

EL MERCADO MONETARIO

El mercado monetario abarca propiamente un conjunto de mercados al por mayor íntimamente relacionados, en los que se intercambian activos financieros de corto plazo de amortización, elevada liquidez y muy bajo riesgo, derivado de la solvencia de los emisores y de la garantía de los títulos.

Su elevado nivel de desarrollo en la actualidad se explica tanto por su estrecha vinculación con los objetivos de la política económica y monetaria como por diversas razones de índole institucional y económica que confieren una gran trascendencia a las decisiones de los agentes sobre la gestión de la liquidez. El control de la evolución de las magnitudes monetarias, la adecuada estruc-

turación de los tipos de interés, la ortodoxa financiación del déficit público y la gestión eficiente de la liquidez por parte de los agentes económicos son ejemplos de los motivos que avalan su importancia.

Dentro de lo que podría considerarse mercado de activos de caja o mercado de dinero propiamente dicho, se incluyen las intervenciones del Banco de España y el mercado interbancario privado.

El Banco de España realiza las operaciones de regulación monetaria mediante la subasta decenal de certificados (CEBES), cuyo tipo marginal constituye el tipo de interés básico o tipo de intervención, así como actuaciones de mercado a través de operaciones de compraventa con

pacto de recompra a fecha fija (*repurchased operations* o *repos*) sobre títulos de deuda pública. Debe indicarse al respecto que las subastas de CEBES sustituyeron a las de préstamos de regulación monetaria realizadas hasta mayo de 1990, a raíz de la reforma del coeficiente de caja.

Por lo que concierne al mercado interbancario de depósitos, vigente desde principios de los setenta, su instrumentación actual también compete al Banco de España, al realizarse las transacciones por medio del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero y de las cuentas de Tesorería específicas mantenidas por las entidades bancarias en el banco emisor; en él participan instituciones bancarias que se intercambian depósitos

MERCADO MONETARIO

	T I P O			V O L U M E N		
	1989	1990	1991 (noviembre)	1989	1990	1991 (noviembre)
Certificados del Banco de España (CEBES) (1)	—	14,6	13,3	—	1.157,5	976,7
Mercado interbancario de depósitos (2)						
Día a día	14,4	14,8	13,3	885,8	954,3	1.165,0
Un mes	14,8	15,0	13,3	11,2	12,7	14,3
Tres meses	15,0	15,2	13,3	8,6	9,3	11,4
Deuda del Estado.						
Compraventa con pacto de recompra a fecha fija (3)						
Letras del Tesoro	12,4	13,0	11,93	834,3	850,6	1.217,7
Bonos y obligaciones	13,0	13,2	11,95	609,6	678,3	806,5
Pagarés del Tesoro	5,0	4,7	4,5	301,4	506,8	311,7
Pagarés de empresa (4)	14,8	15,2	13,2	48,7	228,8	548,8

(1) Tipo medio subasta a diez días. Volumen medio anual por subasta.

(2) Volumen medio de datos diarios.

(3) Operaciones a tres meses. Volumen acumulado anual.

(4) Mercado mayorista (ESPACLEAR). Tipos medios a un año. Volumen acumulado anual. Para 1989, los datos corresponden al periodo julio a diciembre.

u otros activos financieros, directamente o a través de intermediarios financieros privados, por plazos diarios o superiores, ya sea mediante operaciones de depósito estrictas o de repos.

El mercado de pagarés de empresa, por último, comprende la emisión mediante subasta y la negociación de activos financieros de dicha denominación, creados a principios de los ochenta a imitación del *commercial paper* norteamericano, que son emitidos por grandes empresas no financieras a la orden, tienen un elevado nominal y plazos de vencimiento que no sobrepasan los dieciocho meses, y están respaldados por una línea de crédito bancario que garantiza su liquidez. Su consideración dentro del mercado monetario responde tanto a sus crecientes volúmenes de contratación en el corto plazo como al proceso de desintermediación financiera que subyace en la apelación directa al crédito a corto por parte de las grandes empresas, que permite eludir la incidencia de medidas de política monetaria tales como la contingentación del crédito bancario.

Las características del mercado monetario lo hacen especialmente proclive a oscilaciones coyunturales, que difícilmente pueden significarse en datos anuales, por lo que puede resultar más oportuno hacer un somero repaso a su evolución y tendencias más recientes.

Desde esa perspectiva, el mercado monetario ha reflejado fielmente las pautas del mecanismo de control monetario vigente en España desde la entrada de la peseta en el SME, que se fundamenta sobre los agregados monetarios y el tipo de cambio como variables intermedias, y sobre la contingentación transitoria del crédito y el tipo de intervención del Banco de España como variables instrumentales. A este respecto, debe destacarse de nuevo que durante 1990 se produjo la reducción y reforma del coeficiente de caja, con la subsiguiente creación de los certificados para absorber la enorme liquidez liberada y la implantación del nuevo esquema de intervención, basado en

las subastas decenales de adquisición temporal de tales certificados y en las operaciones de mercado abierto para ajustar los requerimientos diarios de liquidez del sistema.

Los datos concretos responden así tanto a la incidencia del marco regulador como a la evolución de los agregados monetarios, del tipo de cambio de la peseta, de las necesidades de financiación del Tesoro y de la tasa de inflación. Durante 1989 y 1990, ante un objetivo estricto en la evolución de las magnitudes monetarias y una limitación cuantitativa del crédito, que perseguían cortar la tendencia creciente del gasto privado, los tipos de interés se mantuvieron en niveles elevados y estables, con una progresiva armonización entre el tipo de intervención del Banco de España y el marginal de las letras del Tesoro, dando lugar a un indicador que se ha convertido desde entonces en una información coherente y fiable para la formación de los tipos en el mercado interbancario y para la financiación empresarial, vía pagarés.

Durante 1991, la evolución de los tipos de interés ha sido bajista, como resultado de las medidas de control implantadas, que han logrado una expansión moderada en los agregados monetarios, y como consecuencia de la relajación en las tendencias apreciadoras de la peseta en el SME, que la habían mantenido en el límite superior de la banda de fluctuación respecto de la moneda más débil de referencia, constituida paradójicamente, a causa del diferencial entre las tasas de inflación de ambos países, por el franco francés. A esta evolución a la baja en los tipos de interés han contribuido asimismo la supresión del depósito previo del 30 por 100 a la obtención de créditos en el exterior y la liberalización de la apertura de cuentas en moneda extranjera a los no residentes, como anticipo de la liberalización plena en el movimiento de capitales exigida por la entrada en vigor del Acta Unica.

No obstante lo anterior, los últimos datos disponibles, referidos a la última decena de noviembre, evidencian la voluntad del Banco de España

de mantener el tono restrictivo de la política monetaria de cara al próximo año, por una diversidad de motivos que abarcan desde la actual persistencia de la tasa de inflación en un nivel elevado y su previsible repunte en los primeros meses de 1992, con la aplicación del incremento en los impuestos indirectos y especiales, hasta el crecimiento del déficit público y las dificultades de su financiación a corto y medio plazo a los tipos ofertados, sin olvidar la necesidad de romper las expectativas excesivamente bajistas generadas por los agentes económicos a lo largo de 1991.