

INTERROGANTES SOBRE LA POLÍTICA MONETARIA

Ignacio MAULEON

La política monetaria, en el último año y medio, se ha visto envuelta en una espiral intervencionista, como resultado de la ineficacia relativa de este tipo de medidas y del excesivo énfasis que las autoridades económicas han puesto en ellas. Para entender cómo es posible haber llegado a esta situación, después de unos años de política monetaria relativamente acertada, y para poder evaluarla adecuadamente y presentar una alternativa, es conveniente retroceder al período en que se gestaron las líneas maestras de una política que entró en crisis hace ya cierto tiempo, pero que todavía no se ha abandonado.

LAS FASES DE LA POLÍTICA MONETARIA

Las dos décadas anteriores a 1973 se caracterizaron por un fuerte crecimiento económico, generalizado mundialmente. La política monetaria en esta época se basó en mantener los tipos de interés estables y a un nivel reducido, lo que favoreció el crecimiento económico y creó un marco de certidumbre. Ello implicaba una política de oferta de dinero pasiva, por la cual los bancos centrales satisfacían las necesidades de liquidez del sector privado, de modo que los tipos de interés se mantuvieran estables. El nivel relativamente reducido de los flujos comerciales internacionales, por comparación al actual, y su estabilidad, permitió el mantenimiento del sistema de tipos de cambio fijos sin necesidad de manipular excesivamente los tipos de interés.

A partir de mediados de los años setenta se inició una nueva etapa en la política monetaria, común a numerosos países desarrollados. El detonante fue el fuerte incremento en los precios de las materias primas, especialmente el petróleo, lo que ocasionó importantes desequilibrios comerciales entre los países productores y los no productores, que se vieron agudizados por otras causas de origen doméstico en determinados países (por ejemplo, el déficit comercial estadounidense, producto de la inflación resultante de la financiación de la guerra de Vietnam). Simultáneamente, esto desencadenó una inflación mundial realimentada por la indicación, de hecho, entre salarios y precios, que contribuyó a aumentar los desequilibrios comerciales comentados. La reacción, a grandes rasgos, consistió en permitir la libre fluctuación de los tipos de cambio nominales, lo que se esperaba que ayudaría a resolver los desajustes comerciales y a acomodar las diferentes tasas de inflación nacionales. Así, cualquier variación en la oferta y demanda de una moneda se vería absorbida por variaciones en el tipo de cambio, de modo que las reservas de divisas de ese país no variaban

(el banco central podía controlar la emisión de moneda doméstica). Esto aislaba la oferta de dinero de los movimientos exteriores de capital, lo que allanó el camino para el establecimiento de políticas antiinflacionistas basadas en el control de la cantidad de dinero. La implantación práctica de este nuevo diseño de control no estuvo exenta de dificultades, y fue preciso resolver importantes problemas técnicos, como el establecimiento y homogeneización del coeficiente de caja, y la creación y desarrollo del mercado interbancario y del sistema de subastas periódicas de préstamos a corto plazo a la banca privada por parte del banco central. Otros problemas, de índole más económica, que hubo que afrontar fueron la determinación de un agregado monetario como objetivo intermedio y la elección de una variable instrumental para controlarlo (véase Rojo y Pérez, 1977, para un análisis de toda esta problemática en nuestro país).

Los principales supuestos en los que se fundamentaba esta política monetaria eran los siguientes: 1) no es posible influir en el nivel de equilibrio de la actividad real variando la cantidad de dinero; 2) la oferta monetaria determina la demanda nominal y, dado que la oferta real de bienes y servicios es invariable, también determina la tasa de inflación; 3) el papel de la política monetaria debe consistir en favorecer la eficiencia general de los mercados financieros, para lo que debe crear condiciones de estabilidad y certidumbre; ello implica perseguir una política de objetivos claros, estables y conocidos públicamente.

Dado el estancamiento económico del período, esta política cosechó relativos éxitos en el control de la inflación hasta mediados de los ochenta. Pero, simultánea y parcialmente provocados por esta misma política, fueron desarrollándose otros fenómenos que acabarían por ponerla en cuestión, y muy especialmente la innovación financiera y los abultados déficits públicos. El sector financiero privado reaccionó ante los controles de dinero, entre otras causas, creando una amplia gama de instrumentos cuasiliquidos más allá del control de las autoridades monetarias. La volatilidad de los tipos de interés y de cambio, inducida por el control de la oferta monetaria, fue otro factor importante en la aparición y desarrollo de nuevos productos financieros. Un claro exponente de este fenómeno es el llamado proceso de «titularización» de los mercados de crédito, en virtud del cual los intermediarios financieros tradicionales —fundamentalmente la banca— se transformaban en meros comisionistas que garantizaban la colocación de emisiones de deuda directamente entre los ahorradores finales no financieros. De este modo, los intermediarios no asumían

el riesgo derivado de la volatilidad de los tipos de interés.

Los déficits públicos y los problemas derivados de su financiación, por otra parte, contribuyeron también a la creación de nuevos instrumentos financieros, y dificultaron la conducción de políticas restrictivas. Así, la inexistencia de mercados de deuda pública desarrollados obligaba al Tesoro a financiar los déficits, en una primera fase, apelando directamente al Banco de España. Esto presionaba al alza el crecimiento de la cantidad de dinero, que posteriormente se trataba de reducir, en muchas ocasiones, mediante operaciones que equivalían a una emisión de deuda *sui generis* por parte del Banco de España (por ejemplo, los tramos remunerados del coeficiente de caja, o los certificados de regulación monetaria). Además, y dado que la financiación del déficit se llevaba a cabo con títulos a corto plazo incluidos dentro del agregado de liquidez objeto de control por parte de la autoridad monetaria (pagarés y letras del Tesoro), pero no sujetos a coeficientes, esto dificultaba el control de la oferta de liquidez entendida en sentido amplio. La excesiva variabilidad de los tipos de cambio también mostró sus inconvenientes, por la incertidumbre que de ella se deriva. Esto hizo que, de un modo u otro, se mantuviera como objetivo secundario, frecuentemente, evitar excesivas fluctuaciones en el tipo de cambio.

Los fenómenos descritos —innovación financiera, déficit público, restricción exterior— configuraron un marco económico en el que la política monetaria perdió rápidamente efectividad, lo que se reflejaba en errores sistemáticos en los objetivos programados y en los intentos de corrección basados en las continuas redefiniciones de los agregados monetarios, cuyo objetivo era captar la liquidez real del sistema —un concepto, por otra parte, cada vez más elusivo. Comenzó a hacerse patente la pérdida de relación entre el agregado de liquidez controlado por la política monetaria y la liquidez real del sistema, y por consiguiente, la desconexión entre la liquidez controlada y la actividad real de la economía. De este modo, las señales transmitidas por los agregados monetarios eran cada vez menos interpretables en términos de la evolución de la actividad real subyacente. Esta situación aconsejaba una política basada en satisfacer pasivamente las fluctuaciones, más o menos erráticas, de la demanda de liquidez para impedir que estas perturbaciones, de origen fundamentalmente financiero, se transmitieran a otras magnitudes y sectores y, en particular, a los tipos de interés y al sector real. La solución, más o menos generalizada mundialmente, consistió en sustituir la anterior política por otra basada en el seguimiento de un conjunto amplio de

CUADRO N.º 1

Año	Objetivo ALP (en porcentaje)	Realizado (en porcentaje)	Error (en porcentaje)
1986	11	12	9
1987	8	14	75
1988	9,5	11	16
1989	8	(19/12) (*)	(25/50)

(*) Según se tengan en cuenta las transferencias de activos o no.

indicadores —no instrumentos ni objetivos—, reales y monetarios, cuyo fin era proporcionar cierta estabilidad financiera que favoreciera el funcionamiento ordenado de los mecanismos de mercado. No se abandonaba completamente el objetivo monetario, pero se intentaba alcanzar a medio plazo y sin poner excesiva presión en los tipos de interés (véase, por ejemplo, Mauledón, 1987). Se pretendía acompañar, asimismo, el relanzamiento económico que comenzó a tener lugar, aunque sin abandonar los objetivos antiinflationistas; un problema que ya no era tan importante en aquel momento.

Posiblemente, la manifestación límite de este nuevo panorama tuvo lugar en España en la primera mitad de 1987. El desbordamiento espectacular de unos objetivos monetarios erróneamente programados sin tener en cuenta las correlaciones históricas, parcialmente originado en una fuerte expansión económica, generó una respuesta restrictiva por parte de las autoridades. El subsiguiente incremento de los tipos de interés a corto plazo no hizo sino generar una mayor expansión monetaria, a través de la aparición de títulos a corto plazo, y atraer capital exterior que presionaba el tipo de cambio al alza. Ante la imposibilidad de recuperar el control, las autoridades ampliaron el objetivo de ALP, pero sin hacerlo público, lo que añadió más incertidumbre a la situación financiera (véase, *Informe Anual 1987*, Banco de España). La ruptura de las relaciones económicas tradicionales se manifestó con particular agudeza, en este período, en los casos de la inflación, que creció un 5 por 100, y de la oferta monetaria (ALP), que lo hizo al 14 por 100. A finales de 1987, las autoridades parecieron reconocer la problemática señalada y apostaron por la caída y posterior estabilidad de los tipos de interés, fijando unos objetivos más holgados para el año siguiente, que se pretendían alcanzar de modo más flexible (véase el *Informe Anual 1987* citado). En 1988, los objetivos monetarios se cumplieron mejor y los tipos de interés permanecieron más estables, propiciando un marco de mayor certidumbre financiera. La política monetaria parecía haber girado, en consecuencia, de modo similar a como lo había hecho en numerosos países de la OCDE, y en la dirección correcta (1). Esta segunda etapa, desafortunadamente, duró poco tiempo, dando paso a una nueva fase mar-

cada por un pronunciado giro hacia el intervencionismo generalizado, que se analiza a continuación.

A finales de 1988, el relanzamiento de las economías mundial y doméstica comenzó a crear algunos problemas, que se irían agudizando posteriormente; concretamente, el resurgimiento de la inflación y un creciente desequilibrio comercial. El talante de la política monetaria, quizá condicionado por la pasividad de otro tipo de políticas, giró radicalmente hacia un fuerte intervencionismo, manifestado dramáticamente, a lo largo de 1989, en sucesivos paquetes de medidas monetarias cada vez más duras en la medida en que las anteriores eran inefectivas. Esto nos sitúa en la tercera fase. La política de flexibilidad monetaria y estabilidad de tipos se abandonó definitivamente, y se fijaron unos objetivos para ALP muy restrictivos, e incoherentes con las correlaciones históricas, que finalmente no podrían cumplirse (véase Mauledón, 1989b). De nuevo, la imposibilidad de una política de objetivos monetarios estrictos se manifestaba con toda crudeza, como muestra el cuadro n.º 1.

La política monetaria, por otra parte, recuperó el viejo esquema de control de la inflación a través del control de la oferta monetaria, a la vez que añadió otro adicional: el control del nivel de actividad real a través del control de los tipos de interés y, en última instancia, del control del crédito (véanse los números del *Boletín Económico* del Banco de España correspondientes a 1989). La autoridad monetaria no parece haber dado importancia al hecho evidente de que ambas políticas se basan en concepciones radicalmente opuestas sobre la transmisión de los impulsos monetarios. Así, el control de la inflación a través del control de la oferta monetaria se basa en el supuesto de la estabilidad del nivel de actividad, o de su tasa de variación. De este modo, la oferta de dinero, al determinar la demanda nominal de bienes y servicios, y dado que la oferta es fija, determina el nivel de precios y su variación, es decir, la tasa de inflación. El control del nivel de actividad a través del control de los tipos de interés supone, contrariamente al enfoque anterior, que el nivel de actividad no es estable, y que puede ser influido decisivamente por las actuaciones de política económica a través de variaciones en el consumo y en la inversión inducidas por

cambios en los tipos de interés. Es razonable suponer que la realidad se encuentra en algún punto intermedio entre ambos enfoques; pero lo que no es admisible, ni teórica ni prácticamente, es pensar que ambos mecanismos de transmisión actúan con la efectividad que la actual política monetaria les atribuye.

La situación terminó de complicarse con la entrada en el SME, lo que estableció, definitivamente, el condicionamiento de la restricción exterior, al introducir un nuevo objetivo monetario: el tipo de cambio nominal. Como es sabido, en una economía con flujos comerciales exteriores importantes, y en un contexto de movilidad transnacional de capitales, esto supone perder otro grado de libertad, ya que el tipo de interés debe subordinarse al objetivo de asegurar unos flujos de capitales que permitan compensar eventuales desequilibrios de la balanza comercial por cuenta corriente, y facilitar así la estabilidad del tipo de cambio nominal. Ante la evidente pérdida de efectividad de la política monetaria —debido a la innovación financiera y a la restricción exterior— y la ampliación de objetivos —tasa de inflación y actividad real—, se produjo una proliferación de medidas intervencionistas, entre las cuales cabe citar la ampliación indiscriminada de los ALP a activos cuya liquidez es altamente discutible —por ejemplo, las cesiones de activos y las cesiones temporales de deuda pública a largo plazo—, el establecimiento de restricciones a los movimientos exteriores de capital para intentar aislar la oferta de dinero doméstica, la ampliación de coeficientes —incluida la reciente pseudo-eliminación del coeficiente de caja en su tramo remunerado—, la introducción de rígidos límites individuales a la expansión del crédito, e incluso un intento de control de los tipos de interés en los mercados monetarios mediante recomendaciones (a finales del verano de 1989, concretamente). A este panorama se ha sumado la fijación de un objetivo monetario para 1990 del 8 por 100, que rompe todas las correlaciones históricas entre precios, renta y cantidad de dinero.

SUGERENCIAS FINALES

Posiblemente, el origen de esta nueva orientación, marcadamente intervencionista, de la política monetaria reside en un intento de obtener aparentes éxitos a corto plazo dirigido a los efectos más que a las causas de los problemas. Así, el aparente control de los ALP, que es plausible que se consiga, se ha obtenido a costa de romper la escasa relación que este agregado mantenía con la actividad real, al interferir en los mecanismos de mercado. La política monetaria confunde objetivos e instrumentos, al presentar como un éxito el control del instrumento, ALP, cuando éste ha perdido todo significado y relación con los objetivos últimos (precios o renta). De forma similar, se trata de combatir el déficit exte-

rior y la inflación presionando a la baja la demanda, en lugar de favorecer la expansión de la capacidad productiva de la economía, causa última de los desequilibrios mencionados.

Las consecuencias de esta política son ambiguas: aparentemente están obteniéndose algunos éxitos parciales, pero no parece que se hayan sopesado adecuadamente sus costes, quizá porque se marifesterán, más bien, a medio plazo. Entre ellos podemos señalar: a) la definitiva pérdida de significación de los agregados monetarios, dramáticamente manifestada en el primer semestre de 1989 con un crecimiento escaso de los ALP, mientras que la economía real y los precios siguen sin verse apreciablemente afectados; b) la transmisión de señales confusas a los mercados, con el subsiguiente incremento de la incertidumbre; una consecuencia de este hecho es la paralización de los mercados secundarios de deuda pública, lo que, a su vez, está dificultando el despegue de los incipientes mercados de futuros y opciones y la financiación del déficit público mediante emisiones a largo plazo; c) interferencias en los mecanismos de mercado, particularmente acentuadas con la introducción de restricciones individuales a la expansión del crédito; d) efectos reales no graduables, obtenidos vía racionamiento de recursos, en lugar de ajustes vía precios; las empresas más innovadoras, pero con acceso restringido a los mercados de crédito, y los nuevos proyectos de inversión son, probablemente, los más perjudicados. En definitiva, profundas alteraciones en el funcionamiento de los mecanismos de mercado que afectan tanto al sector financiero como al real. Es evidente que por esta vía la política monetaria sí tiene efectos reales, y muy restrictivos ciertamente; pero también es evidente que esos efectos no operan a través de los mecanismos de mercado, y que, por tanto, no son graduables, e incluso pueden llegar a ser preocupantes, especialmente desde el punto de vista de la eficiencia del sistema a medio plazo.

Todavía no está claro hasta qué punto la pujanza de la economía privada podrá resistir los embates de esta política —por ejemplo, a través de la creación de nuevos instrumentos financieros, como los pagarés forales, el crédito interempresas, etc.—, y si la autoridad monetaria reaccionará con nuevos paquetes de medidas, dentro de la espiral intervencionista en la que se encuentra. De lo que no cabe duda es de las posibilidades del sector privado para crear activos financieros al margen de los circuitos controlados por la autoridad monetaria, e incluso al margen del sistema financiero. Buen ejemplo de esta afirmación es el reciente avance en las cifras de emisiones de pagarés de empresa. Es interesante insistir, además, que en la medida en que estos pagarés sean colocados entre ahorradores finales, no se crea liquidez nueva en el sistema. Pero cuando son utilizados como una vía para instrumentar el crédito interempresas —por ejemplo, una empresa puede

pagar a otra con pagarés, en lugar de al contado, y obtener crédito de esta forma—, si suponen creación neta de activos financieros, y bastante líquidos. Desde el punto de vista agregado del balance del sector privado no financiero en su conjunto, estas posiciones se cancelan y el balance final no se ve afectado. Pero es obvio que estos instrumentos suponen una creación importante de liquidez, que desaparece del análisis contable convencional debido, exclusivamente, a que, en condiciones normales, la liquidez es creada por el sistema financiero, y así aparece reflejada en su balance agregado. También debe observarse que las exigencias de información a la CNMV sobre emisiones de pagarés no son demasiado exhaustivas, lo que hace suponer que el crecimiento real de estos instrumentos es mayor que el observado.

En todo caso, parece que el diagnóstico y tratamiento de los problemas económicos debería orientarse a sus causas, y concretamente a la insuficiencia del equipo capital de la economía española, tanto en volumen como en calidad. Es evidente que ésta es la otra cara del exceso de demanda, ya que éste es siempre relativo a la capacidad de oferta. Así, mantener el ritmo inversor del sector privado se perfila como el objetivo prioritario de la situación actual. Esto permitiría reducir el desfase con el nivel de demanda y, por consiguiente, contribuir a reducir el déficit exterior. También parece ser cierto, según recientes investigaciones econométricas, que la capacidad exportadora depende decisivamente de la productividad del capital, y no a la inversa (Kunst y Marín, 1989). Lo que estos resultados indican es que el camino para incrementar las exportaciones es, precisamente, mejorar la calidad del equipo capital de una economía. De este modo, las exportaciones no son un factor exógeno que depende exclusivamente de la evolución de las economías exteriores, y pueden incrementarse a medio plazo si se mantiene el ritmo inversor privado. La insuficiencia del equipo capital es, además, otra causa de un grave desequilibrio de la economía española que, curiosamente, ha desaparecido del análisis monetario oficial: el desempleo. Insistir en el exceso de demanda como causa de los problemas es, por tanto, sólo una parte de la verdad: el incremento en los pasivos financieros del sector privado no se debe tanto a una reducción del ahorro, provocada por la expansión del consumo, como al crecimiento de la inversión real. Y esto es especialmente cierto si dejamos de considerar la adquisición de viviendas como gastos de consumo, criterio seguido por varias instancias oficiales.

La política monetaria puede ser efectiva, pero solo en sentido restrictivo y perturbando el funcionamiento de los mecanismos de mercado. Una alternativa más deseable para esta política le asignaría un papel secundario, cuyo objetivo primordial sería tratar de atemperar las perturbaciones financieras (favoreciendo la estabilidad del tipo de cambio y de los tipos de interés) y

crear un entorno sin incertidumbres, lo que ayudaría a un desenvolvimiento ordenado de la actividad financiera; y ello sin interferir excesivamente en el sector real (es precisamente esto, y no una política monetaria expansiva, lo que se propone aquí). Una adecuada combinación de esta política con otras políticas macroeconómicas —fiscales principalmente— y microeconómicas, destinadas a incrementar la competitividad de nuestra economía, parece ser la única alternativa razonable a la situación actual.

No es éste el lugar para realizar una propuesta completa sobre el contenido específico de estas políticas alternativas, que, por otra parte, han sido expuestas por numerosos expertos a través de los medios adecuados. Algunas observaciones, sin embargo, pueden ser especialmente relevantes en relación a lo aquí tratado. *En primer lugar*, la reducción del déficit público en los últimos años ha sido debida, en gran medida, a la bonanza económica, que ha permitido eliminar las pérdidas de las empresas públicas y reducir los gastos del Estado por transferencias a la seguridad social en concepto de jubilaciones y desempleo. Si se toma como medida de una política fiscal expansiva el porcentaje del déficit público sobre el PIB, parece claro, de acuerdo con el razonamiento expuesto, que la vía para reducir esta proporción es incrementar el nivel de actividad. En cualquier caso, el objetivo de reducción del déficit público sigue siendo importante, y una vía clave para alcanzarlo es la indicada, que, por otra parte, está en contradicción con las propuestas de «enfriamiento de la economía». *En segundo lugar*, una forma de hacer política microeconómica efectiva es aumentar la productividad del capital, y esto se consigue, como es natural, si la inversión privada mantiene un elevado ritmo.

NOTA

(1) En Mauleón (1989a) puede verse un análisis, desarrollado y enfoncado en la teoría monetaria, de los motivos que pueden justificar la política de esta fase y de las causas de la crisis de la anterior.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BANCO DE ESPAÑA (1987), *Informe Anual*.
— (1989), *Boletín Económico* (varios números).
KUNST, R., y MARÍN, D. (1989): «On exports and productivity», *Review of Economics and Statistics*.
MAULEÓN, I. (1987), «La demanda de ALP: una estimación provisional», *Boletín Económico del Banco de España*, octubre.
— (1989a), *Oferta y demanda de dinero: teoría y evidencia empírica*, Alianza Economía y Finanzas, Madrid.
— (1989b), «Los objetivos monetarios para 1989», *Boletín Económico*, Información Comercial Española.
ROJO, L. A., y PÉREZ, J. (1977), «La política monetaria en España: objetivos e instrumentos», Servicio de Estudios del Banco de España, *Estudios económicos*, 10.