

TENDENCIAS BASICAS EN LA FIJACION E INSTRUMENTACION DE LOS OBJETIVOS MONETARIOS

A lo largo de la última década, la mayoría de los bancos centrales, y entre ellos el Banco de España, han ido abandonando formas de control monetario de una cierta rigidez, de cuyo uso no se habían seguido resultados demasiado brillantes, para pasar a aplicar una política monetaria progresivamente más flexible. La rapidez de esta evolución ha producido un cierto desconcierto tanto en medios académicos como entre analistas y operadores del mercado monetario. **José Luis Escrivá** ofrece en este artículo un estudio de esas tendencias, describiendo, en primer término, algunos de los principales cambios acaecidos durante los últimos años en el contexto económico-financiero en el que se desenvuelve la política monetaria, para proceder después al análisis de la respuesta que el Banco de España ha dado a estos cambios a través de la introducción de sucesivas modificaciones en el diseño e instrumentación de la política monetaria.

I. INTRODUCCION

A medida que ha ido avanzando la década de los ochenta, el Banco de España, en coincidencia con la tendencia general de actuación de gran número de bancos centrales, ha ido instrumentando la política monetaria de forma cada vez más flexible, lo que ha supuesto un progresivo abandono de los esquemas de control monetario basados en la adopción de normas relativamente automáticas para la intervención en el mercado de dinero. Esta actitud de los bancos centrales responde tanto al convencimiento de que, en general, los periodos en los que se practicó una política monetaria basada en reglas muy rígidas se saldaron con una fuerte inestabilidad financiera, y sin lo-

gros excesivamente brillantes en términos de los objetivos finales, como a la necesidad de adaptar los diseños de control monetario a un entorno económico-financiero sometido a alteraciones profundas de carácter estructural.

La rapidez con la que se ha producido la transición de un esquema de política monetaria relativamente cerrado y bien definido a un diseño de dicha política mucho más flexible y abierto, junto a una posible inconcreción por parte de algunos bancos centrales a la hora de explicitar sus reglas de conducta, ha creado un cierto desasosiego tanto en sectores del mundo académico como en determinados círculos de analistas monetarios (1). Los primeros ven, con inquietud, cómo la modelización de la conducta

de la autoridad monetaria se hace cada vez más difícil. Los segundos observan, con desazón, cómo su trabajo de *fed watchers* está sometido a mayor incertidumbre. Desde ambos sectores se ha coincidido en reclamar la vuelta a las reglas fijas y, con frecuencia, se ha destacado que las dificultades argumentadas por las autoridades monetarias para justificar una actuación más discrecional son más bien el resultado de un manejo inadecuado de los instrumentos de política monetaria, de una selección incorrecta de indicadores, o de la existencia de determinados problemas técnicos en el proceso de control de la cantidad de dinero que no son valorados convenientemente por los que ejecutan el control monetario.

Si bien para periodos muy concretos algunas de estas observaciones pueden tener cierta virtualidad, un análisis global de la política de fijación e instrumentación de los objetivos monetarios durante los últimos años, y de los problemas que se han afrontado en ese proceso, lleva a conclusiones distintas. En este sentido, la línea argumental de este artículo, centrado en el caso español, apunta en una doble dirección:

1.º La naturaleza de los principales problemas a los que se enfrenta la conducción de la política monetaria no es ni de índole técnica ni de carácter instrumental. Por el contrario, lo que resulta sustantivo es que la realidad económica se ha hecho mucho más compleja, que los fenómenos económicos están cada vez más interrelacionados entre sí y que, al mismo tiempo, las exigencias a las que debe atender la política monetaria han aumentado. En este contexto, postular la búsqueda de reglas fijas, que supongan

reacciones muy mecánicas ante fenómenos de naturaleza e intensidad muy variables en el tiempo, sólo puede realizarse desde planteamientos excesivamente simplistas.

La experiencia española en los últimos años pone de manifiesto con bastante claridad cómo, cuando la toma de decisiones de control monetario ha de hacerse en condiciones de incertidumbre muy cambiantes, de acelerada innovación financiera, de creciente internacionalización de los mercados interiores, y con fricciones frecuentes entre las distintas vertientes de la política monetaria, la instrumentación de reglas fijas de intervención suele generar una fuerte inestabilidad financiera y resultar ineficaz, en gran medida, para alcanzar las metas fijadas.

2.º) Si se supera el análisis de episodios muy concretos de política monetaria, cuya extrapolación suele ser poco representativa, y se acude a un estudio de las tendencias más consolidadas, las actuaciones que han venido caracterizando el proceso de control monetario en los últimos años, lejos de configurar un marco de decisiones discrecionales incoherentes entre sí, como a veces se argumenta, ponen de manifiesto una trayectoria bien definida hacia un diseño más flexible de la política monetaria que permita armonizar, en la medida de lo posible, la estabilidad de los mercados monetarios y cambiarios con el mantenimiento del rigor necesario para asegurar ritmos de crecimiento del gasto nominal que resulten compatibles con los equilibrios básicos de la economía. Un proceso armonizador de este tipo, que en sí mismo constituye un reto difícil, está resultando, si cabe, más complicado de afrontar, al tener que

desarrollarse en un entorno de fuerte expansión de la demanda interna, de creciente desregulación financiera, y de progresiva integración económica y monetaria en un marco supranacional.

Este artículo se organiza en dos partes. En la primera (sección II) se destacan algunos de los principales cambios que han acaecido en los últimos años en el entorno económico-financiero en el que se desenvuelve la política monetaria. Se resaltan, en este sentido, cuestiones relativas a la estabilidad de los multiplicadores monetarios, a la pérdida de contenido informativo de los indicadores sobre la evolución de la cantidad de dinero, así como a los problemas derivados del fuerte crecimiento del déficit público y de su financiación. El estudio de estos factores no es exhaustivo, y así otras cuestiones relevantes para la política de fijación de objetivos monetarios, como el aumento de la sensibilidad de los movimientos de capitales a los diferenciales de tipos de interés con el exterior, y toda la problemática de la integración de la peseta en el Sistema Monetario Europeo, no se desarrollan en detalle.

En la segunda parte del trabajo (sección III) se analiza cómo el Banco de España, en respuesta a las transformaciones referidas anteriormente, ha ido introduciendo cambios en el diseño e instrumentación de la política monetaria.

II. CAMBIOS EN EL ENTORNO ECONOMICO-FINANCIERO

Como se ha señalado anteriormente, diferentes fenómenos de naturaleza distinta han propiciado que, en los últimos años, ha-

yan ido produciéndose cambios importantes en la forma en que el Banco de España realiza el control monetario. Si bien algunos de estos fenómenos se han originado autónomamente, otros han sido el resultado de la reacción de los agentes privados y los intermediarios financieros a las regulaciones impuestas por las autoridades económicas. A continuación, se van a analizar separadamente las características más relevantes de cada uno de estos fenómenos.

1. La inestabilidad de los multiplicadores monetarios y la controlabilidad de la cantidad de dinero.

Tradicionalmente, la controlabilidad de un agregado monetario se ha evaluado en términos de la estabilidad y predecibilidad de los términos del multiplicador que liga a la variable instrumental sobre la que el banco central puede ejercer un control directo —la base monetaria o los activos de caja del sistema bancario, normalmente— con la variable de cantidad de dinero que sirve como objetivo intermedio de la política monetaria. Esta estabilidad se ha evaluado habitualmente aplicando métodos extrapolativos a los distintos términos del multiplicador o a éste considerado en su conjunto, y en algunas ocasiones se han estimado funciones de demanda para los mismos. La estabilidad de estas funciones y los errores de predicción que se obtienen con ellas han servido para determinar el grado de control que mantiene un banco central sobre el proceso de creación de liquidez.

Es lógico esperar que la aplicación de estos métodos de previsión al multiplicador que liga,

en el caso español, la variable instrumental —los activos de caja del sistema bancario— con el objetivo intermedio —los activos líquidos en manos del público (ALP)— arroje resultados muy pobres para los últimos años, dada la intensidad de los trasvases que se han registrado entre los distintos componentes del agregado. En la base de este fenómeno se encuentran comportamientos tanto de los agentes privados como de los intermediarios financieros.

Los agentes privados han tendido últimamente a alterar con más frecuencia sus decisiones de cartera en respuesta a variaciones en la rentabilidad y fiscalidad de los distintos activos financieros, o como consecuencia de la revisión de sus expectativas sobre el curso futuro de la economía, lo que ha introducido una mayor irregularidad en la evolución de las series monetarias. Este hecho ha originado que la utilización de métodos de predicción que se basan en la réplica de pautas de comportamiento estables haya perdido parte de su fiabilidad.

Los intermediarios financieros, por otro lado, han desarrollado una creciente versatilidad en las formas de captación de su pasivo, con una adaptación muy rápida a los cambios en las condiciones de oferta y demanda de los distintos mercados, y, sobre todo, con una tendencia a generar mecanismos de elusión de las normas reguladoras y a facilitar instrumentos financieros que poseen un cierto grado de opacidad fiscal. El elevado nivel del coeficiente de caja vigente en España durante la segunda parte de los años ochenta ha incentivado un proceso continuo de trasvase desde pasivos computables a pasivos no sometidos a este coefi-

ciente, esencialmente cesiones temporales de títulos públicos. Por otro lado, la existencia de elevadas bolsas de riqueza financiera fuera del control de las autoridades fiscales ha incentivado la competencia de los intermediarios financieros por la captación de estos potenciales pasivos bancarios.

Si bien la inestabilidad del multiplicador monetario está fuera de toda duda, no puede considerarse, en cambio, que este fenómeno sea en la actualidad una limitación seria a la controlabilidad de ALP. Esto es así porque la disponibilidad inmediata de la información constituye un sustitutivo casi perfecto de la predecibilidad de una variable. En este sentido, componentes de ALP de evolución tan errática como los pagarés y las letras del Tesoro, cuya predecibilidad a un mes, por cualquier método econométrico que se proponga, está sometida a un error considerable, dificultan escasamente la obtención de previsiones sobre su evolución, desde el momento en que el Banco de España conoce los movimientos de su saldo de un día para otro con una elevada precisión. El flujo de información es, igualmente, muy rápido con respecto a otras magnitudes que presentan una elevada variabilidad a corto plazo, como son el efectivo en manos del público y las operaciones de seguro realizadas por las cajas de ahorros. Por otro lado, un término del multiplicador que con frecuencia se cita como potencial fuente de inestabilidad de los multiplicadores, los activos de caja que mantienen por encima del nivel requerido las entidades financieras, no constituye en la actualidad un factor importante, ya que su variabilidad, si bien es elevada, representa un porcentaje residual dentro de las

fluctuaciones del multiplicador considerado en su conjunto.

En la práctica, los problemas de controlabilidad no se plantean, por tanto, en los términos en que normalmente se presentan en los manuales y en los trabajos econométricos de carácter más académico (2). Tienen que ver, más bien, con cuestiones relacionadas con la disponibilidad de información. Es en este campo en el que el Banco de España se ha enfrentado con las principales dificultades. Así ocurrió con las cesiones temporales de deuda pública a medio y largo plazo en 1987 y con las transferencias de activos privados en 1989, formas de captación de pasivo altamente sustitutivas de los tradicionales depósitos bancarios, de las que el Banco de España sólo dispuso de información precisa meses después de que volúmenes muy importantes de liquidez se hubieran canalizado a través de estas operaciones. Algo similar está ocurriendo en la actualidad con la colocación entre el público de volúmenes muy importantes de pagarés de empresa y pagarés forales, sobre los que el Banco de España recoge información de modo parcial y con retraso.

En síntesis, puede afirmarse que el Banco de España está en condiciones técnicas de llevar adelante un control de la liquidez del sistema más estricto del que habitualmente realiza. Las razones por las cuales no se practica esta estrategia se analizan en los apartados siguientes.

2. Pérdida de contenido informativo de los agregados monetarios

Durante la década de los ochenta, el debilitamiento de la relación entre los agregados mo-

netarios y las variables finales, la renta real y el nivel de precios, ha sido un fenómeno relativamente generalizado en los países de nuestro entorno (3). Con frecuencia, la velocidad de circulación de la cantidad de dinero ha sufrido desplazamientos imprevistos y sus tasas de crecimiento han experimentado fuerte errática. Paralelamente, funciones de demanda de dinero que se habían mantenido estables durante muchos años, aportando fiabilidad al funcionamiento fluido de los mecanismos de transmisión de los impulsos monetarios, empezaron a arrojar resultados negativos. Puede afirmarse que, en general, la confianza de las autoridades monetarias sobre su capacidad para afectar a los objetivos últimos de la política monetaria se ha visto debilitada. Esta desconfianza ha venido marcada especialmente por la falta de certidumbre sobre la amplitud y los desfases temporales con los que determinadas decisiones de política monetaria alcanzan sus objetivos.

Las respuestas de los bancos centrales a este fenómeno han sido de distinta índole. El control estricto a corto plazo de la cantidad de dinero se ha suavizado en la mayoría de los países. En algunos casos, se han realizado cambios en la definición de los agregados monetarios sometidos a control; no parece, sin embargo, que la búsqueda de mediciones alternativas de la cantidad de dinero haya hecho aumentar de forma sustancial la confianza sobre la capacidad informativa de los agregados monetarios. Algunos países, sobre todo aquéllos de dimensión reducida y con una economía muy abierta, han optado por reglas de política monetaria basadas, casi exclusivamente, en los movimientos de su

tipo de cambio. Otros se han decantado por un seguimiento más directo de los objetivos finales.

A pesar de estas distintas tomas de posición, puede señalarse que, entre los países de cierta dimensión, se mantiene un cierto consenso en la utilización de los agregados monetarios como objetivo intermedio, si bien su papel se reserva para la evaluación y seguimiento de los desarrollos a más largo plazo de la política monetaria.

La economía española no ha sido ajena a este fenómeno de oscurecimiento de la relación entre los agregados monetarios y las variables finales. Hacia mediados de 1982, los ritmos de crecimiento de M3 empezaron a emitir señales que resultaban claramente incoherentes con la percepción que las autoridades tenían sobre la evolución de los mercados financieros y las tendencias básicas de la economía (véase Rojo y Ariztegui, 1984). Las funciones de demanda de dinero de M3, que hasta entonces habían arrojado unos resultados muy satisfactorios, empezaron a mostrar síntomas de inestabilidad (Dolado, 1985). El desplazamiento sistemático de la riqueza financiera del público hacia activos financieros distintos de los depósitos transformables en liquidez con facilidad, en ausencia de costes elevados, ha ido debilitando la relación de M3 con el gasto nominal de la economía. Las ecuaciones de demanda M3 que incorporan datos de la segunda mitad de los años ochenta resultan claramente inestables. Dados los abultados volúmenes de liquidez que se han visto afectados por los desplazamientos hacia fuera de M3 y la elevada variabilidad que ha presidido estos trasvases, se ha registrado durante estos últimos años un fuerte

aumento de la velocidad de circulación de este agregado, acompañado de una creciente errática cuya predecibilidad e interpretabilidad se han deteriorado considerablemente.

Ante esta inestabilidad de M3, el Banco de España pasó a centrar su atención, desde 1983, en una magnitud monetaria más amplia, los activos líquidos en manos del público (ALP), en cuya definición se incorporaron todos aquellos activos financieros relativamente líquidos que habían estado sometidos en los años anteriores a fuertes reajustes en las carteras del público (véase Ariztegui y Pérez, 1984). Desde 1984, este agregado tiene carácter de objetivo intermedio de la política monetaria.

La evolución de ALP durante los últimos años no ha estado exenta de perturbaciones de distinta naturaleza, que le han restado contenido informativo, especialmente, en lo que se refiere a su capacidad para emitir señales fiables sobre el curso de la demanda de gasto en períodos cortos de tiempo. Distintos factores han propiciado una mayor sensibilidad de la cantidad de dinero a perturbaciones de naturaleza financiera, que distorsionan los movimientos de las magnitudes monetarias asociados a cambios en los ritmos de actividad económica y del crecimiento de los precios: la sensibilidad cada vez mayor de la demanda de ALP a la rentabilidad de los activos incluidos en su definición; la reducción de la velocidad de respuesta de éstos a los cambios en los tipos de interés negociados en los mercados monetarios; el aumento, dentro del agregado, de la proporción de activos que se negocian en mercados ágiles y que poseen un elevado grado de liquidez, y la

creciente sustituibilidad entre una amplia gama de instrumentos financieros, en un contexto en el que las características de inversión y medio de pago de los distintos activos tienden a difuminarse.

Sin embargo, las perturbaciones financieras más intensas que han afectado al agregado ALP no han tenido su origen precisamente en lo que se conoce como «procesos genuinos de innovación financiera» sino, más bien, en las estrategias diseñadas por las entidades financieras para, por un lado, eludir las regulaciones del Banco de España —especialmente, el cumplimiento de los distintos coeficientes obligatorios a los que están sometidos los intermediarios financieros— y, por otro, ofrecer a sus clientes activos financieros que presentan un elevado grado de opacidad fiscal. En este sentido, durante los últimos cinco años, los movimientos más bruscos experimentados por ALP han estado ligados a los siguientes fenómenos:

a) El adelanto de la suscripción de determinados activos en el período previo a la entrada en vigor de la Ley sobre la Fiscalidad de los Activos Financieros, en mayo de 1985.

b) La realización masiva, por parte de los intermediarios financieros, de cesiones temporales, por plazos cortos, de deuda pública a medio y largo plazo desde mediados de 1986, y, desde el verano de 1987, también de letras del Tesoro, a medida que la rentabilidad ofrecida por los pagarés del Tesoro fue desalineándose de los tipos de interés de mercado.

c) La suscripción de grandes volúmenes de primas únicas en compañías de seguros, en general vinculadas a grupos bancarios, y en las cajas de ahorros

con sede en Cataluña. En la realización de estas operaciones confluía el interés de las entidades por eludir el cumplimiento de los coeficientes y la búsqueda, por parte de determinados agentes privados, de activos financieros con los que poder rentabilizar saldos líquidos ocultados a la hacienda pública.

d) Estos dos factores determinaron igualmente la realización, por parte de las entidades financieras, de transferencias de créditos por volúmenes muy importantes, principalmente durante 1988 y la primera mitad de 1989. Estas transferencias, que se instrumentaban formalmente como operaciones «fuera de balance», en la práctica constituían mayoritariamente formas de captación de pasivo que no se alejaban, en lo sustancial, de un depósito bancario tradicional.

e) Recientemente, a lo largo de la segunda mitad de 1989 y en los primeros meses de 1990, procesos similares a los anteriores se están poniendo en marcha mediante la colocación entre el público de elevados volúmenes de pagarés forales y de pagarés de empresa.

Cuando algunos de los instrumentos financieros descritos anteriormente han perdido su capacidad para eludir el control fiscal y las regulaciones a que están sometidos los intermediarios financieros, como ha sido el caso de las operaciones de seguro y las transferencias de activos, el saldo vivo de estas operaciones ha tendido a reducirse de forma vertiginosa, lo que constituye la prueba más palpable de que su aparición y fuerte expansión no estaban vinculadas a verdaderos procesos de innovación financiera.

Los fenómenos descritos an-

teriormente han introducido, lógicamente, ruido en el comportamiento de ALP, y han dificultado, de forma más o menos discontinua, la interpretación de sus ritmos de crecimiento y la posibilidad de ir estableciendo objetivos a corto plazo en términos de la expansión de la cantidad de dinero. Sin embargo, estas perturbaciones financieras han tenido un carácter transitorio, por lo que no parece que hayan erosionado de forma sustancial la relación a largo plazo entre las medidas de liquidez y el gasto nominal. En este sentido, la velocidad de circulación de ALP, evaluada en términos anuales, ha continuado presentando durante los últimos años un comportamiento razonable. Paralelamente, las distintas ecuaciones de demanda de ALP que han venido estimándose en el Banco de España en los últimos años han arrojado, en general, resultados satisfactorios en términos de la estabilidad a largo plazo de sus relaciones fundamentales.

3. El déficit público y su financiación

Desde finales de los años setenta, los presupuestos de las administraciones públicas han venido saldándose sistemáticamente con fuertes déficit, lo que ha originado que el saldo vivo de la deuda pública haya ido progresivamente en aumento, hasta situarse, a principios de 1990, en torno a los 17 billones de pesetas. Esta deuda se caracteriza por presentar un elevado grado de rotación, como resultado de que su colocación haya ido concentrándose paulatinamente en los plazos más cortos.

Una primera consecuencia de este fenómeno es que el déficit

público se monetiza en un porcentaje muy elevado, con independencia de que su financiación se canalice mediante la apelación al Banco de España o mediante la emisión de títulos. Este hecho se ve incentivado por la elevada liquidez de los mercados de deuda pública y por el papel predominante desempeñado por el sistema bancario en el proceso de colocación de los títulos del Estado entre los agentes privados.

Esta estructura de la deuda pública, decantada hacia el corto plazo, ha originado igualmente que el Tesoro se enfrente frecuentemente con abultados vencimientos de títulos públicos. En este contexto, cuando la política de financiación del Estado, remisa en general a aceptar un aumento del coste de emisión, y los requerimientos monetarios han entrado en conflicto, la desconexión entre los tipos de interés del Tesoro y del Banco de España ha conducido con frecuencia a coyunturas inestables y de dificultad para la instrumentación de la política monetaria. En estas situaciones, el Banco de España se ha visto empujado a asumir la cobertura de una gran parte de las necesidades de endeudamiento del Estado, y esta tarea ha terminado afectando a los mercados monetarios, alterando los tipos de interés, distorsionando la curva de rendimientos por plazos e interfiriendo en el proceso de regulación de la liquidez.

4. Los movimientos de capitales y el tipo de cambio

Los mercados financieros españoles a más largo plazo se encuentran, hasta el momento, poco desarrollados y relativamente aislados de los de otros países, como resultado tanto de persis-

tentes deficiencias estructurales e institucionales como de la vigencia de distintos controles de cambios. A consecuencia de este fenómeno, los flujos financieros con el resto del mundo han tendido a concentrarse en los mercados a corto plazo y han sido canalizados esencialmente a través del sistema bancario (4).

Este decantamiento de las operaciones financieras con el exterior hacia el muy corto plazo ha constituido un factor importante de perturbación en el proceso de armonización de las vertientes interna y externa de la política monetaria, especialmente en un contexto, como el vigente en los últimos años, de creciente internacionalización de los activos denominados en pesetas y de aumento de la credibilidad de la economía española en el exterior.

La confluencia de estos fenómenos con el progresivo protagonismo que ha ido asumiendo la estabilidad cambiaria dentro del esquema de control monetario ha originado que la pretensión del Banco de España de mantener el tipo de cambio de la peseta, con respecto a ciertas monedas de referencia, en el entorno de un nivel considerado como deseable— y, desde junio de 1989, de asegurar los compromisos dentro del SME—, sin abandonar por ello el seguimiento de los agregados monetarios, haya ido haciéndose cada vez más difícil. Así, la magnitud de las intervenciones de las autoridades en los mercados cambiarios ha adquirido volúmenes muy elevados, lo que ha incrementado sensiblemente la variabilidad y los desplazamientos de los saldos de reservas centrales y ha imposibilitado la esterilización completa de estos movimientos en los mercados interiores. Adicionalmente,

en este contexto de internacionalización de los mercados financieros españoles y de tendencia hacia la reducción de los controles de cambios, ha aumentado considerablemente la sensibilidad del mercado de la peseta a las variaciones en los diferenciales de tipos de interés con el exterior, lo que ha constituido un condicionante cada vez más importante para los cambios en los tipos de intervención del Banco de España.

III. CAMBIOS EN EL ESQUEMA DE CONTROL MONETARIO

A lo largo de los años setenta, se alcanzó un considerable consenso, tanto en el campo académico como en la práctica de los bancos centrales, en torno a un determinado esquema de control monetario. Este esquema se define en dos niveles. Siguiendo una descripción muy simplificada, en el primer nivel se establecen los objetivos últimos de la política monetaria —normalmente, cifrados en términos de determinados ritmos de crecimiento del gasto nominal, de la renta nominal o de la tasa de inflación—, cuya consecución se persigue mediante el control de un objetivo intermedio —generalmente, algún agregado de cantidad de dinero, definido en términos más o menos amplios. Las variables que desempeñan el papel de objetivo último e intermedio deben estar, lógicamente, ligadas por una relación suficientemente estable y predecible. En el segundo nivel, el mantenimiento del objetivo intermedio dentro de una senda de referencia se alcanza mediante el manejo, por parte del banco central, de una variable instrumental sobre la que está en condiciones de ejercer un control

directo —normalmente, alguna definición amplia del pasivo del banco central. Para poner en práctica el esquema de control monetario en este segundo nivel, resulta necesario, de nuevo, que el objetivo intermedio y la variable instrumental se relacionen de forma estable y predecible.

Este diseño de política monetaria, especialmente en la modalidad en que tanto el objetivo intermedio como la variable instrumental se definen en términos de agregados de liquidez, parecía especialmente adecuado para abordar la reducción de las fuertes tensiones inflacionistas que sacudieron a las economías occidentales durante los años setenta. Se consideraba que era necesario asegurar un control a corto plazo riguroso de la cantidad de dinero. Había que evitar que sus ritmos de expansión se desviaran de las sendas de crecimiento fijadas por las autoridades, ya que, de lo contrario, los riesgos de una realimentación intensa de los procesos inflacionistas en marcha eran muy elevados. Esta política fue respaldada por una sólida evidencia empírica, y su implantación se vio, sin duda, facilitada por la tolerancia de un elevado grado de fluctuación de los tipos de cambio.

El Banco de España se adhirió en los primeros años setenta a un esquema de control monetario como el descrito en el párrafo anterior (véase Rojo y Pérez, 1977), rompiendo así con una larga tradición de política monetaria puramente acomodaticia. Así, en 1973, se establecieron las bases operativas y de disponibilidad de información necesarias para llevar adelante un seguimiento y control estricto de las magnitudes monetarias. Los objetivos finales quedaron establecidos en térmi-

nos de determinados ritmos de crecimiento del producto interior bruto nominal. M3 fue el objetivo intermedio elegido, siendo sustituido, a partir de 1984, por un agregado más amplio, ALP. El papel de variable instrumental lo pasaron a desempeñar los activos de caja del sistema bancario.

Si bien este esquema ha sido implementado en todo momento de forma relativamente flexible, sólo hasta los primeros años ochenta describe de manera precisa la forma en que se ha llevado a cabo la fijación y seguimiento de los objetivos monetarios en España. A partir de estos años, la irrupción de los distintos fenómenos descritos en el epígrafe anterior ha originado que el Banco de España haya ido modificando progresivamente su esquema de control monetario. Las modificaciones han afectado a los distintos niveles del esquema de control y han producido un cierto oscurecimiento de las líneas divisorias entre dichos niveles.

1. Los objetivos finales

Si bien los objetivos últimos que persiguen las autoridades económicas con sus decisiones de control monetario no se han visto alterados en lo esencial durante todos los años de vigencia de una política monetaria activa, y siguen definiéndose en términos de determinados ritmos de crecimiento del producto interior bruto y de la tasa de inflación, el tipo de cambio de la peseta con respecto a determinadas monedas ha ido asumiendo, de forma progresiva, una mayor importancia como referencia adicional para la conducción de la política monetaria. La incorporación de España al mecanismo de cambios del Sistema Monetario Euro-

peo (SME), en junio de 1989, ha supuesto un refrendo definitivo del papel preeminente reservado a la estabilidad cambiaria como anclaje nominal de la economía.

La asignación del tipo de cambio como objetivo final de la política monetaria resulta, en cualquier caso, problemática. Dentro de la clasificación tradicional de los objetivos monetarios —últimos, intermedios e instrumentales—, los objetivos cambiarios presentan simultáneamente características propias de los tres niveles. El mantenimiento del tipo de cambio en determinado nivel puede ser un fin en sí mismo, cuando priman consideraciones referentes a la importancia para la toma de decisiones, por parte de los agentes económicos, de la estabilidad de los precios relativos frente al resto del mundo; existe un amplio consenso sobre los elevados costes económicos que producen desalineamientos persistentes de los tipos de cambio respecto a los niveles que serían compatibles con sus determinantes fundamentales (véase, por ejemplo, Willianson, 1983). Paralelamente, el tipo de cambio desempeña un papel de objetivo intermedio cuando se utiliza como herramienta para asegurar disciplina en términos del crecimiento de los precios. Este hecho resulta especialmente cierto cuando se persigue la estabilidad cambiaria frente a países, o áreas económicas, que presentan ritmos de inflación sensiblemente más reducidos. Finalmente, el tipo de cambio presenta ciertas características propias de una variable instrumental, desde el momento en que proporciona reglas de actuación inmediata en los mercados y constituye una variable que puede estar sometida potencialmente a un control directo por parte del banco central.

En las decisiones de política monetaria de los últimos años, la toma en consideración de los objetivos cambiarios ha venido motivada, de forma cada vez más decisiva, por razones de disciplina anti-inflacionista. Esto ha sido especialmente cierto a partir de 1986, año en que se abandonó un seguimiento del comportamiento del tipo de cambio basado en un índice de la peseta frente a los países desarrollados, para sustituirlo por un índice frente a la CEE, y, sobre todo, a partir de 1988, cuando la referencia fundamental pasó a ser el tipo de cambio peseta/marco. La incorporación de la peseta al mecanismo de cambios del SME ha supuesto la reafirmación definitiva de esta estrategia. Esta incorporación constituye un primer paso dentro de un proceso de unión monetaria en el seno de la Comunidad Europea, lo que, lógicamente, va a tener implicaciones de gran importancia para la política monetaria a desarrollar en los próximos años (5).

2. Los objetivos intermedios

Como se ha señalado con anterioridad, desde 1973 el objetivo intermedio de la política monetaria se ha basado en el control de la cantidad de dinero, definido en términos del crecimiento de un agregado monetario que, hasta 1983, fue M3, siendo sustituido a partir de 1984 por ALP. Estos objetivos han tenido, normalmente, vigencia anual y han constituido una referencia a medio plazo para el control de la liquidez agregada. El objetivo de crecimiento fijado para un año tiene, en principio, una traducción operativa en una senda de expansión constante para el conjunto del período. La evolución de ALP se ha visto afectada, sin embargo,

por continuas perturbaciones, de naturaleza e intensidad variables, que ocasionaron que la trayectoria del agregado a lo largo del año no coincidiera, en general, con la senda programada. Las fluctuaciones en el nivel de actividad económica, la inestabilidad a corto plazo de la demanda de dinero, los movimientos en los factores autónomos de creación de liquidez y las dificultades para estimar con precisión el perfil estacional de las series monetarias son, entre otros, elementos que producen oscilaciones y comportamientos irregulares en el ritmo de expansión observado de ALP. Estos fenómenos han originado que el Banco de España tenga que asumir desviaciones, más o menos transitorias, respecto a los objetivos a medio plazo, incluso cuando éstos se han perseguido de forma muy estricta. Como consecuencia de esta evolución de ALP, con frecuencia desviada, en mayor o menor grado, respecto a la senda objetivo para el año, el Banco de España ha ido estableciendo pautas de crecimiento del agregado de vigencia temporal muy limitada, que sirven de enlace con la senda de referencia anual.

Estos objetivos a corto plazo, que se expresan en términos de una tasa de variación intermensual de ALP, han venido siendo aprobados mes a mes por la Comisión de Operaciones del Banco de España. La evolución de los objetivos mensuales que han venido fijándose a lo largo de estos últimos años pone de manifiesto una tendencia en el comportamiento de las autoridades económicas caracterizada por una progresiva reducción en el rigor con el que controlan a corto plazo la cantidad de dinero (6).

Esta progresiva modificación del comportamiento del Banco

de España, a la hora de fijar objetivos a corto plazo de ALP, ha quedado reflejada en una tendencia a programar procesos de convergencia, o, más precisamente, velocidades de retorno de los ritmos de expansión del agregado hacia la senda de referencia anual, cada vez más suaves y graduales, lo que ha supuesto aceptar que las desviaciones respecto a dicha senda se prolonguen durante más tiempo. De hecho, los objetivos mensuales de ALP que han venido fijándose desde 1988 se han establecido, en general, siguiendo una regla que se conoce técnicamente como *base drift*. Esta técnica de fijación de objetivos supone aceptar la desviación registrada hasta el momento respecto a la senda anual y establecer un ritmo de expansión para el agregado en el mes siguiente igual a la tasa de crecimiento que rige como objetivo anual. Se trata, por tanto, de una estrategia que acomoda a corto plazo las oscilaciones observadas en la cantidad de dinero.

Este cambio de actitud en la forma de fijar los objetivos se ha traducido no sólo en menores velocidades de retorno de ALP a la senda anual, sino también en una menor revisión de las velocidades de retorno de unos meses a otros. Se pone así de manifiesto una tendencia hacia una forma de fijación de objetivos basada en pautas más estables, y menos influida por las perturbaciones que afectan a la evolución a corto plazo del agregado.

Una tercera característica en el cambio de tendencia de la política de fijación de objetivos de ALP registrada en los últimos años —excluyendo, probablemente, el episodio de desbordamiento monetario de la primavera de 1987— ha sido la incorporación en dichos objetivos de inflexiones

cada vez menos acusadas en los ritmos de expansión de partida del agregado.

Estas tendencias en el establecimiento de objetivos de ALP definen un proceso en el que el papel desempeñado por el objetivo intermedio de la política monetaria, como agregado susceptible de ser controlado de forma rigurosa, ha ido debilitándose progresivamente. Si bien ALP sigue proporcionando información muy relevante sobre el crecimiento de la masa monetaria, las desviaciones que se registran respecto a las sendas de referencia no constituyen un mecanismo de reacción más o menos automática por parte de las autoridades monetarias. Por el contrario, el proceso que lleva a la toma de decisiones de política monetaria ha ido haciéndose más complejo. Los ritmos de expansión de ALP se evalúan a partir de las observaciones obtenidas sobre su comportamiento en períodos sucesivos de tiempo, y se complementan con la información procedente de otras magnitudes monetarias y reales. Si bien ALP continúa siendo el indicador principal, se aprovecha igualmente el contenido informativo adicional que se desprende de la evolución de agregados monetarios más reducidos, de las magnitudes crediticias y de la propia información disponible de las variables finales.

Cuando el análisis conjunto de toda esta información refleja la consolidación de tendencias no deseadas en el curso seguido por la economía, que, a juicio de las autoridades, deben ser corregidas con un cambio en la intensidad del control monetario, el Banco de España emite señales que tratan de afectar en la dirección requerida a las decisiones de gasto de los agentes y a la formación

de sus expectativas. En términos de un modelo de comportamiento, las decisiones de política monetaria se reflejan esencialmente en una función de reacción para los tipos de interés de intervención del Banco de España, cuya forma y argumentos revisten una elevada complejidad. Esta función de reacción ha venido a sustituir al tradicional, y más sencillo, multiplicador monetario, en el que los ritmos de crecimiento de los activos de caja aproximaban de forma adecuada el comportamiento de las autoridades monetarias.

3. Las variables instrumentales

En el nivel instrumental, los activos de caja del sistema bancario han ido perdiendo gradualmente su posición como variable fundamental de referencia en el control a corto plazo realizado por el Banco de España. Si bien durante una primera etapa, circunscrita esencialmente a la segunda mitad de los años setenta, imperó un control relativamente estricto de los activos de caja, a medida que avanzaba la década de los ochenta se ha ido evolucionando hacia una estrategia mixta de tipos y cantidades. Consecuentemente, el Banco de España ha ido aceptando progresivamente mayores desviaciones en los objetivos que decenalmente han ido fijándose para los activos de caja: en el período 1980-1982, en promedio, la desviación media fue del 0,40 por 100 respecto al saldo previsto; en el período 1983-1985 se elevó al 0,61 por 100, y en el período 1986-1988 alcanzó el 1,07 por 100 (7).

Como contrapunto a esta tendencia a mayor desviación de las cantidades, la variabilidad de los tipos de interés ha ido reduciéndose, hasta desembocar, espe-

cialmente desde 1988, en el esquema vigente en la actualidad, que se basa, principalmente, en asegurar en el corto plazo grados reducidos de fluctuación de los tipos de interés respecto a determinados niveles fijados por las autoridades monetarias (8). Entre las distintas estrategias posibles de tipos de interés, el Banco de España ha ido decantándose por una instrumentación basada en controlar, de forma muy directa, el tipo de interés en los mercados monetarios a plazos muy cortos, actuando principalmente para equilibrar el segmento día a día, y permitiendo que los tipos de interés negociados a plazos más largos se vean influidos por las expectativas del mercado. En términos operativos, para la instrumentación a corto plazo del control monetario, el Banco de España fija, con carácter interno, una franja de fluctuación máxima, en general muy reducida, del tipo interbancario a un día en operaciones de depósito. En este contexto, las sendas de referencia de activos de caja, que siguen trazándose mes a mes, no desempeñan ya papel alguno como objetivo o mecanismo de reacción de las autoridades. Su utilidad se relega a servir como indicador adelantado de la evolución de ALP.

Este mantenimiento bajo control de los tipos de interés interbancarios en los plazos más cortos, fluctuando, con un grado de oscilación reducido, en el entorno del nivel deseado por las autoridades monetarias, se ha alcanzado en los últimos años, a pesar de la acusada rigidez que presenta habitualmente la curva de demanda de activos de caja, de sus cambios de pendiente y de los desplazamientos inesperados en su posición. En este contexto de inestabilidad a corto plazo de

la demanda, si la oferta de activos de caja fuera relativamente inelástica y no se ajustara flexiblemente a los cambios de aquélla, los tipos de interés tenderían a comportarse de forma muy errática, tal como ocurrió en España con frecuencia durante la segunda mitad de los años setenta, o en Estados Unidos entre 1979 y 1982, período en el que la variable instrumental fueron las «reservas no prestadas».

La estrategia del Banco de España en los últimos años se ha basado, en cambio, en el mantenimiento a corto plazo de una oferta de activos de caja que, en general, ha sido perfectamente elástica a un tipo de interés preanunciado. La subasta de préstamos de regulación monetaria ha sido la herramienta principal para el mantenimiento del tipo interbancario dentro de la franja de referencia instrumental señalada anteriormente, lo que le ha permitido desempeñar el papel de anclaje básico de los tipos de interés negociados en los plazos más cortos. Con el fin de asegurar la fluctuación del tipo a un día dentro de la franja de referencia, evitando que el grado de tensión o relajamiento de los mercados monetarios sea excesivo, el Banco de España se ha servido de instrumentos que pueden agruparse en dos categorías: manejo de los instrumentos tradicionales de préstamo a las entidades financieras —discontinuidad en la convocatoria de subastas de préstamos de regulación, o prorrateo de las cantidades solicitadas en la misma al tipo marginal, préstamos en «segunda ventanilla» de carácter penalizador y préstamos personales de ayuda a la liquidez— o realización de operaciones de mercado abierto, mediante compra-venta de deuda del Estado, en

general con pacto de retrocesión, con modificaciones frecuentes de plazos, cantidades intercambiadas y tipos de interés de acuerdo con las necesidades de control monetario. Las autoridades monetarias han ido estableciendo las bases para que las inyecciones y drenajes de liquidez en mercado abierto vayan configurándose progresivamente como el principal instrumento para canalizar las operaciones entre el Banco de España y los intermediarios financieros. La creación, y posterior desarrollo, del Mercado de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado, a mediados de 1987, significó el principal avance en esta dirección. La reciente reducción del coeficiente de caja hasta el nivel del 5 por 100, y la emisión de certificados del Banco de España dentro del mercado de anotaciones en cuenta por el volumen de activos de caja liberados, constituye un nuevo paso dentro de esta estrategia, tendente a evitar las rigideces que ocasiona la utilización de los instrumentos tradicionales de préstamo a las instituciones financieras.

Estos instrumentos resultan poco adecuados para contribuir de forma eficiente a la formación de precios en los mercados monetarios, limitan la posibilidad de propiciar ajustes suaves en la evolución de los tipos de interés y no constituyen, por sí solos, herramientas útiles para apreciar las reacciones del mercado ante cambios en las condiciones de préstamo establecidas por el Banco de España. Este conocimiento del pulso del mercado adquiere especial relevancia en el contexto actual de procesos de innovación financiera, de transformación de los sistemas de pagos interbancarios y de creciente conexión entre los mercados nacionales, teniendo en cuenta el papel, cada

vez más importante, que juega la evolución de las expectativas de los intermediarios financieros en los mecanismos de transmisión de los impulsos monetarios.

Al poner en relación las nuevas condiciones creadas en el entorno financiero en el que se desenvuelve la política monetaria con la necesidad de armonizar la consecución de determinados objetivos últimos y la estabilidad a corto plazo de los tipos de interés, parece conveniente una cierta diversificación en los instrumentos de control monetario, de forma que unos se reserven para transmitir mensajes definidos sobre las principales líneas de la política monetaria, mientras que otros puedan ser utilizados como herramientas más ágiles para la gestión de la liquidez en el muy corto plazo y como elemento de contraste de las reacciones de los agentes, previamente a emitir señales más firmes que puedan resultar difícilmente revisables. Esta es la estrategia que viene desarrollando el Banco de España en los últimos años, con el impulso de las operaciones de mercado abierto como instrumento principal para la regulación a corto plazo de los mercados monetarios.

Paralelamente, las modificaciones en el tipo de interés marginal de la subasta de préstamos de regulación monetaria —y, también, en el tipo de las cesiones temporales de letras del Tesoro a tres meses, así como las alteraciones en el nivel del coeficiente de caja— se reservan, en general, para aquellas coyunturas en las que hay que introducir cambios permanentes en el grado de intensidad del control monetario. De esta forma, el Banco de España destina sus principales tipos de intervención a emitir señales claras que enmarquen

los episodios de restricción u holgura monetaria. Para que las decisiones de alterar los tipos de interés transmitan un mensaje definido sobre el carácter general que va adquiriendo una determinada política monetaria, las modificaciones introducidas en los mismos suelen alcanzar cierta magnitud, y tienden a espaciarse suficientemente en el tiempo. Esta estrategia contrasta marcadamente con la práctica habitual en los primeros años ochenta, en los que las modificaciones en el tipo marginal de la subasta eran muy frecuentes —llegaron a producirse más de cuarenta cambios en este tipo de interés en un solo trimestre—, al estar subordinadas al control estricto de los activos de caja del sistema bancario.

El desarrollo y perfeccionamiento de los mecanismos de control monetario, y el manejo de los instrumentos de intervención, siguiendo el esquema dicotómico apuntado en los párrafos anteriores, suministran vías para afrontar el proceso al que se hacía referencia en el primer apartado de este artículo, que constituye el reto fundamental al que se enfrentan los bancos centrales de muchos países, y el Banco de España en particular: lograr simultáneamente el mantenimiento de niveles suficientes de disciplina monetaria y un elevado grado de estabilidad en el desenvolvimiento de los mercados financieros.

NOTAS

(1) Un reciente artículo de Charles Goodhart termina con un párrafo que expresa con elocuencia la línea argumental que subyace a este artículo y resume perfectamente la trayectoria divergente que han seguido, en los últimos años, la instrumentación en la práctica de la política monetaria y el desarrollo teórico del análisis monetario: «Muchos macroteóricos aparentemente aborrecen tener que aceptar que su percepción previa de la economía se vaya diluyendo, en parte porque esto cuestiona lo adecuado de sus modelos y el significado que puedan tener conceptos tan aceptados como las expectativas racionales (...). Este hecho ha conducido a una creciente división entre el estado del arte de la teoría macroeconómica y el análisis de la política que se realiza en la práctica. En esto, mis simpatías se sitúan firmemente del lado del *policy maker*, que tiene que enfrentarse a la realidad, y no puede refugiarse en los modelos, más tratables y elegantes, del teórico» (GOODHART, 1989, págs. 335-336).

(2) Un ejemplo de la confusión que suele existir sobre este tema puede encontrarse en NOVALES (1987), donde se aborda la controlabilidad por parte del Banco de España de los multiplicadores monetarios tomando como base un sistema de disponibilidad de información alejado de lo que ocurre en la realidad, al mismo tiempo que se otorga a algunos movimientos del multiplicador un carácter aleatorio, cuando en realidad son el resultado de acciones inducidas por la autoridad monetaria.

(3) En CHOURAQUI *et al.* (1989) puede encontrarse una recopilación de la abundante evidencia empírica existente sobre este fenómeno para un conjunto seleccionado de países de la OCDE.

(4) Una discusión detallada de estos temas puede encontrarse en FERNÁNDEZ DE LIS Y ARIZTEGUI (1989).

(5) Una discusión en profundidad de las consecuencias de este proceso de unión monetaria para el esquema de control monetario español puede encontrarse en FERNÁNDEZ DE LIS (1989).

(6) Un análisis detallado de cómo han venido fijándose estos objetivos entre 1980 y 1988 puede encontrarse en ESCRIVÁ Y PEÑALOSA (1989).

(7) Un estudio de la evolución de estas desviaciones puede encontrarse en ESCRIVÁ (1989).

(8) El establecimiento por parte del Banco de España de directrices para el crecimiento del crédito bancario al sector privado, como variable instrumental adicional para el control monetario, como ha ocurrido en la segunda mitad de 1989 y en 1990, debe entenderse como un mecanismo de carácter extraordinario y de vigencia muy limitada en el tiempo, y no como una desviación respecto a la tendencia básica de potenciar los instrumentos de mercado, con referencias claras sobre los niveles de los tipos de interés. Sobre la excepcionalidad que reviste el uso de este recurso al control del crédito y las causas que han motivado su utilización, puede consultarse MALO DE MOLINA (1990).

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARIZTEGUI, J., y J. PÉREZ (1984), «Recent developments in the implementation of Monetary Policy», Servicio de Estudios del Banco de España, *Documento de Trabajo n.º 8411*.
- CHOURAQUI, J., M. DRISCOLL y M. STRAUSS-KAHN (1989), «The effects of Monetary Policy on the real sector: an overview of empirical evidence for selected OECD economies», *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, enero, págs. 3-46.
- DOLADO, J. J. (1985), «La estabilidad de la demanda de dinero en España (1974-1984)», *Boletín Económico del Banco de España*, septiembre.
- (1988), «Innovación financiera y estabilidad de la demanda de ALP en España», *Boletín Económico del Banco de España*, abril.
- ESCRIVÁ, J. L. (1989), «La instrumentación de la política monetaria en España y la variabilidad de los tipos de interés», *Boletín Económico del Banco de España*, junio.
- y J. PEÑALOSA (1989), «Indicadores sobre la intensidad del control de la cantidad de dinero por parte del Banco de España», *Boletín Económico del Banco de España*, marzo.
- FERNÁNDEZ DE LIS, S. (1989), «La política monetaria española tras la integración en el Sistema Monetario Europeo», *Economistas*, número 40, págs. 26-33.
- y J. ARIZTEGUI (1989), «Foreign Interest Rates and Monetary Policy in Spain», en *International interest rate linkages and Monetary Policy*, BIS.
- GOODHART, C. (1989), «The Conduct of Monetary Policy», *The Economic Journal*, junio, páginas 293-346.
- MALO DE MOLINA, J. L. (1990), «Un año de dificultades y cambios en la política monetaria», *Economistas*, n.º 41, págs. 58-67.
- NOVALES, A. (1987), «La controlabilidad de los agregados monetarios», FEDEA, *Documento de Trabajo n.º 87-02*.
- ROJO, L. A., y J. PÉREZ (1977), «La política monetaria en España: objetivos e instrumentos», Servicio de Estudios del Banco de España, *Estudios Económicos*, n.º 10.
- ROJO, L. A., y J. ARIZTEGUI (1984), «Financial innovation and Monetary Policy in Spain», en *Financial innovation and Monetary Policy*, BIS.
- SANZ, B. (1988), «Los agregados monetarios en España y su carácter como objetivos intermedios», *Boletín Económico del Banco de España*, diciembre.
- WILLIAMSON, J. (1983), *The Exchange Rate System*, Institute for International Economics, número 5.