

LA EVOLUCION DEL EFECTIVO EN MANOS DEL PUBLICO

Una primera aproximación al análisis de la trayectoria del efectivo en manos del público desde 1974 es el tema central de este trabajo de **Gabriel Quirós**. El autor, tras analizar la evolución de esta magnitud tanto a largo como a corto plazo, estudia las posibles variables explicativas, financieras y no financieras, de la demanda de dinero efectivo. Finalmente, nos ofrece unas interesantes conclusiones, sobre todo en lo que se refiere al cambio de tendencia registrado a partir de 1985, e incluye una breve nota (en recuadro) acerca del método de estimación del efectivo en manos del público (*).

I. INTRODUCCION

LA trayectoria del efectivo en manos del público, expresado en términos reales, ha sufrido un cambio de tendencia en torno a 1985. Frente a la evolución descendente de sus saldos reales observada hasta ese año, el efectivo en manos del público ha experimentado un crecimiento acelerado desde entonces. Este fenómeno es aparentemente contradictorio con los efectos de la innovación financiera sobre los medios de pago. Las causas que potencialmente explican lo sucedido son diversas, pero no son fáciles de separar y, sobre todo, de cuantificar.

Se realiza aquí una aproximación al problema, analizando lo ocurrido desde 1974. En los apartados II y III se estudia la evolución del efectivo a largo y a corto plazo, respectivamente. En el apartado IV se exponen los resultados de la búsqueda de variables explicativas de la demanda de dinero efectivo, tanto financieras como no financieras. Finalmente, en el apartado V se resumen las conclusiones del trabajo. Se incluye un recuadro en el que se hace una reflexión so-

bre el método de estimación del efectivo y se valoran las dificultades existentes.

II. EVOLUCION A LARGO PLAZO DE LA SERIE DEL EFECTIVO EN MANOS DEL PUBLICO

El rasgo más destacable de la evolución del efectivo a lo largo del período analizado es que se han producido diversas inflexiones en su tendencia (véase gráfico 1).

Expresado en términos nominales, las aceleraciones o desaceleraciones en su tasa de crecimiento tendencial, T_{12}^{12} , darían lugar a la distinción de varias fases (cuadro n.º 1).

Desde esta perspectiva, la evolución a largo plazo de la demanda de dinero efectivo parece influida y, en cierta medida, modificada, por tres episodios:

- 1) La reforma fiscal de octubre de 1977.
- 2) El resultado de las elecciones generales de octubre de 1982, con las consiguientes ex-

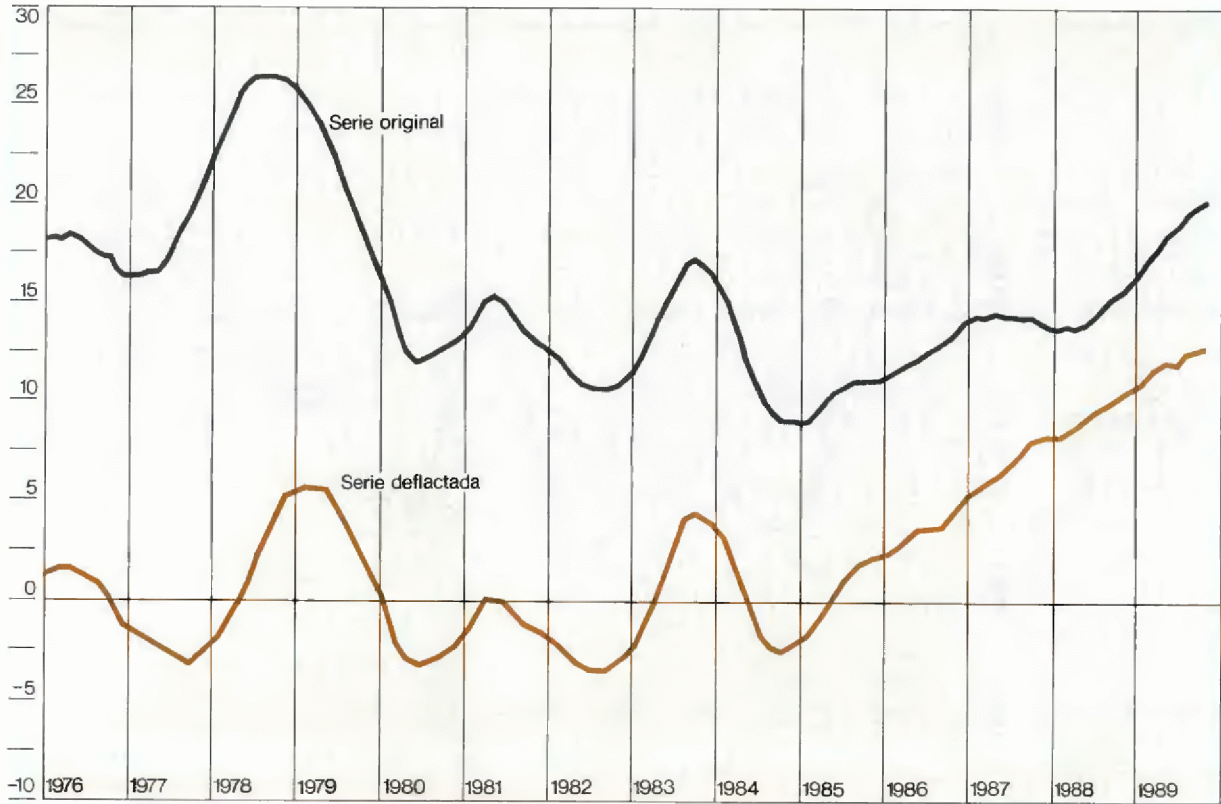
pectativas de profundización en la reforma fiscal.

- 3) La implantación del IVA en enero de 1986 y el reforzamiento, en los últimos años, de la inspección fiscal sobre rendimientos financieros.

Las expectativas e incertidumbres asociadas a estos cambios parecen haber atribuido al efectivo un cierto atractivo como depósito transitorio de valor que facilita el ocultamiento a la Administración tributaria de las transacciones corrientes y de los desplazamientos desde unos activos a otros.

Sin embargo, existe un elemento cualitativo que *diferencia el tercer episodio* de los dos primeros. En éstos, tras un período de ajuste más o menos largo, se produjo finalmente un retorno de la tasa de crecimiento hasta niveles inferiores a los de partida. Por el contrario, la introducción del IVA ha supuesto una inflexión al alza del crecimiento a largo plazo, que no ha sido corregida como en los dos primeros casos. La razón debe encontrarse en que, mientras que en aquellos casos la perturbación externa tuvo su origen en incertidumbres y expectativas que no fueron totalmente corroboradas por los hechos, en el caso de la implantación del IVA se ha tratado de la puesta en vigor de una nueva legislación fiscal con alta capacidad de control sobre las transacciones comerciales. Por tanto, puede haberse producido una intensificación del uso del efectivo en transacciones productivas o financieras con el fin de evitar su transparencia. Esta doble función del efectivo —como depósito de valor y como medio de pago— explicaría los fuertes aumentos de la demanda de dinero efectivo registrados en 1978 y 1983 y, en

GRAFICO 1
EFFECTIVO EN MANOS DEL PUBLICO
 Series original y deflactada por el IPC
 Tasas T 12, 12



CUADRO N.º 1

FASES DE LA EVOLUCION DEL EFFECTIVO

	Periodo (*)	Tasa de partida (porcentaje)	Ultima tasa (porcentaje)	Número de meses	Intensidad (**)
I	77/04-78/09	16,3	26,5	18	0,57
II	78/10-80/06	26,4	12,1	21	-0,68
III	82/09-83/10	10,6	17,2	14	0,47
IV	83/11-85/01	16,9	8,9	15	-0,53
V	85/02-87/03	9,0	14,5	26	0,21
VI	87/04-88/03	14,5	13,7	12	-0,07
VII	88/04-89/11	13,8	20,3	20	0,32

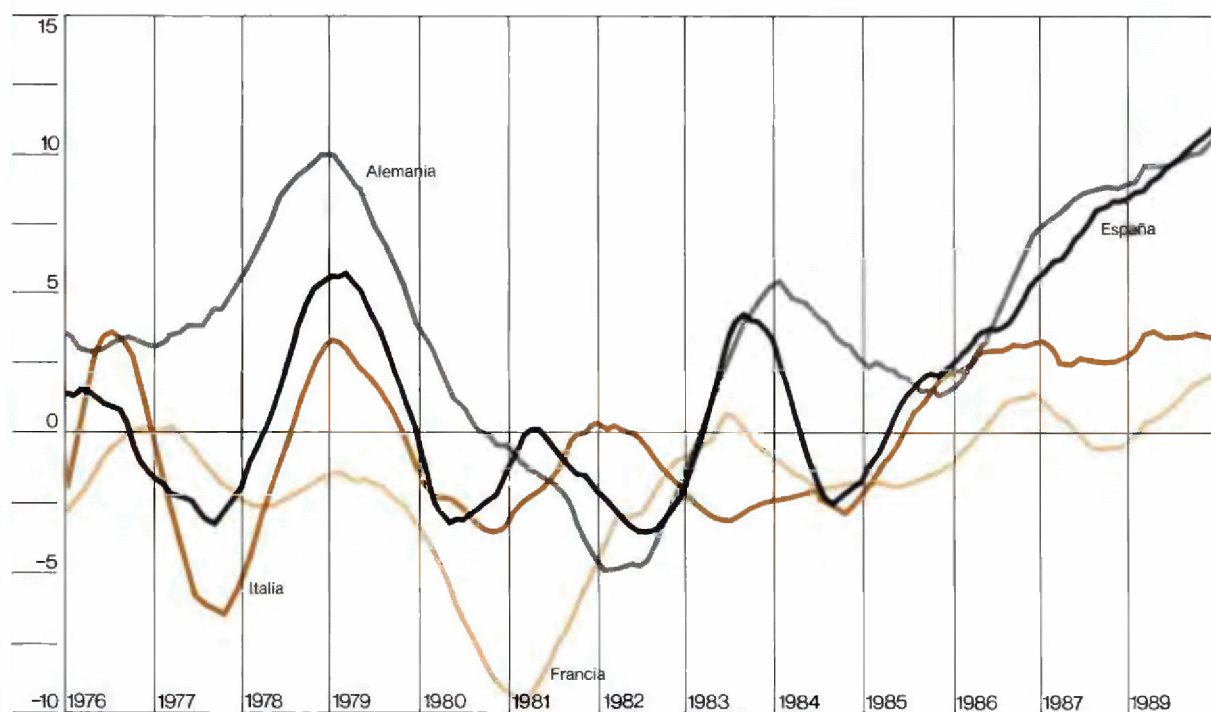
(*) En el cuadro no aparece el período comprendido entre julio de 1980 y agosto de 1982, pues no cabe identificarlo como de aceleración o desaceleración, o de transición hacia otro período, ya que la tasa de avance estuvo oscilando en el entorno del 12,5 por 100, con valores extremos situados en el 11 y el 15 por 100.

(**) Refleja la intensidad de las variaciones en el crecimiento tendencial en cada período. Se define como:

$$\frac{\text{Ultima tasa} - \text{tasa de partida}}{\text{Núm. de meses del período}}$$

El signo (+) —ausencia de signo— indica período de aumento en la tasa de crecimiento del efectivo, el signo (-) indica período de caída en la tasa de crecimiento de la serie. La intensidad de la aceleración o desaceleración aumenta con el valor absoluto del *ratio*.

GRAFICO 2
EFFECTIVO
Términos reales
Tasas T₁₂, 12



algún grado también, la fase expansiva iniciada en 1986.

Si se expresa en términos reales (véase gráfico 1), se obtiene aproximadamente el mismo perfil. No obstante, destaca un dato: desde que se inició la última fase de crecimiento, en octubre de 1984 (momento en que la tasa de crecimiento T_{12}^{12} fue negativa: $-2,5$ por 100), la tasa *ha aumentado mes a mes* hasta noviembre de 1989 (con la excepción de mayo, junio y julio del último año, en los que la T_{12}^{12} permaneció constante) y ha ascendido en ese último mes a $12,8$ por 100. Este último valor contrasta con el máximo alcanzado en el período anterior a octubre de 1984: $5,7$ por 100, que se dio en abril de 1979.

Así pues, en términos reales, la actual fase de expansión de la demanda de dinero efectivo es la más importante desde 1974.

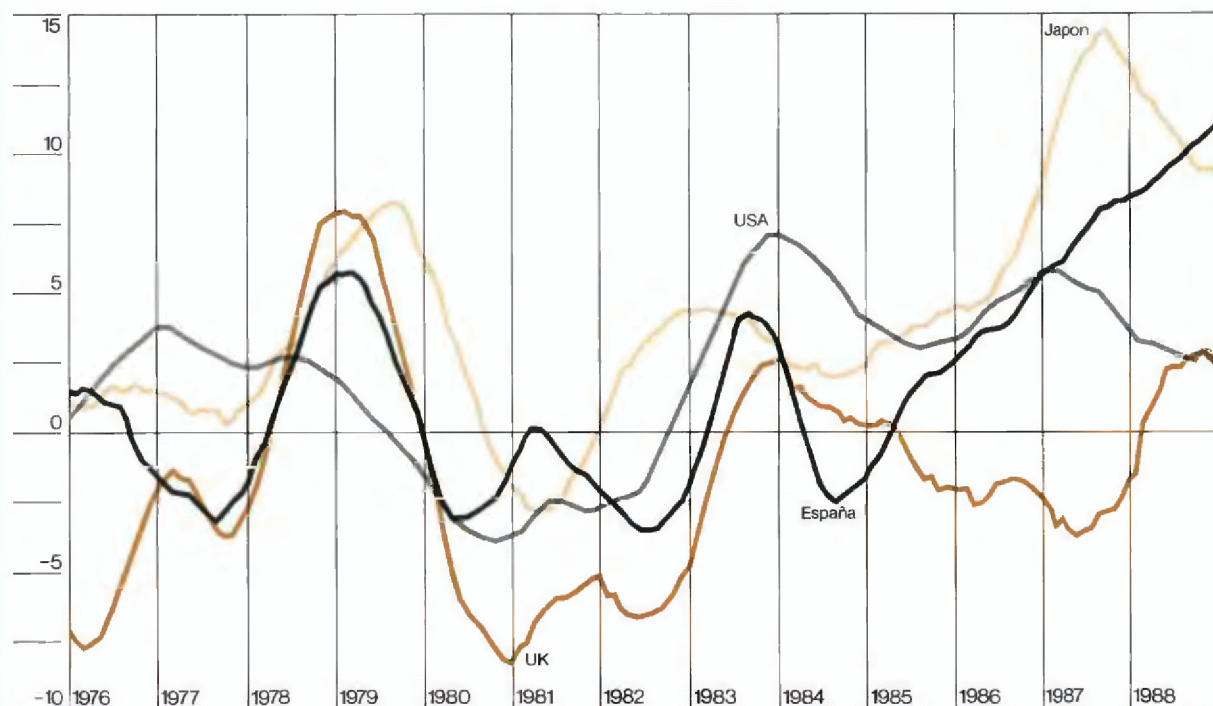
Por tanto, puede concluirse que hasta 1985 se ha mantenido una tendencia a la disminución a largo plazo de la demanda de efectivo, lo cual es coherente con los efectos esperados del proceso de innovación financiera sobre los medios de pago. En cambio, esta conclusión no se puede mantener entre 1985 y 1989, ya que en este período se ha manifestado una clara tendencia de signo contrario.

La comparación, en términos reales, de la evolución de la serie española de efectivo con la de

otros países (ver gráficos 2 y 3) muestra un aspecto importante. Se da una cierta homogeneidad en el perfil de la tendencia a largo plazo para los siete países objeto de la comparación —incluida España—, que se aproxima al correspondiente al ciclo económico de los países industrializados en el período analizado: recuperación de la actividad económica a finales de la década anterior; interrupción de la fase anterior con la segunda crisis del petróleo, en 1979-1980; fase depresiva, 1980-1982, y recuperación a partir de 1983.

De esta forma, la demanda de efectivo parece dominada en términos generales, en su tendencia a largo plazo, por las necesi-

GRAFICO 3
EFFECTIVO
 Términos reales
 Tasas T 12, 12



dades de medios de pago para instrumentar las transacciones. Sin embargo, con la información disponible, no es conveniente profundizar en la comparación concreta país a país, ya que peculiaridades específicas deben determinar el comportamiento de la demanda de dinero efectivo en cada economía, como es evidente en la experiencia española. Si se exceptúan los casos de Alemania y Japón, cuyas demandas de dinero efectivo deben de estar sujetas a perturbaciones procedentes de alteraciones de las expectativas mantenidas en los mercados cambiarios internacionales, así como a un aumento de la demanda de sus monedas pro-

cedente de determinadas áreas comerciales, se concluye que la evolución del efectivo en España ha mantenido una aceleración muy por encima de la experimentada en el resto de los países desde 1986.

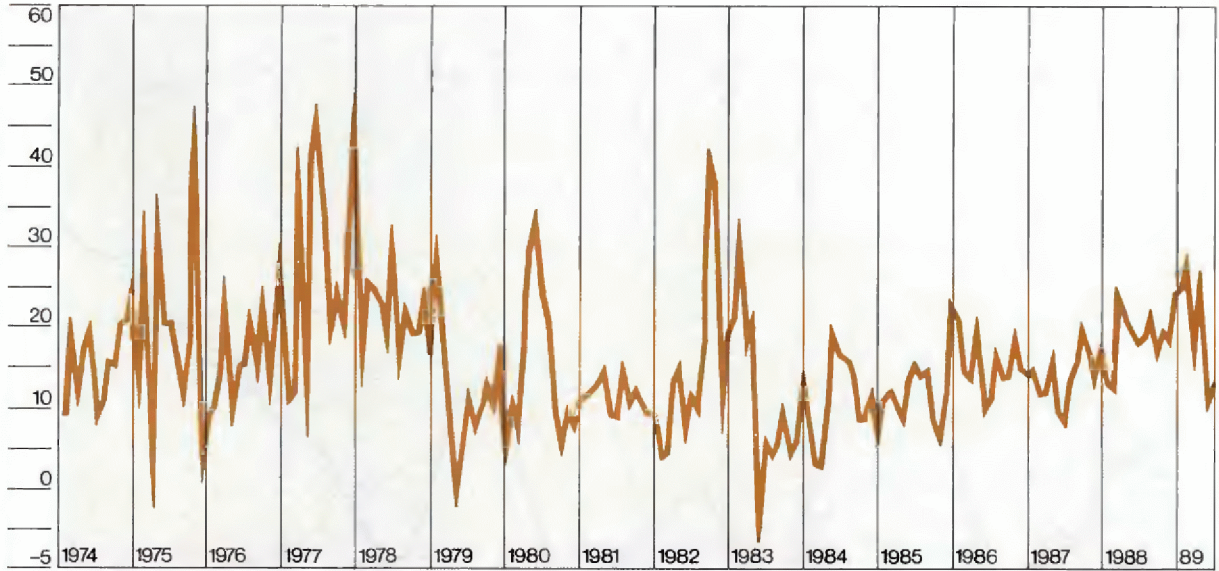
III. EVOLUCION A CORTO PLAZO DEL EFECTIVO EN MANOS DEL PUBLICO

Junto a la evolución de la tendencia, es conveniente identificar cuáles han sido los momentos en los que se han producido las mayores perturbaciones en la serie del efectivo. El crecimiento in-

termensual anualizado del efectivo, T_1 (ver gráfico 4), alcanzó sus valores más altos en:

- 1) Noviembre de 1975: 47,4 por 100. Fallecimiento del anterior Jefe del Estado.
- 2) Julio y junio de 1977: 46,4 y 42,2 por 100, respectivamente. El 15 de junio se celebraban las primeras elecciones generales de la etapa democrática.
- 3) Enero de 1978: 48,7 por 100. En ese mes se publicaron una serie de disposiciones que desarrollaban la Ley de Medidas Fiscales Urgentes, entre las que cabe destacar la referente a la obligatoriedad de bancos y cajas

GRAFICO 4
EFFECTIVO EN MANOS DEL PUBLICO
Tasas intermensuales anualizadas



Desviación típica anual de la T 1, 1

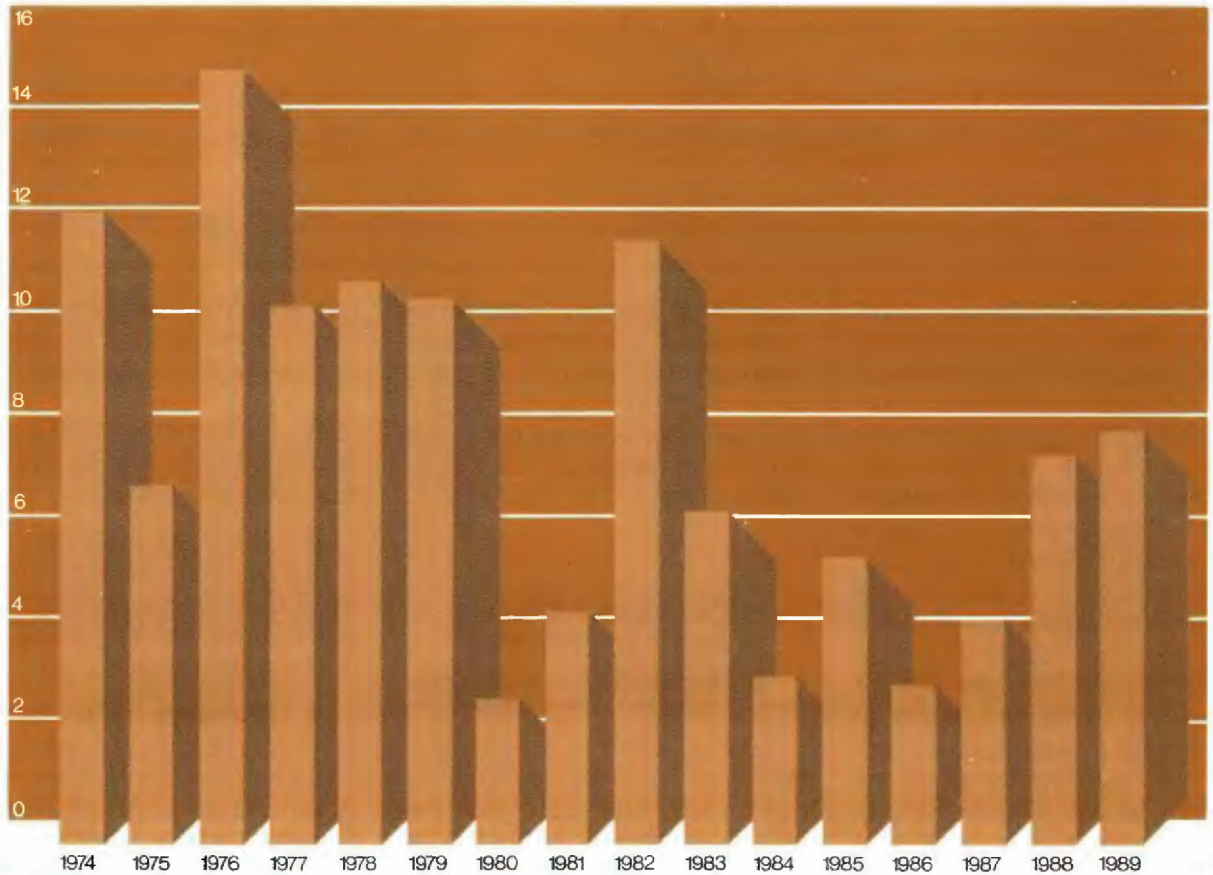
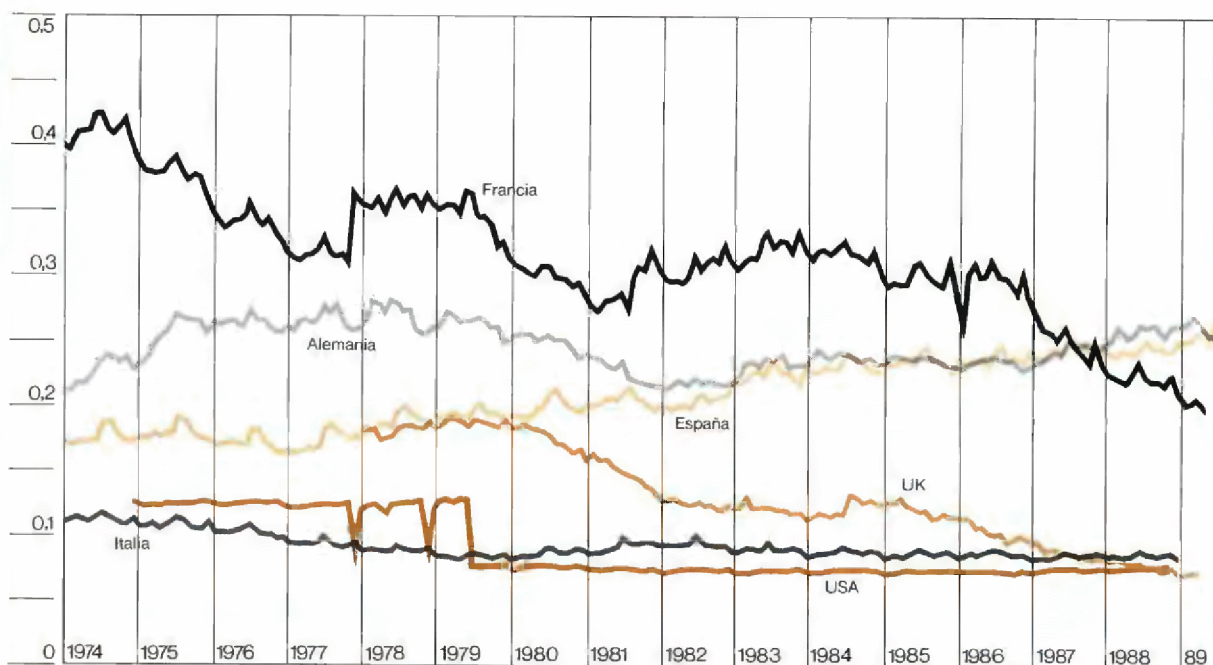


GRAFICO 5
PROPORCION DEL EFECTIVO SOBRE
ACTIVOS FINANCIEROS ALTERNATIVOS
(Ratio efectivo/M2 sin efectivo)



de facilitar información sobre las cuentas bancarias de sus clientes a efectos de inspección fiscal.

4) Octubre y noviembre de 1982: 42,7 y 39 por 100, respectivamente. Elecciones generales y mayoría del PSOE.

Se puede aproximar un indicador del grado de variabilidad o estabilidad del crecimiento del efectivo a través de la desviación típica de los valores de la T_1^1 en cada año. Como se observa en el gráfico 4, los valores más altos alcanzados por esta variable se dan en los años iniciales del periodo considerado y en las fases de aceleración intensa del crecimiento tendencial del efectivo. En cambio, en la fase iniciada en 1985 no se alcanza la erraticidad

de la tasa de crecimiento de efectivo a corto plazo de años anteriores, aunque sí se observa una ruptura de la tendencia a la disminución de la desviación típica iniciada en 1983. Sin embargo, esta ruptura se da desde 1987, coincidiendo con el brusco crecimiento de billetes en el extranjero, por lo que podría estar asociada, como se señala en el recuadro, a este fenómeno.

IV. RELACION DE LA DEMANDA DE EFECTIVO CON OTRAS VARIABLES

Una vez que se han expuesto las características más destacables de la evolución del efectivo y se han avanzado algunos fac-

tores explicativos de la misma, se resumen a continuación diversos resultados sobre la relación del efectivo con otras variables. En primer lugar, se aproximan las preferencias del público por el efectivo en relación a otros activos financieros sustitutos, comparando el caso español con el de otros países. En segundo lugar, se relaciona la demanda de efectivo con variables representativas del gasto y del producto de la economía; en concreto, se exponen diversos aspectos cualitativos y cuantitativos que tratan de clarificar el poder explicativo sobre la demanda de dinero efectivo de variables como el consumo privado, la renta nacional bruta disponible y la masa salarial.

1. Activos financieros alternativos

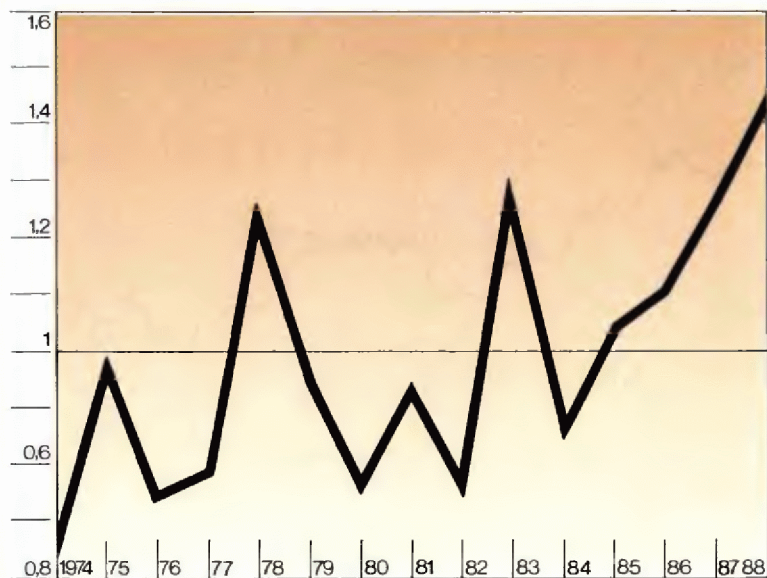
En el gráfico 5 se representa el *ratio* efectivo/ $(M_2\text{-efectivo})$ para diferentes países. La heterogeneidad con que M_2 es definido en cada país impide comparar dicho *ratio* en valores absolutos. Sin embargo, si es útil observar cómo, mientras en los cinco países objeto de la comparación la proporción que el efectivo supone respecto de M_2 tiende a disminuir o se mantiene estable en torno a un valor medio, en el caso español aumenta de forma continuada.

Aunque habría que considerar, a su vez, los procesos de sustitución entre M_2 y agregados monetarios más amplios, resulta incuestionable el aumento de la preferencia de las empresas y familias por el efectivo en relación con activos financieros con los que mantiene un alto grado de sustituibilidad. Este resultado es especialmente importante, pues se mantiene a pesar de que en los dos últimos años el coste de oportunidad de mantener efectivo, frente a depósitos de ahorro y a la vista, ha experimentado un fuerte aumento como consecuencia de la liberalización de los tipos de las operaciones de pasivo del sistema bancario.

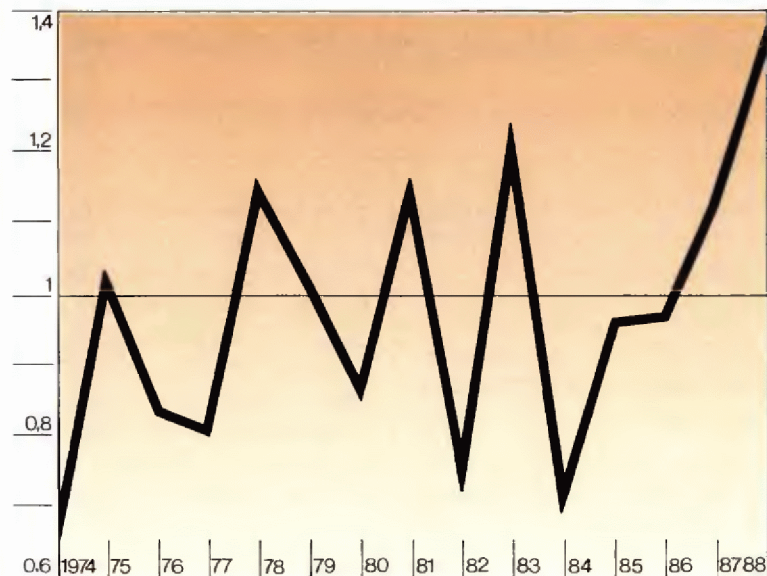
2. Renta nacional bruta disponible

Los modelos teóricos de la demanda de efectivo, como los de Baumol (1952) u Orr (1970), tienden a predecir una elasticidad del efectivo respecto de la renta comprendida entre 0,5 y 1. Se trata de una demanda de efectivo justificada exclusivamente por el motivo transacciones, que dependen positivamente de los costes (no solamente monetarios) de la con-

GRAFICO 6
ELASTICIDAD DE LA DEMANDA DE EFECTIVO
Elasticidad efectivo/Consumo privado



Elasticidad efectivo/Renta Nacional bruta disponible

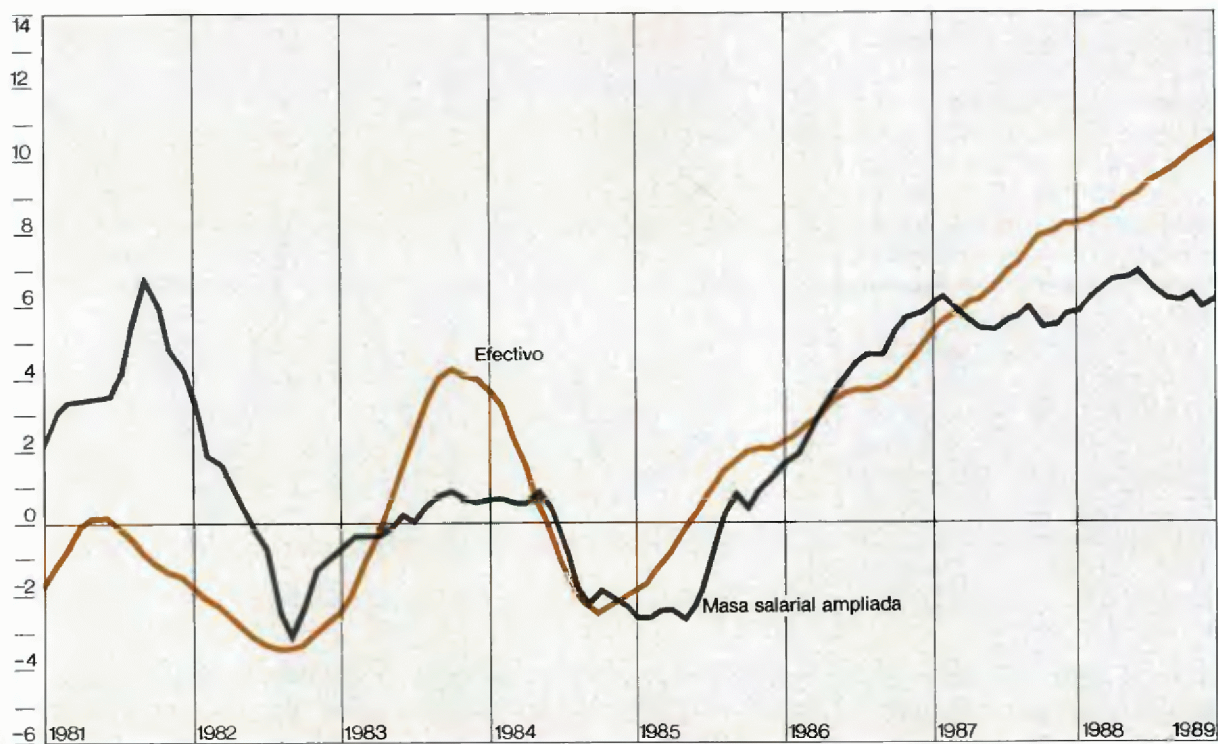


versión en efectivo de activos financieros alternativos y negativamente del coste de oportunidad de mantener efectivo.

Como se puede observar en el

gráfico 6, hasta 1987 los valores puntuales de la elasticidad de la demanda de efectivo respecto de la renta nacional bruta disponible, obtenidos como simple cociente de las variaciones relativas de am-

GRAFICO 7
EFFECTIVO Y MASA SALARIAL AMPLIADA
 Términos reales
 T 12, 12



bas variables, se ajustan razonablemente bien a la hipótesis teórica, salvo para los años 1978, 1981 y 1983. Para 1978 y 1983, como ya ha quedado explicado, el desajuste se justificaría suficientemente por la reforma fiscal y el cambio de partido en el gobierno. En ambos casos, como sucede en el análisis de la tendencia de la demanda de dinero efectivo para ambos periodos, la elasticidad vuelve a caer en los años posteriores. Sin embargo, a partir de 1986 se produce un crecimiento de la elasticidad en los dos años siguientes, alcanzando un valor de 1,35 para 1988.

En el Servicio de Estudios del

Banco de España se han estimado diferentes modelos de predicción de la demanda de efectivo: Sanz (1979), Espasa (1980), Dolado (1982), Sanz y Dolado (1982), Espasa y Gómez (1989). En todos ellos, las variables explicativas que aparecen como significativas han sido el PIB y el IPC (o el índice de coste de vida, en su momento), con elasticidades próximas a 1 para el caso del IPC y valores menos homogéneos —entre 0,5 y 1, si se excluye el último trabajo citado— para el caso del PIB.

3. Consumo privado

La elasticidad de la demanda de dinero efectivo respecto del gasto en consumo privado se ajusta mejor a las predicciones de los modelos teóricos, en la medida en que se acerca más a 0,5 que en el caso de la renta nacional bruta disponible; por otro lado, no resulta sorprendente que así sea, dado que se excluye el gasto público, el gasto en inversión y la demanda neta exterior que, evidentemente, no deben utilizar efectivo como medio de pago. En este caso, desaparece la elasticidad superior a la unidad hasta 1985, excepto para los justificables años de 1978 y 1983.

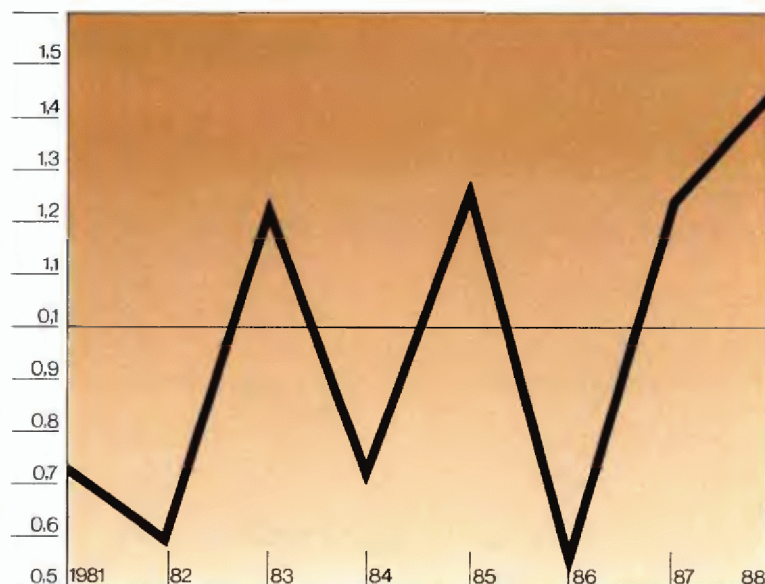
Sin embargo, el extraordinario aumento de la elasticidad desde 1985 induce a pensar que la demanda de efectivo ha dejado de estar dominada en los últimos años por su utilización como medio de pago en las operaciones de gasto de consumo, siendo probable que se haya producido un aumento de la demanda de dinero efectivo para la instrumentación de transacciones, productivas y financieras, como forma de mantenerlas ocultas a la Administración tributaria. Esta interpretación puede ser matizada en la medida en que se haya utilizado el efectivo como medio de convertir activos fiscalmente opacos en liquidez para instrumentar gasto de consumo; de esta forma se explicaría parte del fuerte aumento de la elasticidad de la demanda de efectivo respecto del gasto en consumo: una mayor proporción del consumo se pagaría mediante efectivo.

Por todo esto, no debe extrañar que si se realiza la regresión, con datos anuales en diferencias logarítmicas, de la serie del efectivo sobre el consumo privado se obtenga un coeficiente de 0,6, con un *t-ratio* de 1,8, lo que refleja un poder explicativo muy pobre del gasto en consumo sobre la demanda de efectivo.

4. Masa salarial

Por último, se han realizado diversos *tests* sobre la relación entre la masa salarial «ampliada» y el efectivo en manos del público. Se ha utilizado como indicador de la masa salarial el producto del número de asalariados (obtenido a través de la encuesta trimestral sobre la población activa) y la ganancia media por persona y mes (obtenida por la encuesta mensual de salarios del INE).

GRAFICO 8
ELASTICIDAD DE LA DEMANDA DE EFECTIVO
Elasticidad efectivo/Masa salarial ampliada



Puesto que se trata de recoger aquellas rentas que utilicen más intensamente el efectivo como medio de pago, se ha ampliado ese indicador con el volumen de pensiones pagado por la seguridad social y el total de pagos percibidos a través del seguro de desempleo.

El análisis se ha realizado desde 1980, y se ha obtenido un valor en torno a 0,85 para la regresión, en valores absolutos, de la serie del efectivo sobre la masa salarial ampliada; además, en dicha regresión se detecta una clara relación de cointegración entre ambas variables. En el gráfico 7 se puede observar cómo, en efecto, ambas variables se mueven conjuntamente hasta principios de 1987. Concretamente, la tasa de crecimiento tendencial más baja para cada variable se obtiene casi al mismo tiempo: para el efectivo se da en enero

de 1985 y para la masa salarial tan sólo un mes más tarde. Es evidente, por tanto, que el cambio de tendencia de la serie del efectivo queda bien explicada por el cambio de tendencia de la masa salarial ampliada.

Sin embargo, cabe hacer varias puntualizaciones. En primer lugar, la menor longitud de la serie de la masa salarial impide obtener una contrastación más completa de la relación entre esta serie y el efectivo en manos del público. En segundo lugar, de la comparación de los gráficos 6 y 8 se deduce que los perfiles de las elasticidades del consumo privado, la renta nacional bruta disponible y la masa salarial ampliada son similares. Y por último que, a pesar de que para 1985 la elasticidad del efectivo respecto de la masa salarial ampliada es superior a la unidad, en el gráfico 7 se observa cómo los perfiles

respectivos de ambas series, en términos reales, se ajustan estrechamente entre la primera mitad de 1984 y principios de 1987. En cambio, desde el segundo trimestre de 1987 se rompe el movimiento conjunto de ambas variables, e incluso adoptan perfiles diferenciados: aceleración en el crecimiento de la demanda de dinero efectivo y estabilidad en el crecimiento de la masa salarial. El cambio de metodología de la encuesta de salarios en el primer trimestre de 1989 distorsiona la comparación de la serie de efectivo con la de la masa salarial, por lo que, por el momento, se utilizan datos hasta diciembre de 1988. En cualquier caso, lo sucedido en ese año con ambas series refuerza los indicios de que la evolución reciente de la demanda de dinero efectivo no refleja exclusivamente su uso como medio de pago.

V. CONCLUSIONES

1. A diferencia de lo ocurrido hasta 1985 con los efectos de los cambios de carácter fiscal (1978) y político (1982) sobre la tendencia de efectivo en manos del público, la actual expansión de este componente de ALP no se percibe como un fenómeno transitorio o de corta duración, ya que se sitúa en su cuarto año consecutivo, lo que constituye, con mucho, la fase expansiva más larga del período analizado.

2. El cambio de tendencia de la serie está claramente asociado con el protagonismo de la demanda interna en la fase de recuperación de la economía española que se inicia a mediados de 1985 y, especialmente, con la mejora en la situación del mercado de trabajo, como lo prueba la estrecha relación con el fuerte

crecimiento de la masa salarial, ampliada con las pensiones pagadas por la seguridad social y con los subsidios de desempleo percibidos por los trabajadores no ocupados.

3. Sin embargo, el motivo transacciones no puede explicar, por sí solo, la aceleración del crecimiento de la demanda de efectivo desde el año 1986, como lo refleja el relajamiento de la relación entre efectivo, de un lado, y consumo privado, renta nacional o masa salarial ampliada, de otro, a partir de ese año.

4. La ocultación de determinadas transacciones, tanto de bienes y servicios como de activos financieros, frente a la exigencia de cumplimiento más estricto de las obligaciones fiscales, ha actuado como un factor impulsor de la demanda de efectivo. La implantación del IVA en enero de 1986 y el reforzamiento de la inspección fiscal sobre los rendimientos de la riqueza financiera del público en los últimos años parecen explicar buena parte del aumento del efectivo en manos del público. Sin embargo, aunque todos los indicios subrayan la importancia que los efectos de la actividad económica sumergida y la búsqueda de opacidad fiscal deben estar teniendo sobre la demanda de efectivo, conviene reseñar otros fenómenos que deben de aminorar la posible incidencia de estos factores. Por un lado, el afloramiento de importantes zonas de economía sumergida durante 1988 debe de haber afectado negativamente al uso del efectivo como medio de pago. Por otro, la aparición de activos financieros dotados de opacidad fiscal, como los pagarés del Tesoro, las operaciones de seguro de prima única, las transferencias de créditos y los pagarés forales, debe de haber reducido

la demanda de dinero efectivo como depósito de valor.

5. La coincidencia aproximada en el tiempo del debilitamiento de la relación entre el crecimiento del efectivo y el gasto o la renta con la realización de fuertes plusvalías en el mercado inmobiliario, y con la posterior investigación fiscal sobre la riqueza mantenida en seguros de prima única y en transferencias de activos, constituyen explicaciones adicionales del comportamiento reciente de la serie. En ambos casos, el dinero efectivo se demandaría como depósito de valor transitorio previo al desplazamiento hacia otro tipo de activos opacos fiscalmente, o hacia el gasto en bienes de consumo duradero o en servicios.

6. En definitiva, la aceleración del crecimiento de la demanda de dinero efectivo en los últimos años ha estado impulsada, en parte, por la expansión de la economía sumergida; sin embargo, las perturbaciones que la demanda de efectivo ha sufrido, debidas a su mayor utilización como depósito de valor, impiden que su crecimiento sea utilizado como una indicación directa de la evolución de la economía sumergida, del gasto nominal, o del carácter de la política monetaria.

NOTA

(*) El autor desea expresar su agradecimiento por la valiosa colaboración y los beneficiosos comentarios recibidos de numerosos miembros del Servicio de Estudios del Banco de España durante la elaboración del artículo. Las posibles deficiencias del mismo son, obviamente, de su exclusiva responsabilidad.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- BAUMOL, W. J. (1952): «The transactions demand for cash: An inventory theoretic approach», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 66, noviembre.
- DOLADO, J. A. (1982): «Modelización de la demanda de efectivo en España (1967-1980)», *Documento de trabajo*, n.º 8215, Banco de España, Servicio de Estudios.
- ESPASA, A. (1980): «Las elasticidades precio y renta en la determinación del efectivo en manos del público», *Estadística Española*, número 89, octubre-diciembre.
- y GÓMEZ, R. (1989): «Evolución del efectivo en manos del público en 1989 y 1990, según las predicciones de inflación y crecimiento real disponible», *Documento interno EC/1989/68*, Servicio de Estudios, Banco de España.
- ORR, D. (1970): *Cash management and the demand for money*, Praeger, Nueva York.
- SANZ, R. (1979): «Predicción del efectivo en manos del público», *Documento interno EC/1979/1*, Servicio de Estudios, Banco de España.
- y DOLADO, J. J. (1982): «Necesidades totales de billetes, 1982-1995», *Documento interno EC/1982/10*, Servicio de Estudios, Banco de España.

ESTIMACION DEL EFECTIVO EN MANOS DEL PUBLICO

El efectivo se obtiene por diferencia entre la circulación fiduciaria y las existencias de billetes y moneda metálica en las cajas de bancos, cajas de ahorros, cooperativas y crédito oficial.

Por tanto, se incluye indebidamente en el efectivo en manos del público el que está en poder de las administraciones públicas y de no residentes (entidades bancarias y turistas extranjeros básicamente). No parece que el poseído por las administraciones públicas tenga una importancia significativa, a pesar de que en el caso de las corporaciones locales la mayor parte de los ingresos provenientes de los contribuyentes se realiza en efectivo, ya que éstas los depositan inmediatamente en entidades bancarias. Además, la dispersión a lo largo del año de los calendarios de pagos de impuestos y tasas a ayuntamientos hace suponer que el efectivo en la caja de las corporaciones locales no presente picos estacionales a lo largo del año de suficiente importancia como para distorsionar la serie del efectivo.

En cuanto al efectivo poseído por no residentes, puede que alcance niveles importantes en los periodos de afluencia de turistas extranjeros, por lo que entonces se debe producir una sensible sobrestimación del efectivo en poder de empresas y familias. Sin embargo, en términos desestacionalizados, esa sobrestimación debe que-

dar corregida. Tan sólo en la medida en que se produzcan comportamientos erráticos en el nivel del gasto de los turistas o en sus formas de pago, de un año para otro, la serie del efectivo quedaría afectada a través del cálculo de sus factores estacionales. Pero, en cualquier caso, se trataría de distorsiones a corto plazo en la serie que no deberían afectar a su tendencia, al menos de forma apreciable.

Un problema diferente surge como consecuencia del extraordinario crecimiento de los billetes utilizados por residentes en España en sus salidas al extranjero en los últimos tres años. Sin embargo, con la información disponible, se puede afirmar que la distorsión del carácter informativo de la demanda de dinero efectivo como indicador del gasto interno es marginal, pues el flujo de los billetes que salen de España no parece haber alcanzado hasta el momento el 1 por 100 del saldo medio mensual del efectivo. De esta forma, el crecimiento tendencial del efectivo no se vería distorsionado de forma significativa. En cambio, la brusquedad del crecimiento del flujo de billetes que salen de España, con tasas de variación interanuales que han podido superar el 100 por 100 en algunos meses, debe de haber afectado significativamente a la estimación de los factores estacionales del efectivo, y por tanto de la serie desestacionalizada a corto plazo.