

LA REFORMA DE LOS AGREGADOS MONETARIOS EN ESPAÑA, 1973-1992⁵¹

Jesús Garmendia Ibáñez

Departamento de Economía Aplicada I

Universidad del País Vasco/Euskal Herriko Unibertsitatea

PARTE I: DE LAS DISPONIBILIDADES LIQUIDAS A LOS ACTIVOS LIQUIDOS EN MANOS DEL PUBLICO.

1.- El esquema inicial del control monetario.

Desde mediados de 1973 la política monetaria aplicada en España ha perseguido alcanzar cierta tasa de crecimiento de la cantidad de dinero mediante el control de los activos líquidos del sistema bancario⁵².

(1) y (2) recogen las definiciones de base monetaria y oferta monetaria, respectivamente. "h" es la relación (3) entre efectivo y depósitos del público y "c" la relación (4) entre activos de caja y depósitos del sistema bancario. La relación entre la oferta monetaria y ALSB viene dada por (5) y el multiplicador de los activos de caja es (6).

$$(1) \quad BM = E + ALSB$$

$$(2) \quad M = E + D$$

$$(3) \quad E = h D$$

$$(4) \quad ALSB = c D$$

$$(5) \quad M = ALSB (1 + h)/c$$

$$(6) \quad m = (1 + h)/c$$

⁵¹Este artículo desarrolla parte de las ideas expuestas por su autor en el **Curso sobre el sistema financiero español**, desarrollado durante el mes de noviembre de 1993 en la Escuela Universitaria de Estudios Empresariales de San Sebastián.

⁵²Para mayor detalle, consúltense:

ROJO, L. A. y PEREZ FERNANDEZ, J. (1977), **La política monetaria en España: objetivos e instrumentos**, Banco de España, Estudios Económicos, nº 10.

MARTINEZ MENDEZ, P. (1981), **El control monetario a través de la base monetaria: la experiencia española**, Banco de España, Estudios Económicos, nº 20.

CUERVO GARCIA, A. , RODRIGUEZ SAIZ, L. y PAREJO GAMIR, J. A. (1992) , **Manual de Sistema Financiero Español**, Ariel Economía.

LOPEZ ROA, A. L. (1981), **Sistema Financiero Español**, Nueva Generación Editores, SA.

De (5) se deduce que, si h y c son estables, una trayectoria-objetivo para M puede ser alcanzada influyendo sobre la trayectoria de $ALSB$.

En el planteamiento elegido, se partía de unos objetivos finales de política económica para el año en cuestión, se estimaba la tasa de crecimiento de M compatible con aquéllos y se establecían unos objetivos semestrales para la misma, definidos en términos de una banda de fluctuación con respecto a dicha tasa. Este objetivo intermedio de crecimiento para la oferta monetaria se acompañaba de previsiones para otras magnitudes monetarias y crediticias importantes (crédito al sector privado, crédito interno,...). La estimación del coeficiente de efectivo en manos del público y del excedente de encaje bancario proporcionaba la senda de crecimiento que habían de seguir los activos de caja bancarios. Finalmente, con la información reunida en el balance ajustado del Banco de España y los datos disponibles sobre las operaciones con títulos públicos y los efectos monetarios de los sectores público y exterior, se calculaba cuál era la liquidez de base que el Banco de España debía proporcionar o detraer para situar a los activos de caja bancarios en la trayectoria deseada.

El balance ajustado del Banco de España recoge la información relativa a los factores de "creación" y de "absorción" de base monetaria. Su pasivo muestra la base monetaria y su activo agrupa, por un lado, la financiación (neta) otorgada al sistema bancario (FNSB) -a través de operaciones con títulos públicos (FNTP) o crediticia (CNSB)- y, por otro, los restantes activos (netos) del banco emisor (ANBE), entre los que se incluyen la financiación neta a los sectores exterior (SE) y público (SP).

Las identidades del balance ajustado del Banco de España, expresadas en (7), (8) y (9), conducían a la relación (10):

$$(7) \quad FNSB + ANBE = E + ALSB$$

$$(8) \quad FNSB = FNTP + CNSB$$

$$(9) \quad ANBE = SE + SP + OF$$

$$(10) \quad \mathbf{ALSB = (SE + SP + OF - E) + FNSB}$$

Conocida o estimada la evolución de los factores autónomos SE , SP , OF (de "creación") y E (de "absorción") de base monetaria, la última relación mostraba cuál había de ser la cuantía $FNSB$ de la intervención del Banco de España necesaria para situar a $ALSB$ en el curso deseado. De ahí que (10) fuera una identidad básica del control monetario.

Se trataba, por tanto, de actuar sobre los $ALSB$, variable operativa a través de la cual se afectaba a la senda de M en el sentido deseado, confiando en que los cambios de esta variable intermedia transmitirían sus efectos al gasto nominal en un plazo algo mayor. Para influir mejor sobre él, la definición de *oferta monetaria* adoptada en cada momento debía acercarse lo más posible al conjunto de activos que operaban como *medios de pago* en ese momento, por ser los activos más relacionados con la demanda de transacciones.

Sin embargo, la frontera entre la demanda de activos financieros por motivos de transacción o por motivos de precaución o especulación resulta en la realidad muy difusa y cambiante. En el planteamiento de 1973 se decidió definir la oferta monetaria en términos de *disponibilidades líquidas* o *M3*, frente a las opciones más estrechas de *M1* o *M2*. Los depósitos de ahorro eran ampliamente utilizados por el público español para la realización de transferencias y la domiciliación de pagos. Los depósitos a plazo gozaban también de gran liquidez -tanto en la modalidad de imposiciones ordinarias, como en la de certificados de depósito- siendo muy frecuente la cancelación anticipada, por lo que se comportaban de hecho como buenos sustitutivos de los medios de pago tradicionales.

La filosofía de este esquema del control monetario no se ha alterado hasta muy recientemente. Lo que sí han cambiado, lógicamente, adaptándose a las circunstancias han sido las definiciones de los agregados monetarios implicados en el control, asunto del que trataremos en este artículo.

2.- La innovación financiera en los primeros años ochenta⁵³.

La reforma fiscal, la aceleración del déficit público, la persistencia de una inflación alta, el establecimiento de coeficientes obligatorios, la reglamentación de los tipos de interés pasivos, la regulación de las operaciones bancarias, la crisis económica, la incertidumbre política,... constituyeron un caldo de cultivo que propició una intensa innovación financiera en los años ochenta.

Desde 1981 las emisiones de *bonos bancarios* -revitalizados, caso de los bonos de caja, o recién creados, caso de los bonos de tesorería- desplazaron masivamente a los depósitos a plazo, sobre todo entre la clientela exigente⁵⁴. Las *letras endosadas*, creadas en 1980, fueron otro mecanismo de sustitución de depósitos⁵⁵. Este "invento" de las "operaciones fuera de balance" se extendió a toda la banca española con la emisión de *efectos de propia*

⁵³SANZ MEDRANO, B. (1988), *Los agregados monetarios en España y su calidad como objetivos intermedios*, Boletín Económico, Banco de España, diciembre de 1988.

⁵⁴Las limitaciones impuestas a la banca industrial para abrir oficinas le llevaron a emitir renta fija a largo plazo (los *bonos de caja*), para captar los recursos que no podía obtener como depósitos. La banca comercial y las cajas de ahorro, en defensa de su cuota de mercado, reaccionaron emitiendo un activo similar (los *bonos de tesorería*). Cuando dejaron de computarse en el coeficiente de inversión (1975) y en el de caja (1978), la exención de coeficientes permitió a las entidades ofrecer los bonos a la clientela a unos tipos más atractivos que los de los depósitos. Como inversión en renta fija, el cliente disfrutaba de la ventaja de ser desgravables en el IRPF. A menudo, estos rendimientos se pagaban mediante cupón cero o eran emitidos al descuento, con lo que se consideraban ganancias de capital y no estaban, en consecuencia, sujetas a retención a cuenta. En tales casos, muy frecuentes, los rendimientos gozaban de gran opacidad fiscal. Las propias entidades emisoras se encargaron, además, de asegurarles una alta liquidez.

⁵⁵La banca extranjera recurría al mercado interbancario para salvar las limitaciones legales que frenaban su captación de nuevos depósitos. Cuando subieron los tipos de este mercado, ideó el endoso de letras para contrarrestar el alza. La entidad bancaria endosaba en blanco una letra de su cartera a un cliente y daba de baja en su balance el depósito del adquirente y la letra. Este endoso se hacía al descuento, sin retención fiscal. La liquidez de la letra endosada quedaba asegurada por la propia entidad o por la negociación en bolsa de la letra.

*financiación*⁵⁶. Desde 1984, los *pagarés bancarios* sustituyeron a las *letras endosadas*⁵⁷. La misma búsqueda de exención de coeficientes (para las entidades emisoras) y de ventajas fiscales y de liquidez (para los adquirentes) animó la emisión de *títulos hipotecarios* (herederos de los viejos *bonos bancarios* en las cajas de ahorro), las *cesiones de activos* (públicos y privados) y las *operaciones de seguro* (sobre todo, *de prima única* a plazo igual o mayor que cinco años, el plazo de prescripción de las deudas fiscales).

La connivencia entre las entidades financieras (interesadas en eludir el gravamen implícito que suponen los coeficientes obligatorios) y sus clientes de pasivo (interesados en eludir el pago de impuestos) permitió el crecimiento de todos estos activos financieros nuevos en los primeros años ochenta. Los ingresos públicos se vieron mermados por estos comportamientos y los depósitos fuertemente desplazados por los nuevos activos (sobre todo, durante 1982 y la primera mitad de 1983). Todo ello trastocó rápidamente el sencillo esquema de control inicial e hizo necesaria una reforma del mismo en 1984.

3.- La reforma de 1984.

La intensidad de los desplazamientos de unos activos por otros complicó el control monetario. Si se trataba de movimientos internos a M3, quedaba siempre la duda de si los cambios registrados en la demanda de activos estaban alentados por la búsqueda de la mejor combinación de rentabilidad-liquidez-riesgo por parte del público o si tales cambios obedecían a motivos de transacción. Sólo en el segundo caso el gasto nominal, que era el objetivo final, resultaría afectado. Si se trataba de una sustitución de activos incluidos en M3 por activos no pertenecientes a este agregado, la demanda de liquidez aparecía sujeta a gran inestabilidad. En ambos casos, la relación entre gasto nominal y M3 se había vuelto menos clara que en el pasado.

Con objeto de contar con una demanda de *medios de pago* más estable y una oferta de los mismos mejor controlada, se redefinió la variable objetivo intermedio y se planteó un nuevo esquema de control, ampliándose los pasivos computables en el denominador del coeficiente legal de caja.

La reforma de 1984 dispuso que las *disponibilidades líquidas (M3)* dejaran de ser la variable intermedia y situó en su lugar a los *activos líquidos en manos del público (ALP)*, pues éstos mantenían una relación más estable con el gasto nominal y constituían, en

⁵⁶Aquí una entidad bancaria giraba a otra del propio grupo un efecto a su cargo, endosándolo luego a un cliente. Con este rodeo se evitaba formalizar estas operaciones de ingreso como depósitos y se eludían así los coeficientes que pesaban sobre éstos. Desde enero de 1982, la autoridad monetaria equiparó a los depósitos a plazo todos aquellos efectos endosados cuyo librado era una entidad bancaria. Pero como el pago siguió efectuándose al descuento y sin retención fiscal, todavía en 1982 y 1983 crecieron notablemente los *efectos de propia financiación*.

⁵⁷Eran las mismas operaciones formalizadas ahora en pagarés, en vez de en letras comerciales (porque los pagarés pagaban menor Impuesto de Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados). Como las letras, fueron también emitidos al descuento.

consecuencia, el conjunto de activos que parecían venir funcionando de hecho como *medios de pago*. En septiembre de 1983, los activos considerados diez años antes como disponibilidades líquidas -o sea, la suma del efectivo en manos del público (E) y de los depósitos a la vista, de ahorro y a plazo (D)- suponían sólo un 80% del total de estos ALP. El resto era un conjunto variado de *otros activos líquidos en manos del público (OALP)*, compuesto por nuevas modalidades de depósitos a plazo (Certificados de Depósito, Letras Endosadas, Pagarés Bancarios y Efectos de Financiación Propia)⁵⁸, empréstitos como los Bonos Bancarios (de Caja y de Tesorería) o los Títulos Hipotecarios de las Cajas de Ahorro⁵⁹, Certificados de Regulación Monetaria fuera del Sistema Bancario y otras Cesiones Temporales de Títulos Públicos (CTP) y Privados -tanto de las entidades de depósito, como de las Sociedades Mediadoras del Mercado de Dinero-, Pagarés de Empresa Avalados por el Sistema Bancario, Operaciones de Seguro (OSB)⁶⁰ y Pagarés del Tesoro adquiridos en firme (PTF). Todos ellos eran sustitutos muy próximos de las *disponibilidades líquidas* y funcionaban, de hecho, como *dinero*.

Como se ve, dentro de este heterogéneo grupo de OALP había pasivos del sistema bancario (PSB), pasivos de otras instituciones financieras (POIF) y pasivos del Tesoro (PTF). Había medios de pago emitidos por las entidades crediticias computables en el coeficiente de caja (PBC) y otros pasivos no sujetos a él (PBNC)⁶¹. Había medios de pago que eran también medios de crédito y otros que no lo eran. Estas mezclas tuvieron importancia, como veremos, en la evolución posterior del control monetario.

De las siguientes ecuaciones de definición:

- (1) $ALP = M3 + OALP$
- (2) $M3 = E + D$
- (3) $OALP = PSB + POIF + PTF$
- (4) $PSB = PBC + PBNC$
- (5) $PBNC = CTPB + OSB$
- (6) $c = ALSB / (D + PBC)$

se obtiene fácilmente la relación (7) entre los ALP y los ALSB en la que se siguió basando el nuevo esquema de control monetario:

$$(7) \quad ALP = E + (ALSB)/c + PBNC + POIF + PTF$$

⁵⁸Los *certificados de depósito* figuraban ya incluidos en la definición inicial de M3. Las *letras endosadas* y los *efectos de financiación propia* fueron incorporados a este agregado en 1982.

⁵⁹La inclusión de activos emitidos a plazos entre 3 y 8 años entre los activos líquidos obedece, como ya se ha indicado, a la liquidez que les otorgaban las prácticas bancarias al uso. Sólo en la medida en que tales activos se vean desplazados por la aparición de activos a corto plazo y queden así relegados a su función de colocaciones permanentes tendría sentido su exclusión de la definición de los agregados monetarios. En la reciente reforma de 1992 aún se han mantenido dentro de la definición de ALP, porque siguen gozando de gran liquidez en el sistema español.

⁶⁰Los seguros de prima única a cinco o más años de las Cajas de Ahorro.

⁶¹Concretamente, las Cesiones de valores estatales a corto plazo y las Operaciones de Seguro eran pasivos bancarios no computables en el coeficiente de caja.

El segundo cambio importante de la reforma de 1984 fue la redefinición del coeficiente de caja. La lista de los pasivos computables en el denominador del coeficiente legal de caja se amplió, de forma que alcanzara a todos los pasivos bancarios nuevos que habían ido surgiendo en los primeros años ochenta para eludir el coeficiente legal de caja. La única excepción fueron las cesiones temporales de títulos públicos (CTP), fueran de las entidades bancarias o de las SMMD.

Hasta entonces, el déficit público se había financiado principalmente mediante el recurso directo al Banco de España. Ello obligaba a éste a compensar la creación autónoma de base monetaria del sector público con actuaciones de drenaje consistentes en la colocación de Certificados de Regulación Monetaria (CRM) entre las entidades bancarias. El creciente desequilibrio presupuestario llevó a una apelación creciente del Tesoro al banco emisor que complicó y perjudicó el control monetario. En efecto, cuando el Banco de España carecía de suficientes certificados en su poder las intervenciones de drenaje o eran insuficientes (y había que resignarse a retirar de la circulación menos dinero, con el efecto inflacionario correspondiente) o eran bruscas (y generaban tensiones indeseadas en los mercados monetarios). Por otro lado, el déficit público creciente ocasionaba al banco central pagos de intereses crecientes por la colocación de los CRM en las entidades bancarias.

Para evitar estos inconvenientes y hacer más transparente el coste de financiar el déficit público, desde 1984 el Tesoro decidió crear y potenciar nuevos instrumentos de deuda a corto plazo. Esta decisión supuso el tercer cambio importante de la reforma de 1984, que afectó a los instrumentos de intervención (y a los resultados contables del Banco de España, que mejoraron en la misma medida que empeoraron los del Tesoro). Las operaciones temporales de cesión de títulos públicos a corto plazo (pagarés del Tesoro) con pacto de retrocesión con las entidades bancarias y con el público en general sustituyeron a los CRM a la hora de retirar dinero de la circulación. La totalidad de las cesiones temporales de títulos públicos del sistema bancario (CTPB) quedaron exentas del coeficiente de caja⁶², lo que facilitó el desarrollo rápido de los mercados secundarios de la deuda pública. La creación de estos mercados secundarios para la deuda pública a corto plazo otorgó gran liquidez a las cesiones de pagarés del Tesoro, de modo que se configuraron enseguida como un buen sustituto de los depósitos, razón por la que la reforma las incluyó dentro de la definición de ALP⁶³.

Así pues, tras la reforma de 1984, el control se planteaba en términos de mantener el crecimiento de ALP dentro de una banda-objetivo de fluctuación, mediante un control de su evolución a través de los ALSB, tal y como refleja la ecuación (7). Para ello, se hacía una

⁶²Las cesiones CTPB son operaciones pasivas de la banca (cesiones de los bancos a los particulares para captar fondos ajenos). No deben confundirse con las cesiones del banco emisor al sistema bancario, que son operaciones activas de este último.

⁶³Exactamente lo mismo sucedió, algo después, con las letras del Tesoro y con las operaciones temporales de cesión de deuda pública a medio y largo plazo.

estimación de la evolución probable del efectivo en manos del público (E), de los pasivos de los intermediarios financieros no bancarios (POIF), de los pasivos bancarios no sujetos al coeficiente de caja (PBNC) y de las emisiones del Tesoro que fueran a ser adquiridas en firme (PTF). Con estas previsiones y el conocimiento de la evolución de los pasivos sujetos al coeficiente de caja (D y PBC), se calculaba qué cuantía de activos de caja (ALSB) hacía falta para mantener ALP en su senda-objetivo. El seguimiento de los factores autónomos de creación de base monetaria determinaba el montante de la intervención necesaria (FNSB) para situar los activos de caja (ALSB) en esa cuantía⁶⁴. El instrumento principal de intervención eran las operaciones temporales de pagarés del Tesoro entre el Banco de España y las entidades bancarias (cesiones para drenar fondos y adquisiciones para inyectarlos).

⁶⁴Recordar la ecuación (10) del apartado 1, que suministra la identidad básica para el control monetario deducida del balance ajustado del Banco de España.

PARTE II: DE LA REFORMA DE 1984 A LA DE 1992.

Los trasvases entre activos, tanto dentro de ALP como entre activos incluidos y no incluidos en ALP, continuaron siendo muy frecuentes e intensos en la segunda mitad de la década. A continuación, los examinaremos por orden cronológico⁶⁵. De todas ellos, las innovaciones que ocasionaron los trasvases más profundos fueron la creación de la Letra del Tesoro en junio de 1987 y la expansión de los pagarés de empresa en 1990. La experiencia acumulada con respecto a los efectos de estas perturbaciones sobre los ALP condujeron, finalmente, a la redefinición armonizada de los agregados monetarios dentro de la Comunidad Europea en enero de 1992.

1.- Perturbaciones ocasionadas por los cambios en las emisiones del Tesoro a corto plazo (1985-1988).

La Ley de Tributación de Activos Financieros de 29 de mayo de 1985 estableció retenciones sobre los rendimientos de todos los activos con tipos de interés implícitos, excepto los títulos públicos. Al quedar los pagarés del Tesoro como único activo fiscalmente opaco, se produjo un fuerte desplazamiento de la demanda en su favor y una caída paralela de los saldos mantenidos en pagarés bancarios. Desde mediados de 1985 hasta abril de 1988 los pagarés del Tesoro se emitieron a tipos de interés cada vez más alejados de los tipos de mercado (como contrapeso a la rentabilidad potencial derivada de las facilidades existentes para no declarar estos rendimientos). Desde mediados de 1986, la reacción del público a este descenso de tipos de los pagarés del Tesoro fue desplazar la demanda de títulos fiscalmente opacos hacia los seguros de prima única. La demanda de pagarés del Tesoro ajena a razones de ocultación fiscal se desplazó, a su vez, hacia la deuda pública a medio y largo plazo y hacia los pagarés de empresa.

La inclusión de los pagarés del Tesoro, bien cedidos temporalmente o adquiridos en firme, en la definición de los ALP planteaba dudas sobre su eficacia como instrumento monetario. Efectivamente, cabía argumentar que las compraventas de pagarés del Tesoro del Banco de España no alteraban ya el volumen global de ALP, sino sólo su composición⁶⁶. Por otra parte, como a través de los ALSB no se puede controlar más que los pasivos de las entidades crediticias, la expansión de los pagarés del Tesoro debía ser contrarrestada por el Banco de España por otras vías. Pero fue la Ley de Tributación de Activos Financieros la que

⁶⁵SANZ MEDRANO, B. (1991), **Las perturbaciones financieras y sus efectos sobre los activos líquidos en manos del público**, Boletín Económico del Banco de España, marzo 1991, págs. 19-27.

⁶⁶Por la misma razón, en estos casos, el déficit público se monetizaba igualmente tanto con el recurso directo al Banco de España, como con la emisión de pagarés del Tesoro.

los invalidó definitivamente como instrumento de la política de mercado abierto, al convertirlos en un activo fiscalmente opaco. Esto hizo que su demanda nada tuviera que ver con las razones habituales para demandar activos líquidos. Por todas estas razones, los pagarés del Tesoro dejaron de ser útiles como instrumento monetario⁶⁷.

La necesidad de un nuevo activo público a corto plazo con el que instrumentar las operaciones de mercado abierto era evidente. Sin embargo, diversas razones retrasaron hasta junio de 1987 la aparición de la Letra del Tesoro. Desde su aparición quedaron exentas de retención fiscal, con lo que las razones últimas de su demanda fueron tan dudosas como en el caso de los pagarés del Tesoro. Por otra parte, al estar también incluidos estos títulos en la definición de ALP, cabe aplicarles lo dicho en el caso de los pagarés del Tesoro. Su utilidad como instrumento de mercado abierto fue bastante discutible.

De lo que no cabe duda, en cambio, es de los cambios profundos en las carteras de los particulares que ocasionó su creación. Salió al mercado en una coyuntura de tipos elevados y además con una cierta prima, lo que facilitó su aceptación. En el nuevo título de deuda pública a corto plazo se materializaron la mayor parte de las desinversiones en pagarés del Tesoro, depósitos a plazo y pagarés de empresa, los fondos procedentes de las ventas de obligaciones privadas (tras perder la desgravación fiscal) y de acciones (desde la crisis bursátil de 1987), más los desviados hacia el corto plazo por la paralización de las emisiones de deuda pública a plazos más largos. El resto de las desinversiones en todos estos activos animó las cesiones temporales de deuda pública a medio y largo plazo.

Como se ve, los cambios en la tributación de los distintos activos financieros y en la política de emisiones del Tesoro ocasionaron reorientaciones de las carteras de gran magnitud⁶⁸. La demanda de ALP se hizo muy inestable, con frecuentes movimientos internos⁶⁹ y desplazamientos de fuera a dentro y de dentro a fuera del agregado. Como las cesiones temporales de títulos públicos estaban excluidas de los pasivos computables en el coeficiente de caja, los cambios bruscos y frecuentes experimentados por la demanda de títulos públicos transmitían su inestabilidad a los multiplicadores monetarios. En un contexto de profundas y frecuentes reorientaciones de las carteras del público, efectuar hipótesis sobre la evolución del volumen de cesiones temporales de títulos públicos (CTP) o de las adquisiciones en firme de títulos estatales a corto plazo (PTF) se convirtió en una tarea sujeta a grandes márgenes de error.

⁶⁷Véase MARTIN SECO, J. F. (1993), **¡La economía estúpida, la economía! (La política económica del social-liberalismo)**, Ed. Libertarias/Prodhufi, S. A. , págs. 268-270.

⁶⁸A los cambios señalados habría que añadir otros, como las modificaciones en la normativa referente a la formalización de las operaciones con no residentes, para evitar su opacidad fiscal. Hubo también cambios no relacionados con la fiscalidad o las emisiones de deuda pública como, por ejemplo, los trasvases desde depósitos a plazo hacia depósitos a la vista y de ahorro con ocasión de la liberalización de los tipos de interés pasivos en el segundo semestre de 1987.

⁶⁹La decisión de incorporar los saldos en pesetas convertibles y los saldos acreedores pendientes de liquidación entre los pasivos computables en el coeficiente de caja empeoró aún más las cosas, debido a la fuerte variabilidad de estas partidas.

Estas dificultades en la estimación de magnitudes imprescindibles de conocer en el esquema de control existente llevó a implantar el Sistema de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado, lo que permitió un cálculo más afinado. Pero no sólo era difícil la estimación de las magnitudes implicadas en el control monetario. La inestabilidad de la demanda de ALP persistía y, sobre todo, era dudosa la interpretación del significado de sus movimientos y su relación con el gasto nominal.

En definitiva, pese a las mejoras introducidas por la reforma de 1984 y por el funcionamiento del Sistema de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado, volvían a reproducirse los problemas que se han comentado al comienzo del apartado 3 de la parte I, problemas que complicaban la ejecución de la política monetaria y comprometían su eficacia.

Los trasvases fueron continuos y cambiantes. Si en el segundo semestre de 1987 se aceleró el crecimiento de la demanda de ALP -pues predominaron los trasvases de fuera a dentro del agregado-, en el primer semestre de 1988 sucedió lo contrario. La caída pronunciada de los tipos de interés de las letras del Tesoro llevó los fondos hacia colocaciones incluidas en ALP (sobre todo, depósitos a la vista y cesiones de deuda estatal a medio y largo plazo) y hacia activos excluidos de ALP (pagarés de empresa, adquisiciones en firme⁷⁰ de deuda pública a medio y largo plazo y transferencias de crédito), predominando ahora los movimientos hacia afuera. Esta vez la razón principal de la desaceleración de ALP en el primer semestre de 1988 no tuvo que ver con la evolución presupuestaria, sino con el deseo del Banco de España de evitar una excesiva apreciación de la peseta, cosa que facilitó la colaboración entre el Tesoro y el Banco de España, al permitir la caída notable de la rentabilidad de las letras del Tesoro.

2.- Perturbaciones ocasionadas por las expansiones de los seguros de prima única (1986-1988) y de las transferencias de activos (1988-1989).

Aunque de menor entidad que los trasvases provocados por las emisiones a corto plazo del Tesoro, los desplazamientos ocasionados por las operaciones de seguro de prima única fueron también importantes en los años posteriores a la promulgación de la Ley de Tributación de Activos Financieros. En el trienio de 1986 a 1988, el descenso de los pagarés del Tesoro provocó un incremento en el saldo de las operaciones de seguro de las Cajas de Ahorro y de las propias empresas de seguro. Estas últimas negociaron sólo una tercera parte

⁷⁰A diferencia de las cesiones temporales o las adquisiciones en firme de deuda estatal a corto plazo, con las adquisiciones en firme de títulos públicos a largo plazo se persigue una posición satisfactoria de rentabilidad y riesgo que guarda escasa relación con motivos de transacción. De ahí que sus compras en firme se excluyan de la definición de los medios de pago. No obstante, dependiendo de las prácticas de las entidades financieras, podría ocurrir que gozaran de alta liquidez (tal y como ocurrió, por ejemplo, a primeros de los ochenta con los bonos de caja de la Banca Industrial. Aunque privados, también eran activos de renta fija a largo plazo). En definitiva, la definición de *activos líquidos* es algo muy empírico y variable, dependiente de los usos de cada sistema financiero en cada momento.

de las operaciones, por lo que la sustitución de pagarés del Tesoro por seguros de prima única representó, en su mayor parte, movimientos internos a ALP.

En el bienio siguiente, tras perder los seguros de prima única su condición de activos opacos, las cajas de ahorro potenciaron las cesiones temporales de títulos públicos para retener los fondos antes colocados en seguros de prima única. Los bancos, a su vez, emitieron pagarés bancarios para atraerse la demanda de activos fiscalmente opacos. En pagarés de empresa, pagarés bancarios, pagarés forales⁷¹ y transferencias de activos se materializó la demanda de activos financieros motivada por la ocultación fiscal, procedente de las desinversiones en seguros de prima única.

En el primer semestre de 1989, gran parte de las operaciones contabilizadas como *transferencias de activos* eran, en realidad, *participaciones de activos*, pues no había una cesión total de las obligaciones y derechos con respecto al activo "transferido". Las cesiones de créditos, de pagarés de empresa y de pagarés forales eran las operaciones más frecuentemente anotadas como "transferencias de activos". La formalización incorrecta de estas cesiones obedecía al interés de las entidades en eludir el coeficiente de caja (pues las *participaciones de activos* eran pasivos computables⁷²; pero las *transferencias* no lo eran). A mediados de 1989 se definió nítidamente la frontera entre cesiones y transferencias, con lo que las cesiones pasaron a ser correctamente contabilizadas como *participaciones*. Por otra parte, los rendimientos obtenidos en las operaciones de transferencia de activos quedaron sujetos a retención⁷³ y las transferencias de activos privados se incluyeron en la definición de ALP desde 1990. Tras estos cambios en la regulación de las transferencias de activos, la demanda con fines de ocultación fiscal se refugió en los pagarés forales y, en menor medida, en los pagarés bancarios.

Como consecuencia de los cambios citados aumentaron, por un lado, los pagarés bancarios y las participaciones y, por otro, los depósitos de las Administraciones Públicas en el sistema crediticio (contrapartida de la expansión de los pagarés forales). Todos ellos eran

⁷¹Títulos de deuda a corto plazo, emitidos por las Diputaciones Forales de la Comunidad Autónoma del País Vasco. Salían al mercado a tipos superiores a los de los pagarés del Tesoro; pero inferiores a los tipos tomadores del mercado. Esta diferencia hacía que las Diputaciones encontraran rentable la recolocación en el sistema crediticio de los fondos captados con los pagarés emitidos. Como, al mismo tiempo, los tipos pasivos pactados por los bancos con las Diputaciones eran inferiores a los del interbancario, las entidades de depósito encontraban también una razón para participar en este circuito de los pagarés forales.

⁷²Recuérdese que sólo las cesiones de títulos de deuda estatal y del Tesoro a corto plazo estaban excluidas del coeficiente de caja. Sobre el particular, **Las series de ALP y de crédito interno a familias y empresas, ampliadas con transferencias de activos**, Boletín Económico del Banco de España, septiembre 1989, págs. 17-21 y **ALP: Incorporación de las transferencias de activos privados y nuevos factores estacionales**, Boletín Económico del Banco de España, febrero 1990, págs. 13-19.

⁷³Desde la regulación de las operaciones de seguro y de las transferencias de activos, los pagarés bancarios y los pagarés del Tesoro fueron los únicos activos que quedaron con retención fiscal en origen y, por tanto, los únicos refugios financieros para la demanda de ocultación fiscal.

activos pertenecientes a ALP, por lo que el agregado monetario experimentó una aceleración muy superior a la programada⁷⁴.

3.- Perturbaciones ocasionadas por las limitaciones crediticias (1989-1990): la expansión de los pagarés de empresa.

Ante el desbordamiento de las magnitudes monetarias, la autoridad monetaria reaccionó implantando un control directo sobre el crédito en el verano de 1989. La razón fundamental para este giro fue que casi dos terceras partes del crecimiento de los ALP dependían ya de pasivos no computables en el coeficiente de caja, por lo que se desconfió de la posibilidad de asegurar el control sobre las bases indirectas tradicionales (o sea, a través de los ALSB). La limitación al crecimiento del crédito se mantuvo durante todo 1990⁷⁵ y no se levantó hasta enero de 1991.

El endurecimiento de la política monetaria no hizo sino acrecentar el interés de las entidades de depósito en garantizar la continuidad de las emisiones de pagarés forales, al aumentar la diferencia entre los tipos del interbancario y los tipos aplicados a los depósitos de las Diputaciones. El acuerdo alcanzado con la Hacienda central en abril de 1990 puso término a este circuito de dinero "negro", alentado al unísono por las Diputaciones Forales y la banca.

El activo "estrella" de 1990 fueron los pagarés de empresa. Con una negociación en torno a los 150 mil millones de media mensual, no cabe duda de que el sistema financiero los eligió para contrarrestar la restricción del crédito.

A lo largo del periodo de restricciones crediticias, la caída de los pagarés forales (con el descenso consiguiente de los depósitos de contrapartida) y, sobre todo, la expansión fortísima de los pagarés de empresa (formalizada fuera de los balances bancarios) ocasionaron continuos desplazamientos hacia activos no incluidos en ALP.

4.- Perturbaciones ocasionadas por cambios fiscales (1991-1992): la expansión de los Fondos de Inversión.

El retorno a una actividad crediticia normalizada en 1991 significó, lógicamente, la expansión de los depósitos bancarios -reforzando así los efectos de la disminución del coeficiente de caja (que había sido reformado en febrero de 1990)- y un fuerte descenso de las

⁷⁴También contribuyó a ello la expansión de los recursos propios de los bancos.

⁷⁵No fue el único control directo que se implantó. La restricción crediticia supuso una importante entrada de divisas por dos vías. Una, las entradas de capitales, atraídas por una diferencia de tipos internos creciente con respecto al precio internacional del dinero y por un tipo de cambio estabilizado en niveles altos. Otra fue la sustitución de deuda interior por deuda exterior en las grandes empresas. Para neutralizar esta última vía, claramente contradictoria con los fines de "enfriamiento" del gasto interior que perseguía la política monetaria restrictiva, ya en 1989 se obligó a constituir un depósito previo equivalente al 30% del crédito exterior obtenido. Esta obligación se suprimió en marzo de 1991.

emisiones de pagarés de empresa⁷⁶. La fuerte desaceleración de las emisiones de pagarés del Crédito Oficial (tras la reorganización institucional de las entidades de Crédito Oficial, llevada a cabo a mediados de dicho año) y la caída de los pasivos de las Entidades de Crédito de Ambito Operativo Limitado (sociedades de leasing, entidades de financiación,...), correlativa al "enfriamiento" del consumo y de la inversión, fueron fenómenos que también ocasionaron trasvases de fuera a dentro de ALP.

En sentido contrario operaron una serie de cambios fiscales. La eliminación de la tributación de los rendimientos de la deuda pública adquirida por los no residentes, desde principios de 1991, dio lugar a compras masivas por parte de inversores extranjeros, con la consiguiente caída del saldo vivo de deuda pública en manos de residentes. La regularización de la situación fiscal de los contribuyentes con activos ocultos ocasionó, por su parte, el canje de pagarés del Tesoro y pagarés forales por Deuda Especial. Finalmente, el trato fiscal favorable otorgado a las participaciones en Fondos de Inversión impulsó fuertemente su expansión y, con ella, las adquisiciones temporales de bonos y obligaciones del Estado cedidos por el sistema bancario (que eran las colocaciones predilectas de los Fondos de Inversión).

Así pues, los efectos de los cambios fiscales neutralizaron en 1991 buena parte de la aceleración imprimida a ALP por el retorno a la normalidad de los mercados crediticios, dando como resultado una tasa moderada de avance para el conjunto del año.

A las compras de Deuda Especial y a la expansión de los Fondos de Inversión se unió, desde febrero de 1992, el desplazamiento de depósitos desde entidades residentes a entidades no residentes que siguió a la liberalización plena de los movimientos de capitales. Los bancos alentaron este proceso porque estos depósitos obtenían un trato más favorable para los rendimientos de capital y también a efectos del coeficiente de caja⁷⁷. El crecimiento de los ALP de 1992 fue también moderado.

5.- La redefinición de los agregados monetarios de 1992.

Como hemos visto, a lo largo de todo el periodo examinado, las señales emitidas por la variable intermedia siguieron cambiando bruscamente y su relación con el gasto nominal era difícil de interpretar. La demanda de los activos incluidos en ALP obedecía a motivaciones diversas, prácticamente inseparables. Una parte de los cambios estaba relacionada con las necesidades de liquidez para transacciones; pero otra parte creciente respondía a los deseos de

⁷⁶No obstante, después de la desaparición de las limitaciones al crédito, se ha venido manteniendo una negociación de pagarés de empresa muy superior a los niveles previos a la restricción. Así pues, los avatares de este periodo contribuyeron al desarrollo en España de un auténtico mercado secundario de pagarés de empresa, antes prácticamente inexistente.

⁷⁷Lógicamente, las reducciones posteriores del coeficiente de caja tuvieron el efecto contrario, desplazando depósitos desde el exterior al interior del sistema.

recomponer las carteras de activos o de ocultar ingresos al fisco. La plena liberalización de los movimientos de capitales aumentó la inestabilidad de la demanda y complicó aún más el control monetario en todas partes. La necesidad de reformar los agregados monetarios era cada vez más evidente y llevó a su definición armonizada en la Comunidad Europea en enero de 1992. La variable elegida como agregado monetario armonizado fue M3 -más que nada, por las dificultades de información existentes con agregados más amplios-, dejando las definiciones más amplias de oferta monetaria para concretarlas en cada país miembro.

En el nuevo marco⁷⁸, el **sector emisor** de pasivos líquidos se identifica con el conjunto de las entidades de crédito residentes. En el caso español, además del banco emisor, incluye a bancos, cajas de ahorros, cooperativas de crédito, entidades de crédito de ámbito operativo limitado y entidades de crédito oficial. Los Fondos de Inversión han quedado excluidos, provisionalmente, de la lista de emisores de pasivos líquidos. Mientras sus inversiones sean tan líquidas como las participaciones que emiten, su exclusión no tendrá trascendencia. Pero si, debido a sus ventajas fiscales, las participaciones desplazan fuertemente a los depósitos y los Fondos invierten en activos no pertenecientes a ALP (como, por ejemplo, en adquisiciones en firme de deuda pública a medio o largo plazo, o en activos en moneda extranjera emitidos por entidades no residentes), su exclusión debería ser reconsiderada.

En otro orden de cosas, lógicamente, los activos líquidos detentados por los nuevos emisores deben quedar ahora excluidos de las definiciones de los agregados monetarios.

El **sector tenedor** de activos líquidos se identifica con las empresas no financieras y las economías domésticas, con independencia de la moneda en que se denominen los activos mantenidos. Por tanto, la nueva definición de las disponibilidades líquidas o M3 excluye los activos líquidos en poder de las Administraciones Públicas (por su escasa relación con el gasto nominal) y los activos líquidos en poder de residentes emitidos por entidades no residentes (por ser insuficiente la información disponible sobre estas cuentas).

La reforma de 1992 ha dejado las **nuevas definiciones** como muestra el cuadro nº 1 (en cada casilla se indica el agregado más amplio al que pertenece el activo en cuestión).

Cuadro nº 1
AGREGADOS MONETARIOS

PASIVOS	EMISORES					
	Banco de España	Ent. de Crédito	Crédito Oficial	ECAOL	AA.PP.	Empr. no fin.
Efectivo	M1					

⁷⁸Para mayor detalle, consúltese **La reforma de los agregados monetarios en España**, Boletín Económico, Banco de España, noviembre de 1991, págs. 13 a 21, trabajo al que se sigue en este punto. Una opinión sobre el nuevo marco puede consultarse en ESCRIVA, J. L. (1993), **Consideraciones sobre el diseño de la política monetaria en España**, Papeles de Economía Española, nº 54, págs. 45 y sigs.

Depósitos a la vista	M2	M2	M2	
Depósitos de ahorro		M2	M2	
Depósitos a plazo		M3	M3	M3
Pagarés bancarios		M3	M3 (1)	
Cesión temporal de activos		M3	M3	M3
Participaciones de activos		M3	M3	
Depósitos en moneda extranjera		M3	M3	
Empréstitos		M3		
Empréstitos			ALP (2)	ALP
Operaciones de seguro		ALP		
Transferencias de activos privados		ALP	ALP	
Letras endosadas		ALP	ALP	
Avales a pagarés de empresas		ALP	ALP	
Valores públicos a corto plazo				ALP
Valores privados a corto plazo				ALP2 (3)

(1) Excluidos los pagarés emitidos a más de un año.

(2) Sólo los pagarés emitidos a más de un año.

(3) Pagarés de empresa.

La relación existente con la situación anterior queda reflejada en el cuadro nº 279. La fila en blanco indica que no hay variación con respecto a la situación anterior.

⁷⁹Los cuadros nº 1 y nº 2 están basados en el trabajo citado en la nota anterior.

Cuadro nº 2
VARIACIONES EN LOS AGREGADOS MONETARIOS
INTRODUCIDAS POR LA REFORMA DE 1992

PASIVOS	EMISORES					Empr. no fin.
	Banco de España	Ent. de Crédito	Crédito Oficial	ECAOL	AA. PP.	
Efectivo						
Depósitos a la vista			ENTRA EN M1			
Depósitos a la vista de los organismos autónomos no administrativos	ENTRA EN M1	ENTRA EN M1	ENTRA EN M1			
Depósitos de ahorro			ENTRA EN M2			
Depósitos a plazo			ENTRA EN M3	ENTRA EN M3		
Pagarés bancarios			ENTRA EN M3 (1)			
Depósitos a la vista de organismos autónomos no administrativos		ENTRA EN M3	ENTRA EN M3	ENTRA EN M3		
Cesión temporal y participaciones de activos		SALE DE ALP (1) Y ENTRA EN M3	ENTRA EN M3	ENTRA EN M3		
Depósitos en moneda extranjera		ENTRA EN M3	ENTRA EN M3			
Empréstitos		SALE DE ALP Y ENTRA EN M3				
Empréstitos			ENTRA EN ALP (2)	ENTRA EN ALP		
Operaciones de seguro			ENTRA EN ALP			
Transferencias de activos privados			ENTRA EN ALP			
Letras endosadas			ENTRA EN ALP			
Avales a pagarés de empresas			ENTRA EN ALP			
Valores públicos a corto plazo					ENTRA EN ALP (3)	
Valores privados a corto plazo						

(1) Se trata de los pagarés emitidos a un año o menos.

(2) Entran los pagarés emitidos a más de un año por entidades de Crédito Oficial distintas del Banco Hipotecario (cuyos pagarés ya pertenecían a ALP en la definición anterior).

(3) Los pagarés forales ya habían sido incluidos anteriormente, por lo que el resto de los pasivos emitidos por las Administraciones Territoriales se incorporan ahora a la definición de ALP.

UNA REFLEXION FINAL SOBRE LOS PROBLEMAS PENDIENTES.

Como se ha ido viendo, los cambios introducidos han resuelto algunos problemas. La redefinición de los ALP, acompañada por la reducción fuerte del coeficiente de caja, ha eliminado la inestabilidad de los multiplicadores relacionada con la desintermediación ideada para eludirlo. Desde este punto de vista, el control ha mejorado. Sin embargo, subsisten problemas técnicos e interrogantes teóricos importantes.

Los primeros ya han sido comentados. La redefinición última de los agregados monetarios deja en el aire la inclusión definitiva o no de las participaciones en Fondos de Inversión dentro de los ALP. Como ya se ha dicho, provisionalmente, se ha optado por su exclusión. Que estas participaciones desplacen a pasivos típicamente bancarios incluidos en la definición de ALP no plantea problemas mientras los Fondos sigan invirtiendo en activos líquidos. Sin embargo, no dará lo mismo cuando cambie la estructura de la cartera de los Fondos y aumenten las adquisiciones en firme de valores a medio o largo plazo excluidos de la definición de ALP. Lo mismo cabe decir de los bonos bancarios y títulos hipotecarios mantenidos, por ahora, dentro de la definición de ALP. También aquí la inclusión de estos empréstitos exige una vigilancia atenta de la liquidez que les confieren las prácticas bancarias al uso. Mientras no se alteren, sigue estando justificada la opción tomada; pero, dada la gama de activos a corto plazo existente, bien podría ocurrir que terminaran por volver a ser activos de inversión permanente, lo que obligaría a reconsiderar la definición adoptada. En definitiva, en este orden de cosas, lo que subsiste es el carácter en buena medida *empírico* de la definición de *dinero*.

Junto a estos problemas técnicos, cabe mencionar otros de mayor calado teórico y que suscitan aún una fuerte controversia.

El porcentaje elevado de activos remunerados presentes en ALP dificulta -por no decir, imposibilita- discernir los motivos de la demanda de estos activos líquidos y, sobre todo, su relación con el gasto. En estas condiciones, la aceleración de la demanda de ALP no puede ser seguida inmediatamente de un endurecimiento de la política monetaria con fines antiinflacionistas. Antes habrá que comprobar que también el gasto se acelera, por lo que la política monetaria de regulación del gasto nominal se perfila definitivamente como una política de medio plazo. Sin embargo, la fuerte presencia de activos rentables en la definición de la oferta monetaria cuestiona no sólo el plazo, sino la oportunidad misma de una política monetaria antiinflacionista. Se trata del denominado *círculo vicioso de la política monetaria restrictiva*. Tal política, al elevar los tipos de interés y con ello la demanda de activos líquidos rentables, neutraliza sus propios efectos y da pie a interpretar nuevamente el aumento de la demanda de ALP como una señal de aceleración del gasto nominal. Desde este punto de vista,

este "círculo vicioso" incapacitaría a la política monetaria para un control eficaz de la inflación.

La persistencia del debate en torno a la endogeneidad o exogeneidad de la oferta monetaria es otra de las cuestiones destacables que deben ser recordadas en este punto. La tesis de la endogeneidad se ve alimentada por la constatación de que las entidades crediticias reaccionan a la política monetaria restrictiva emitiendo pasivos no sujetos al control monetario, con la consiguiente necesidad de tener que redefinir periódicamente la oferta monetaria. Las cosas vienen a ser entonces como si la oferta monetaria real -la que opera como tal, coincida o no con la así definida en cada momento- se ajustara permanentemente a las necesidades de la circulación, con independencia de los deseos del banco emisor. En tal caso, el mayor control sobre el agregado oficialmente adoptado como definición de la oferta monetaria vendría a ser una victoria pírrica.

Las dudas que aún se mantienen en pie tras varias décadas de debate teórico, los menores niveles de inflación existentes en la actualidad, las dificultades financieras planteadas por la persistencia de los tipos de interés en niveles altos durante muchos años, la necesidad de tasas mayores de crecimiento para reducir los niveles de desempleo y déficits públicos acumulados... son razones que han ido inclinando la balanza hacia un menor peso de la política monetaria restrictiva en la combinación actual de instrumentos de política económica. Aunque no sin reticencias, la política antiinflacionista parece alejarse del planteamiento tradicional y situarse más en otros terrenos. El relevo lo están tomando la política salarial, la reforma del mercado laboral, la disminución del déficit público, la política de competencia y, en menor medida, la política industrial.