años y la segunda desde 1984. En ambos casos, la elec-

ción fue resultado de un cuidadoso proceso tendente a asegurar que la magnitud elegida presentaba una función de demanda lo suficientemente estable como para permitir basar en su evolución la instrumentación de la política monetaria. Ello ha resultado especialmente importante en el caso de la segunda de las variables citadas, ALP, puesto que su elevación a la categoría oficial de única variable intermedia fue resultado del convencimiento, por parte del Banco de España, de que recogía con mayor fidelidad los fenómenos de desplazamiento en la composición de los activos líquidos en manos del público, promovidos desde finales de la década de los años setenta por la aceleración de la inflación, la masiva presencia del sector público en los mercados de capitales para financiar el déficit presupuestario y la innovación financiera, unidas a la creciente movilidad de los flujos internacionales de capitales.

Durante los tres primeros años de su existencia como variable intermedia, la evolución de ALP mostró un crecimiento estable, situándose dentro de la banda de objetivos marcada por el Banco de España, y una tendencia regular a la reducción de su tasa anual de incremento. Igualmente, y con la excepción del último de los años citados —1986—, la velocidad de circulación del agregado disminuyó. Pero esos esquemas se rompieron en 1987. La variable intermedia creció por encima de la banda superior de los objetivos revisados —un 14 frente a un 12 por 100—, al tiempo que la velocidad de circulación descendía, tal y como había sucedido ininterrumpidamente desde 1979 a 1985.

Esa rotura del esquema de instrumentación de la política mo-

netaria se manifestó en dos puntos claves. En primer lugar, la inclusión en la definición de ALP de pasivos no computables en el coeficiente de caja —operaciones de seguros, pagarés del Tesoro y cesión temporal de deuda del Tesoro y del Estado— debilitó la relación entre la variable intermedia —ALP— y la variable instrumental, tiñendo al esquema de control de una inestabilidad preocupante. A ello se añadió el que la demanda de ALP es más inelástica y sensible a los tipos de interés, como consecuencia de albergar en su seno activos muy rentables y líquidos, que sustituyen perfectamente, los activos tradicionales incluidos en la anterior variable intermedia —M3—; ello obliga al Banco de España a imprimir oscilaciones más amplias en los tipos de interés si desea llevar a cabo su política monetaria.

Estas dudas sobre la eficacia del actual esquema de instrumentación de la política monetaria no son exclusivas de España. Otros muchos países se vienen planteando interrogantes semejantes, y así hemos visto cómo el Banco de Inglaterra ha abandonado por completo el establecimiento de objetivos monetarios en términos de tasas de crecimiento de una determinada variable; el Banco de Francia ha desahuciado una de las dos que utilizaba —M3— y el Bundesbank, templo de la ortodoxia monetaria, ha cambiado la variable de «dinero del banco central» —utilizada a lo largo de los últimos quince años— por otra más amplia: M3. Según han explicado los responsables del banco emisor alemán, el cambio es debido a razones técnicas; y es que, como los desplazamientos de fondos entre las diferentes modalidades de depósitos —que tienen en Alemania

Federal su propio coeficiente de caja— provocaron que el «dinero del banco central» superase generosamente en 1987 los objetivos marcados por segundo año consecutivo, han juzgado conveniente recurrir a M3, variable que ha mostrado un crecimiento menor y más regular. Lo cierto es que ese cambio es interpretado por muchos estudiosos de la política monetaria practicada por el Bundesbank como el comienzo de una pérdida de importancia de los esquemas de instrumentación estricta seguidos hasta ahora. La adopción de un objetivo más amplio y menos controlable, en principio, que el «dinero del banco central» podría ser una señal más de que el Bundesbank se propone seguir una actitud pragmática, en la cual, junto al objetivo monetario, ocupen su atención el tipo de cambio, los tipos de interés y la renta nominal.

¿Cuál es la situación en España? El propio banco emisor resumía muy recientemente sus reflexiones respecto a las dificultades que el esquema de instrumentación de la política monetaria encontró en 1987, al tiempo que exponía las razones por las cuales parece razonable seguir manteniendo, a pesar de todo, dicho esquema (10).

En primer lugar, el Banco afirma que las dificultades e incertidumbres habituales en el proceso de establecer objetivos monetarios se han incrementado en los últimos tiempos por «la intensificación de los factores de inestabilidad en la demanda del agregado monetario bajo control, que se vienen manifestando en frecuentes cambios de tendencia y en una mayor variabilidad, a corto plazo, de la velocidad de circulación». Después de explicar lo sucedido en 1987, el artículo

citado asegura que «... la experiencia reciente de la política monetaria en España se aproxima a la problemática surgida, en los últimos años, en la mayoría de los países industrializados...»; para a continuación advertir que «... frente a estos problemas, la mayoría de los países ha reaccionado adoptando una orientación más flexible de la política monetaria, basada en el seguimiento de un conjunto más amplio de indicadores y en la utilización de dosis crecientes de interpretación en el análisis de los agregados y en la conducción de las reglas de intervención».

Pero los dos conceptos clave son los que se manifiestan a continuación: ante todo, se advierte que «... esta mayor flexibilidad no ha supuesto la supresión de los objetivos intermedios en términos de algún agregado monetario, ya que, generalmente, ha prevalecido el criterio de que la ausencia de los mismos comportaría riesgos desestabilizadores en el doble terreno de acomodar con mayor facilidad un rebrote de la tasa de inflación y de incrementar la incertidumbre a través de la mayor variabilidad de los tipos de interés. En las condiciones actuales de la economía española, la fijación de objetivos en términos de un agregado monetario sigue pareciendo necesaria para proporcionar un anclaje sólido al mantenimiento de la estabilidad de los precios y la disciplina financiera». Sin embargo, se reconoce que «... resulta también muy difícil la distinción entre los movimientos observados en ALP que son resultado de decisiones del público sobre cambios en la composición de sus carteras —y que, como tales, deberían ser acomodados por las autoridades— de aquellos otros movimientos de ALP que están directamente re-

lacionados con evoluciones indeseadas de la renta y el gasto nominales —y que, como tales, deberían ser corregidos por las autoridades». El trabajo concluye indicando que la banda de objetivos establecida para 1988 es de un crecimiento anual de los ALP entre el 8 y el 11 por 100.

## 2. ¿Qué alternativas existen?

¿Cómo interpretar estas declaraciones del Banco de España? Ante todo, es evidente, en primer lugar, que, a pesar de los inconvenientes analizados en el propio artículo, el banco emisor sigue prefiriendo un objetivo cantidades, instrumentado con una cierta dosis de discrecionalidad, a un objetivo tipos de interés o tipo de cambio; segundo, que una definición amplia como ALP es recomendable frente a definiciones más estrechas y próximas a los saldos empleados para transacciones, a juzgar por la evidencia empírica disponible; tercero, y probablemente más importante, que el Banco de España sigue concibiendo la política monetaria como el instrumento adecuado para asegurar, a medio plazo, la estabilidad de los precios.

Muy escasas son las discrepancias respecto a la tercera de las conclusiones indicadas; sobre las otras dos, conviene detenerse y realizar un examen algo más detallado.

Tres son las variables que se han venido manejando desde hace tiempo como alternativas a la cantidad de dinero: los tipos de interés, los tipos de cambio y la renta nominal. Comentémoslos en ese orden.

### a) *Tipos de interés*

Hace ya bastantes años, el Banco de España estudió las po-

sibilidades que presentaban los tipos de interés como posible candidato a variable intermedia en el proceso de instrumentación de la política monetaria, desechándola, en último término, por considerar que la relación de comportamiento que liga la cantidad de dinero a la renta nacional es más estable que la que conecta los tipos de interés con la renta (11).

Lo cierto es que las razones fundamentales no han variado desde entonces. Los tipos de interés constituirían una variable sometida a múltiples relaciones —tanto exógenas como internas— que invalidarían claramente su utilidad como variable intermedia, haciendo su predicción imposible. Muy diferente es su empleo como variable instrumental. Aquí, el propio Banco de España reconoce la necesidad de prestarles una mayor atención.

### b) *Tipo de cambio*

La cuestión se hace más compleja cuando se trata de discutir el tipo de cambio, aunque justo es reconocer que las razones por las cuales esa discusión está actualmente de moda se encuadran, en parte, en la cuestión más general de nuestra entrada en el Sistema Monetario Europeo.

Ante todo, ha de reconocerse que la atención creciente prestada a la candidatura del tipo de cambio está ligada a la política, practicada en los últimos tiempos, de ligar nuestro tipo de cambio nominal a otro de referencia —ya sea al marco alemán, ya al índice de la posición efectiva de la Comunidad. Esa política, que ha reducido notablemente la volatilidad de la peseta, se ha ido logrando mediante una combinación cada día más compleja, y no exenta de violentas tensiones,

entre la política monetaria interior y la intervención en los mercados de cambios exteriores.

Está claro que ello ha supuesto una decisión de hacer converger nuestra política económica hacia la de los grandes países de la Comunidad, precisamente aquellos que presentan una tasa de inflación más baja. En tal sentido, una futura variable tipo de cambio presentará la doble ventaja de ser fácilmente observable y de explicitar la decisión política de no permitir un descanso en la lucha contra la inflación, así como de rechazar los desajustes en la asignación de recursos productivos que ésta comporta.

No cabe duda de que la elección del tipo de cambio presenta inconvenientes. Ante todo, supone utilizar los efectos derivados de la competencia exterior, en lugar de los producidos por los cambios en las condiciones en los mercados monetarios y crediticios, como medio de controlar la inflación; políticamente es una elección arriesgada.

Queda, por último, el supremo argumento de que ello deja en manos de otros países —o de otros bancos centrales— la decisión de llevar a cabo el ajuste que tradicionalmente suponía la fijación de las condiciones monetarias internas. El argumento, es indudable, tiene todavía una importante carga emocional y política, pero está condenado a ir perdiendo fuerza a medida que continúe el proceso de convergencia entre las políticas económicas de la Comunidad, al tiempo que se refuerzan los mecanismos del SME o, incluso, se empiezan a dar los primeros pasos en la creación de ese banco central europeo propuesto por el ministro francés Sr. Balladur.

Se comprenden así las razones utilizadas por el FMI, en su reciente informe preliminar sobre la situación económica española, para proponer la sustitución de ALP por el tipo de cambio. Después de afirmar que las actuales condiciones de nuestra economía son las indicadas para efectuar dicho cambio, recomienda una pronta entrada en el Sistema Monetario Europeo, subrayando especialmente que esa decisión sustentaría la confianza en la política económica del gobierno a medio plazo y pondría de manifiesto los costes, en términos de tipo de interés, de cualquier desconexión entre la política fiscal y la política monetaria, al tiempo que señalaría la necesidad de mejorar el funcionamiento de los mercados financieros.

Estos son, pues, los elementos. El escenario está dispuesto; queda ahora por ver cuándo entran en acción los personajes y cómo empieza la escena. Confiemos en que para ello no debemos esperar hasta 1992.

#### c) *La renta nominal*

En el plano teórico, no parecen existir razones sólidas para negar los méritos de la renta nominal como objetivo intermedio; por añadidura, es muy semejante al objetivo cantidad de dinero. Es más, si la velocidad de circulación no experimenta variaciones importantes y resulta predecible, la renta nominal, como variable intermedia, resultaría equivalente a un objetivo monetario debidamente ajustado por la velocidad de circulación. Presentaría, además, dos ventajas adicionales: ante todo, suministra a las autoridades un marco informativo más amplio que el facilitado por un objetivo monetario; a ello se une la virtud de dejar bien claro que los agentes económicos son

los únicos responsables de la crucial decisión sobre qué crece más: los precios o el producto real.

Desgraciadamente, todo invita, en principio, a renunciar a una variable de este tipo. Y ello no sólo por tratarse de una variable de difícil control a corto plazo, lo cual significa que la corrección de posibles desviaciones respecto a la senda objetivo sería lenta, dado lo poco que sabemos a propósito de los desfases temporales entre las medidas decretadas por las autoridades y sus efectos sobre la renta nominal. Pero, por si fuera poco, el aparato estadístico español es tal que desalienta la elección de la renta nominal como variable intermedia.

#### d) *¿La evidencia empírica recomienda ALP como variable intermedia?*

Ya se ha indicado antes el extremado cuidado que ha puesto siempre el Banco de España, al fundamentar su elección de una particular definición de la cantidad de dinero, en su contrastación empírica. Las estimaciones de funciones de demanda de M3, primero, y de ALP, después, son incontables y revelan un escrupuloso manejo de las técnicas econométricas más avanzadas en cada momento. El trabajo de Mauledón repetidamente citado a lo largo de este artículo es un buen ejemplo de ello.

No obstante todo ello, la trascendencia de la decisión obliga a plantearse de nuevo la pregunta de si el Banco de España debería seguir basando su control monetario en la evolución de ALP a plazo medio —es decir, un año. Ya citamos antes las importantes cualificaciones que, sin duda, abrumado por la experiencia de 1987, ha expresado al respecto

con ocasión de la publicación de la banda de objetivos para 1988. Uno podría preguntarse ingenuamente cuál es el valor que debe darse al «objetivo ALP» si la política monetaria estará «basada en el seguimiento de un conjunto más amplio de indicadores y en la utilización de dosis crecientes de interpretación en el análisis de los agregados y en la conducción de las reglas de intervención».

El año 1987 nos suministró una experiencia inolvidable, porque puso claramente de relieve dos deficiencias básicas de ALP como variable intermedia: por un lado, la inestabilidad de su relación con la variable instrumental utilizada por el Banco de España —los activos de caja—, de tal forma que éste encontró dificultades para juzgar la evolución de la variable intermedia a través del comportamiento de la variable bajo su control directo; por otro lado, el intenso proceso de innovación financiera se ha traducido en una sustitución de activos englobados en la definición de ALP tal que sus variaciones a corto plazo indican muy poco a las autoridades monetarias respecto a la necesidad, o no, de corregir los desplazamientos de la variable respecto a la senda objetivo, ante la duda de si provienen de decisiones del público relativas a la composición de sus carteras de activos o, por el contrario, se deben a movimientos en la renta y el gasto nominales. Y si ello obliga a estar constantemente atentos a la marcha de la velocidad de circulación, se podría estar tentado a afirmar que, entonces, la variable efectivamente perseguida es la renta nominal.

Pero hemos dicho a «corto plazo», y ello aconseja recordar que los defensores de la validez de ALP han subrayado siempre

que la estabilidad de la función de demanda sólo justifica una política establecida con objetivos a largo plazo. Se trata, como dice el Banco, de «proporcionar un anclaje sólido al mantenimiento de la estabilidad de los precios y la disciplina financiera»

A la vista de todo ello, a uno le puede dominar la sensación de que, una vez más, se ha cumplido la llamada «ley de Goodhart»: es decir, que ALP ha dejado de ser útil desde el mismo momento en que, en 1984, se convirtió en objetivo monetario. No podemos negar que una cuidadosa elaboración econométrica puede llevar a estimar funciones de demanda consideradas capaces de recoger los cambios producidos por el proceso de innovación financiera y mostrar una estabilidad aceptable, pero ello no es óbice para mantener un creciente escepticismo respecto a la relación entre dichas funciones de demanda de dinero y la instrumentación de la política monetaria en la realidad.

En lo que no cabe discrepancia alguna es en la presente necesidad de mantener un objetivo monetario en una economía como la española, en la cual las tentaciones inflacionistas distan mucho de estar vencidas, y donde el otro gran instrumento estabilizador, la política fiscal, parece imposible que cumpla tal misión. Nos hallamos así ante la última de las grandes cuestiones relativas a la política monetaria.

e) *Regulación y discrecionalidad*

El paso del tiempo ha limado las aristas teóricas de las dos grandes escuelas de pensamiento —monetarista y keynesiana— que durante las dos últimas décadas han mantenido posiciones

contrapuestas sobre el papel de la política monetaria como instrumento de estabilización económica y respecto a su adecuada instrumentación. Hoy en día es posible, sin ser motejado de una u otra cosa, afirmar que, para que la política monetaria sea el instrumento estabilizador rápido y eficaz que la teoría enseña, conviene evitar fluctuaciones excesivas respecto a una tasa de crecimiento semejante a la de la renta nominal a largo plazo y, al tiempo, preconizar sin rubor que su eficaz ejecución requiere un inevitable grado de discrecionalidad por parte de los bancos emisores.

El esquema clásico de esa política de control monetario consiste, como hemos visto, en la elección de una variable —a veces varias— cuya tasa de crecimiento a medio plazo es públicamente anunciada como objetivo a controlar por el banco emisor. Ello tiene la virtud indiscutible de facilitar la resistencia del banco central frente a posibles presiones externas que intenten acomodar dicho objetivo a las exigencias del ciclo político. A ello se añade el que si el objetivo está formulado para plazos medios, puede actuar en más de una ocasión como contrapeso a la habitual tendencia de los bancos emisores a conceder mayor atención al corto plazo.

Pero, indudablemente, la ventaja capital de ese esquema reside en que, por responder a un marco bien discutido y teóricamente coherente, suministra un patrón respecto al cual juzgar la actuación del banco central y evitar que las posibles desviaciones respecto a la senda-objetivo se disfracen en explicaciones imprecisas —de ahí la ventaja de contar con una única variable objetivo en lugar de dos o más, por

muy estrechamente ligadas que estén.

La realidad ha demostrado, una y otra vez, no obstante, la necesidad de otorgar al banco emisor un cierto grado de discrecionalidad en la ejecución de la política monetaria. Efectivamente, pueden presentarse, en ocasiones, acontecimientos imprevistos —un crecimiento real de la economía superior al previsto, como sucedió en España el año pasado— que aconsejen modificar el objetivo establecido; o quizá se revele necesario realizar ajustes a corto plazo en la variable instrumental para conseguir el objetivo intermedio a medio plazo —tal sería el caso de un incremento temporal en la oferta de activos de caja ante entradas masivas de capital a corto que se estiman transitorias por deberse a diferenciales pasajeros de tipos de interés. Ambas situaciones plantean, en todo caso, al banco emisor el dilema de ponderar acertadamente los costes económicos y políticos de sus decisiones.

La conclusión final, como frecuentemente sucede en economía, es que no podemos ofrecer una respuesta inequívoca. Una independencia total —en el caso de que fuese posible— del banco central respecto a los poderes políticos democráticamente elegidos no es ni posible ni recomendable, pues alejaría a esta institución clave de nuestro entramado económico de la necesaria responsabilidad ante la opinión pública; la hipótesis contraria es igualmente rechazable, porque dejaría al banco emisor inerte ante las presiones políticas del momento, impidiéndole llevar a cabo su importantísima política estabilizadora.

### 3. Conclusiones inciertas

Después de más de quince años de aplicación del mismo esquema de política monetaria nuestro banco emisor, al igual que los de otros grandes países occidentales, se enfrenta al angustioso interrogante de saber si dicho esquema sigue siendo válido en unas condiciones muy diferentes de las reinantes cuando se produjo su nacimiento.

La irrupción masiva del Estado en los mercados de capitales para financiar enormes déficit presupuestarios, la innovación financiera, la movilidad internacional de los flujos de capitales, entre otros factores, han perturbado de tal forma la relación entre la tasa de crecimiento de la variable monetaria intermedia y la marcha de los objetivos finales de la política económica que algunos bancos centrales han abandonado por completo el seguimiento de la cantidad de dinero, otros han cambiado la variable elegida para representarla y, por último, algunos comenzaron hace tiempo a tomar en consideración simultáneamente otro tipo de variables.

El Banco de España cambió en 1984 la definición de variable intermedia, relegando M3 en favor de ALP. Después de tres años de relativa calma, 1987 puso en duda la validez de ALP para la función que se supone debe cumplir. No sólo su relación con la variable instrumental que el Banco controla directamente parece ser inestable, sino que, dada su composición, ALP es tan sensible a las fluctuaciones de los tipos de interés a corto promovidas por la actuación del propio Banco que cabe dudar que tolere las de magnitud necesaria para recon-

ducir la variable intermedia a su senda-objetivo.

La situación se ha hecho más compleja a medida que el progresivo dismantelamiento de los controles de cambio no permite ya manejos encontrados, o simplemente desconectados, de la política monetaria interna y de la política de cambios. Además, cuando nuestra integración en la Comunidad Económica Europea y en sus mecanismos institucionales sea más completa, nos encontraremos obligados a conducir nuestra política económica hacia el modelo predominante en los países rectores de la Comunidad. Para la política monetaria ello supondrá una pérdida inevitable de grados de libertad —cuestión que frecuentemente se suele confundir con la pérdida de soberanía política.

Todo indica que en el momento actual —con una variable monetaria intermedia de dudosa eficacia y en el camino sin retorno hacia la unidad monetaria europea— acaso debiera abrirse inmediatamente un debate sobre la conveniencia de adoptar como objetivo de la política monetaria el tipo de cambio nominal y fijar las condiciones que deberían cumplirse para nuestra entrada en el SME.

En tanto esas decisiones no se adopten oficialmente, sería aconsejable concebir el actual sistema de instrumentación de la política monetaria no como un armazón rígido sino como un sencillo mecanismo para la articulación flexible y eficaz del objetivo final y sempiterno de la política monetaria: la estabilidad a largo plazo de los precios.

### NOTAS

(1) Banco de España, *Informe Anual 1972*, páginas 188-193.

(2) «Cambios recientes en la instrumentación de la política monetaria», Banco de España, *Boletín Económico*, febrero 1984.

(3) Véase I. Mauleón, J. Pérez y B. Sanz «Los activos de caja y la oferta de dinero». Banco de España, *Estudios Económicos*, 1986.

(4) Ignacio Mauleón, «La demanda de dinero reconsiderada», Banco de España, *Documento de Trabajo* n.º 8.709.

(5) Mauleón, *Ibidem*, pág. 55

(6) Véase Mauleón, *Ibidem*, «Apéndice», páginas 61-67.

(7) Mauleón, *Ibidem*, páginas 44, 45 y 48.

(8) Vid. Paul Atkinson y J.-C. Chouraqui, «The Formulation of Monetary Policy: A Reassessment in the light of Recent Experience», OECD, *Working Papers*, n.º 32, 1986.

(9) Vid. R. Ortega, «Presente y futuro de la política de deuda pública en España» en La nueva era de la Deuda Pública en España. PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.º 33, 1987.

(10) Vid. Banco de España «Los objetivos de la política monetaria para 1988», *Boletín Económico*, enero 1988.

(11) Una opinión autorizada es la de L. A. Rojo y J. Pérez en «La política monetaria en España: objetivos e instrumentos», Banco de España, *Estudios Económicos*, n.º 10, 1977.