

# PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

75

Transmisión  
de la  
política  
monetaria  
y sistema  
bancario



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS  
PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL





# PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

75

2002



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS  
PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS  
PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

## PATRONATO

JUAN RAMÓN QUINTÁS SEOANE  
*(Presidente)*  
JOSÉ ANTONIO DE BONILLA Y MORENO  
*(Secretario)*  
JOSÉ M.<sup>a</sup> BUENO LIDÓN  
JULIO FERNÁNDEZ GAYOSO  
FRANCISCO JOSÉ ISASI MARTÍNEZ  
ANTONIO MARTÍN JIMÉNEZ  
JESÚS MEDINA OCAÑA  
RICARD PAGÉS FONT  
ATILANO SOTO RÁBANOS  
ADOLF TODO ROVIRA

**Presidente de honor**  
ENRIQUE FUENTES QUINTANA

## PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

**Director**  
VICTORIO VALLE SÁNCHEZ

**Coordinadores**  
JOSÉ ANTONIO ANTÓN PÉREZ  
SANTIAGO CARBÓ VALVERDE

**Redactor-Jefe**  
FERNANDO GONZÁLEZ OLIVARES

**Coordinación gráfica**  
PILAR LÓPEZ ISARRIA

**Portada**  
Bravo-Lofish

**Edita**  
Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas  
para la Investigación Económica y Social  
Padre Damián, 48; 28036-Madrid

**Imprime**  
Raíz Técnicas Gráficas, S.L.  
Calle Gamonal, 19; Polígono Industrial de Vallecas  
28031-Madrid

Depósito legal: M. 7.461.-1993  
ISSN: 1132-9564

# SUMARIO

■ INTRODUCCIÓN. La transmisión de la política monetaria y el sistema bancario.....	V
■ EL PILAR MONETARIO EN LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE. <i>Eugenio Domingo Solans</i> .....	1
■ EL PAPEL DEL CRÉDITO EN EL MECANISMO DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA. <i>Ignacio Hernando y Jorge Martínez Pagés</i> .....	7
■ DINERO, REGIONES Y POLÍTICAS MONETARIAS. <i>Carlos J. Rodríguez Fuentes</i> .....	25
■ EFECTOS DEL SISTEMA FINANCIERO EN LAS DISPARIDADES REGIONALES. Aplicación de un modelo de desarrollo regional postkeynesiano al caso europeo. <i>Javier García-Verdugo Sales y Marta de la Cuesta González</i> .....	39

## OPINIONES

■ ¿TRASLADAN LAS ENTIDADES FINANCIERAS LOS CAMBIOS EN LOS TIPOS DE INTERÉS A SUS CLIENTES?, ¿HASTA QUÉ PUNTO?.....	53
GONZALO GIL GARCÍA. <i>Subgobernador del Banco de España</i> .....	55
JOSÉ ANTONIO OLAVARRIETA. <i>Director General Adjunto de CECA</i> .....	58
JOSÉ LUIS LEAL MADONADO. <i>Presidente de la Asociación Española de Banca Privada</i> .....	59
JOSÉ MARÍA CUEVAS. <i>Presidente de la CEOE</i> .....	60
CEPYME.....	61

## DOCUMENTO

■ ORIENTACIÓN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO, DE 31 DE AGOSTO DE 2000, SOBRE LOS INSTRUMENTOS Y PROCEDIMIENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA (BCE/2000/7).....	63
--	----





# Introducción

## La transmisión de la política monetaria y el sistema bancario

La introducción del euro ha supuesto, tras el desarrollo de un viaje de largo recorrido, la culminación del proceso de integración monetaria europea. Prolífera ha sido la literatura concerniente al análisis de las implicaciones, tanto desde el punto de vista real como desde el financiero, asociadas a la puesta en marcha de la política monetaria única y a la moneda común. Las conclusiones obtenidas, aun siendo de carácter dispar, muestran un amplio sesgo hacia la evaluación positiva de este fenómeno sin precedentes en la historia económica europea. Sin embargo, el logro de la estabilidad de precios, el mayor crecimiento económico, el desarrollo de los mercados y la mayor cohesión económica y social, entre otros, no se han visto reflejados hasta el momento, al menos en su nivel potencial. De pronto, una pieza del puzzle no encaja y se desconoce su correcta posición. Dentro de los motivos que permiten explicar la inferioridad de los resultados obtenidos en relación con los valores esperados, destaca el escaso periodo de tiempo transcurrido. Junto a ello, y más importante si cabe, se encuentra el grado de imprecisión sobre el conocimiento del *modus operandi* de la maquinaria que plasma las decisiones de política monetaria adoptadas en el cumplimiento de los objetivos perseguidos, es decir, de los mecanismos de transmisión.

El Banco Central Europeo anuncia y pone en práctica sus decisiones de política monetaria con objeto de incidir, mediante una amplia cadena de causa-efecto, sobre el comportamiento de ciertas variables macroeconómicas fundamentales. Numerosos son los canales por los que se transmite la decisión inicial de la variación en los tipos de interés oficiales: tipos de interés bancarios y de mercado, crédito, precios de los activos y tipo de cambio, entre otros. El complejo entramado de transacciones económicas que de ello se genera desemboca en una especie de «caja negra» donde los objetos que en ella se encuentran son difíciles de ordenar, debido a la presencia de numerosos puntos negros entre los que resulta complicado encontrar la luz.

Por ello, de nuevo la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas para la Investigación Económica y Social, siguiendo su objetivo de suscitar el debate constructivo y contribuir al establecimiento de los pilares necesarios para el análisis económico, dedica este número de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO a recapitular el estado de la cuestión sobre este tema de extrema relevancia, tanto para los economistas académicos como para los dedicados a la gestión.

Los trabajos recogidos en el presente volumen ofrecen al lector una amplia perspectiva de esta vertiente «oscura» de la ciencia económica. Por ello, se abarca desde la estrategia de política monetaria adoptada por el BCE, factor determinante del cumplimiento del objetivo último y del impacto sobre la economía real, pasando por el papel del crédito bancario sobre ésta, dada su importancia en la financiación de las actividades llevadas a cabo por el tejido productivo, hasta sus efectos sobre el desarrollo y el surgimiento de disparidades regionales. El número incluye, asimismo, una encuesta cualitativa en la que destacadas personalidades del ámbito financiero y empresarial expresan sus opiniones sobre el grado y la velocidad con los que las entidades financieras trasladan las variaciones en el precio oficial del dinero a los tipos aplicables a las múltiples operaciones que desarrollan con sus clientes. Junto a ello, se recoge un apéndice documental sobre los procedimientos e instrumentos de política monetaria empleados en el Eurosistema.

La puesta en marcha de la política monetaria se lleva a cabo mediante la adopción de un conjunto de decisiones por parte de la autoridad monetaria para el cumplimiento del objetivo último, de acuerdo con la información y el marco analítico disponibles. Esta estrategia es analizada para el caso del BCE por **Eugenio Domingo Solans**, profundo conocedor de la materia, dada su condición de miembro del Consejo de Gobierno y del Comité Ejecutivo de esta institución. Dicho trabajo se



ocupa especialmente del pilar monetario, debido a la cierta confusión existente con la regla de política monetaria basada en un objetivo monetario intermedio. La incertidumbre y los profundos e intensos cambios a los que se encuentra sometida la economía en la actualidad generan que la aplicación de reglas simples y automáticas resulte, de partida, inefectiva. Como señala Domingo Solans, la autoridad monetaria debe emplear sistemáticamente toda la información disponible, que en el caso del BCE proviene tanto del pilar monetario como del compuesto por los indicadores de precios y provisiones macroeconómicas. Junto a ello, se señala la importancia de los agregados monetarios de cara a la evolución de los precios, así como el peligro de identificar el pilar monetario con la M3, puesto que, dadas sus características, no puede constituir un objetivo intermedio de la política monetaria practicada por el Banco Central Europeo.

La modificación por parte del banco central del nivel general del tipo de interés altera la oferta de crédito, incidiendo sobre los precios y la renta al cambiar las decisiones de gasto de los agentes, dada la incertidumbre sobre las condiciones de los prestatarios. En esta línea, se incluye el trabajo de los economistas del Servicio de Estudios del Banco de España **Ignacio Hernando** y **Jorge Martínez Pagés**, en el que se presentan tanto los fundamentos teóricos como los resultados empíricos recogidos en la abundante literatura económica surgida sobre el canal del crédito durante los últimos años. Desde el punto de vista teórico, destaca la existencia de tres mecanismos o canales a través de los cuales la política monetaria podría incidir sobre la oferta de crédito. Mediante el canal del balance financiero, las perturbaciones en el estado de la política monetaria se traducen en alteraciones en la posición financiera de los prestatarios, así como del valor de los activos susceptibles de constituir colateral, ambos determinantes del nivel de oferta de crédito bancario y no bancario. Junto al mismo, el canal del crédito bancario se centra en la relación existente entre la capacidad de las entidades bancarias para prestar, considerando el impacto de la política monetaria sobre el dinero, y los depósitos bancarios. Finalmente, el canal del capital bancario alude al vínculo existente entre las decisiones de la autoridad monetaria, los beneficios bancarios y los requerimientos regulatorios de recursos propios.

En relación con la evidencia empírica disponible, los resultados obtenidos pueden ser analizados desde una doble perspectiva. En un primer lugar, desde la óptica relativa a los cambios en la oferta de crédito. A este respecto, cabe señalar el hallazgo de una reducción superior del nivel de inversión materializada por las empresas de reducida dimensión en relación con las de mayor tamaño ante el desarrollo de una política monetaria contractiva. Este comportamiento asimétrico viene deter-

minado por el dispar deterioro de su posición financiera. Un segundo conjunto de resultados se refiere a la influencia de la política monetaria sobre la oferta de crédito a través de algunos de los tres mecanismos citados. En este marco, se obtiene la existencia de una relación inversa entre la fortaleza del sistema bancario de un país y la intensidad de los efectos de la política monetaria sobre la vertiente real del mismo. Para el caso español, estos autores obtienen escasa evidencia empírica disponible acerca de la existencia de un canal de crédito bancario específico, resultados que se encuentran en la línea de los obtenidos para un número considerable de países europeos.

Aun cuando el BCE elabora e implementa la política monetaria bajo la consideración de la Eurozona como un todo, la existencia de diferencias en el modo en que operan los diversos mecanismos de transmisión se traduce en la aparición de implicaciones regionales de carácter potencial. En esta línea se introducen los trabajos realizados por el profesor de la Universidad de La Laguna **Carlos J. Rodríguez**, y por los profesores de la UNED **Javier García-Verdugo** y **Marta de la Cuesta**. En el primero de ellos, Rodríguez señala la reapertura del debate acerca de la neutralidad del dinero y de los efectos reales de la política monetaria, a raíz de la introducción de la moneda única. En los períodos previos a su puesta en circulación, los bancos centrales orientaron su actuación al logro del nivel de precios deseado, obviando los efectos colaterales asociados, tanto desde una perspectiva nacional como regional. La presencia de resultados diferenciales para estas unidades territoriales de menor dimensión ha sido analizada bajo la perspectiva de la teoría de las zonas monetarias óptimas, debido a la asunción de la existencia de cierta heterogeneidad en sus estructuras económicas. Bajo este esquema analítico, las regiones deberán combatir los efectos asimétricos de la política monetaria única flexibilizando sus mercados de productos y factores, teniendo en cuenta la pérdida por parte de las autoridades competentes nacionales del tipo de cambio como instrumento de política económica. Rodríguez considera este enfoque como insuficiente e incompleto, ya que a lo anterior habría que sumarle la inestabilidad que pueden generar los *shocks* asimétricos sobre la disponibilidad de crédito bancario, fuente de financiación indispensable para el desarrollo económico de determinadas regiones. El estudio de este tipo de cuestiones encaja de manera más adecuada dentro de los modelos de corte post-keynesiano. Para el caso español, se corrobora la presencia de una mayor sensibilidad cíclica en la evolución del crédito bancario de las regiones menos avanzadas desde la entrada de nuestro país en la Unión Europea.

En el artículo elaborado por los profesores García-Verdugo y De la Cuesta se profundiza en el análisis de la relevancia del dinero y las variables financieras en los



modelos post-keynesianos, así como su influencia en el crecimiento económico y la aparición de disparidades regionales. Por ello, estos autores enfatizan que para lograr una mayor convergencia es necesario el seguimiento, por parte de las autoridades de la Unión Europea y de los estados miembros, del comportamiento de las variables financieras y monetarias, y de la diversidad estructural a escala regional existente en esta materia. La presencia de diferencias sustanciales en las condiciones de demanda y oferta de liquidez y crédito puede desembocar en segmentación de los mercados, dándose de manera más acentuada en las regiones más atrasadas. Como señalan García Verdugo y De la Cuesta, el dinero juega un papel especial en el contexto regional, si bien éste resulta difícil de determinar desde el punto de vista empírico. Como solución a este problema, los autores plantean la combinación de modelos parciales de creación de crédito y preferencia por la liquidez con los factores determinantes de la creación del crédito en las diferentes unidades regionales.

El apartado de opiniones completa los contenidos técnicos de este número de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO. Un apartado cuya coordinación ha correspondido al investigador de FUNCAS **Rafael López del Paso**, y que éste sintetiza con una introducción a las respuestas de los encuestados que lleva el título «¿Trasladan las entidades financieras los cambios en los tipos de interés a sus clientes?, ¿hasta qué punto?». En este caso, el elenco de personalidades e instituciones que han tenido la deferencia de responder a nuestro cuestionario, y a las que expresamos desde estas líneas nuestro más sincero agradecimiento, es el siguiente: **Gonzalo Gil**, Subgobernador del Banco de España; **José Antonio Olavarrieta**, Director Adjunto de la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA); **José Luis Leal**, Presidente de la Asociación Española de Banca (AEB); **José María Cuevas**, Presidente de la Confederación Española de Organizaciones Empresariales (CEOE), y **CEPYME**.

Puesto que no queremos privar al lector de la lectura detallada de las respuestas de estas voces privilegiadas, nos limitaremos a destacar algunos de los principales puntos que se deducen del estado de opinión compartido por buena parte de ellos:

— Las entidades financieras españolas se han adaptado de forma satisfactoria al nuevo entorno marcado por la creciente competencia y la consiguiente caída de márgenes. Junto a ello, han realizado un notable esfuerzo por reducir costes, a la par que han continuado con

la tendencia de creciente profesionalización e innovación iniciada en épocas pasadas.

— Las empresas bancarias juegan un papel determinante en la transmisión de la política monetaria, debido a su fuerte presencia dentro de nuestro sistema financiero. La creciente utilización de índices variables en la fijación de los precios de las operaciones activas y pasivas, aun cuando pueda quedar alguna tarea pendiente en algún producto bancario específico, ha aumentado la rapidez de traslación de las variaciones en el precio oficial del dinero.

— Las instituciones financieras españolas presentan una respuesta similar de sus tipos de interés a los cambios en la política monetaria. A pesar de ello, todavía existen pequeñas diferencias como consecuencia de la existencia de desigualdades en la especialización productiva.

— Las entidades de crédito han encontrado en las comisiones una fuente de ingresos compensatoria de la caída del margen de intermediación. Los factores fiscales han desempeñado un papel fundamental en el incremento del peso relativo de las operaciones de fuera de balance en detrimento de los productos típicamente bancarios.

— La gestión del riesgo por parte de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito se ha profesionalizado de forma sustancial durante los últimos años. En consecuencia, los niveles soportados se han visto reducidos de forma sustancial, debido, al menos parcialmente, a la evolución de los mercados y la innovación de productos y procesos.

— Las medidas adoptadas por la autoridad monetaria y los entes supervisores en materia de solvencia no han afectado, al menos a priori, a la propia configuración de los precios, ya que sólo han afectado al perfil temporal de las provisiones atendiendo a la fase del ciclo económico.

Por último, el presente volumen se cierra con un apéndice en el que se incluye un documento elaborado por la máxima autoridad monetaria europea: «Orientación del Banco Central Europeo (BCE) de 31 de agosto de 2000 sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema». En este interesante documento, de obligada referencia para los estudiosos de política monetaria y operadores de mercados monetarios, se recogen los mecanismos a través de los cuales el BCE ejecuta su política monetaria.





# El pilar monetario en la estrategia de política monetaria del BCE

Eugenio Domingo Solans (\*)

## INTRODUCCIÓN

En este artículo me ocupo de la estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo (BCE), centrándome especialmente en su primer pilar o pilar monetario, sobre cuya naturaleza existe confusión por su parecido, pese a las diferencias existentes, con la regla de política monetaria basada en un objetivo monetario intermedio («monetary targeting»).

Al considerar el pilar monetario, el artículo trata también de la relación entre dinero e inflación, de las ventajas y desventajas de las reglas mecánicas de política monetaria frente a enfoques más discrecionales y, en particular, de las limitaciones de cualquier definición de dinero, entre ellas M3, para servir de objetivo monetario intermedio.

## REGLAS MECÁNICAS FRENTE A DISCRECIÓN EN LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

La estrategia de política monetaria refleja la manera en la que un banco central organiza la información disponible para la toma de decisiones que le permitan lograr su objetivo prioritario, en el caso del BCE la estabilidad de precios. La estrategia es, en otras palabras, el criterio o marco analítico que utiliza el banco central para la adopción de decisiones coherentes con el objetivo perseguido.

Si fuera efectiva, es decir, si permitiera adoptar decisiones acertadas con vistas al cumplimiento de los objetivos, lo ideal sería que el BCE tuviera una estrategia extremadamente simple, a poder ser mecánica, es decir, que permitiera prescindir en cualquier situación de la necesidad de enjuiciar (no discrecionalidad) y por ello inequívocamente predecible: algo así como un piloto automático de la política monetaria. En tal mundo ideal sueñan los partidarios de las «reglas» de política monetaria y no resul-

ta difícil de entender que quienes se dedican a interpretar o juzgar a los bancos centrales, como los operadores de los mercados, los analistas, los periodistas especializados o los miembros de los Parlamentos, lo prefieran. Desde la perspectiva de la transparencia, predecibilidad y rendición de cuentas («accountability»), una estrategia de política monetaria basada en una regla más o menos sencilla, como las de Friedman, Taylor o MacCallum, es algo insuperable. El problema es que, además de transparente, predecible y responsable («accountable»), la estrategia de política monetaria tiene que ser eficaz, es decir, conseguir el objetivo deseado. Tiene razón Alexandre Lamfalussy (2002: 26) cuando escribe que «prometer respuestas claramente predecibles por las autoridades monetarias a acontecimientos observables sería, en el mejor de los casos, una manifestación de ingenuidad y, en el peor de los casos, una deshonestidad intelectual».

Las estrategias de política monetaria que incorporan grados significativos de automatismo o mecanicismo no son por desgracia válidas para tomar decisiones en realidades complejas, cambiantes e inciertas. Esta es mi crítica central (Domingo Solans, 2000 a) a una estricta estrategia de objetivos de inflación («inflation targeting»). Sostener que el automatismo (predecibilidad) de la política monetaria debe compensar la impredecibilidad del entorno o que la política monetaria no debe añadir con su discrecionalidad más incertidumbre a las incertidumbres de la realidad económica, todo ello en beneficio de la congruencia temporal («time consistency»), compromiso previo («pre-commitment»), transparencia y credibilidad, carece sencillamente de lógica: sería como sostener que como la carretera tiene muchas curvas no hay que girar el volante para compensar con la estabilidad del volante los giros de la carretera o que no hay que girar el volante para no añadir más giros a los giros. Por increíble que parezca, este básico razonamiento se utiliza en favor de las reglas de política monetaria e incluso se considera esencial (Guitián, 1994: 21).