

# UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y EMPRESARIALES

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA APLICADA III  
(POLITICA ECONOMICA)



\* 5 3 0 9 5 4 6 7 0 0 \*  
UNIVERSIDAD COMPLUTENSE

## LA POLITICA MONETARIA EN LOS PRINCIPALES PAISES DE LA CE: UN ANALISIS COMPARATIVO



Director de la Tesis Doctoral:  
Prof. Dr. D. JOSE ALBERTO PAREJO GAMIR  
Catedrático de Economía Aplicada (Política Económica)  
de la U.C.M.

Autor:  
ANGEL ANTONIO ALGARRA PAREDES

Madrid, diciembre de 1994

*A mis padres, por su ejemplo  
permanente.*

*A mi mujer y a mi hija, por  
su apoyo y comprensión.*

# INDICE GENERAL

## INDICE GENERAL

### TOMO I

CAPITULO 0.- INTRODUCCION.-

CAPITULO 1.- LA POLITICA MONETARIA EN ALEMANIA.

CAPITULO 2.- LA POLITICA MONETARIA EN ESPAÑA.

CAPITULO 3.- LA POLITICA MONETARIA EN FRANCIA.

### TOMO II

CAPITULO 4.- LA POLITICA MONETARIA EN ITALIA.

CAPITULO 5.- LA POLITICA MONETARIA EN EL REINO UNIDO.

CAPITULO 6.- RELACION ENTRE LA EVOLUCION DE LOS OBJETIVOS ULTIMOS Y LOS OBJETIVOS INTERMEDIOS DE LA POLITICA MONETARIA EN LOS PRINCIPALES PAISES DE LA CE: UN ANALISIS CUANTITATIVO.

CAPITULO 7.- CONCLUSIONES.

BIBLIOGRAFIA.

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA APLICADA III

(POLITICA ECONOMICA)

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y EMPRESARIALES

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

LA POLITICA MONETARIA EN LOS  
PRINCIPALES PAISES DE LA CE:  
UN ANALISIS COMPARATIVO

TOMO I

Director de la Tesis Doctoral:

Prof. Dr. D. JOSE ALBERTO PAREJO GAMIR

Catedrático de Economía Aplicada (Política Económica)  
de la U.C.M.

Autor:

ANGEL ANTONIO ALGARRA PAREDES

## INDICE DEL TOMO I

## INDICE TOMO I

### PAGINA

<i>CAPITULO 0.- INTRODUCCION.-.....</i>	<i>1</i>
 <i>CAPITULO 1.- LA POLITICA MONETARIA EN ALEMANIA.....</i>	 <i>20</i>
1.1. El Bundesbank: Organización.....	23
1.2. La política monetaria alemana.....	29
1.2.1. Los objetivos últimos.....	29
1.2.2. Los agregados monetarios fundamentales....	36
1.2.3. La instrumentación de la política monetaria alemana.....	41
1.2.3.1. La elección del objetivo intermedio....	44
1.2.3.2. La relación entre el objetivo intermedio y los objetivos finales: el modelo del "price-gap".....	61
1.2.3.3. La evolución del objetivo intermedio... 82	
1.2.3.4. La unión monetaria alemana: sus repercusiones sobre la política monetaria.....	95
1.2.3.5. La variable operativa.....	104
1.2.3.6. Los instrumentos primarios.....	115
1.2.3.6.1. Clasificación.....	116
1.2.3.6.2. Instrumentos de refinanciación.....	121
1.2.3.6.2.1. Política de redescuento.....	122

1.2.3.6.2.2. La política lombarda.....	128
1.2.3.6.3. Política de reservas mínimas.....	132
1.2.3.6.4. La política de mercado abierto.....	142
1.2.3.6.5. Otros instrumentos.....	150

*CAPITULO 2.- LA POLITICA MONETARIA EN ESPAÑA.....* 153

2.1. El Banco de España: Organización y funciones. Los objetivos últimos de la política monetaria española.....	155
2.2. Los agregados monetarios fundamentales en España.....	167
2.3. La aplicación de la política monetaria en España.....	181
2.3.1. Estrategia global.....	181
2.3.2. El objetivo intermedio.....	191
2.3.3. La variable operativa.....	228
2.3.4. Los instrumentos primarios.....	246
2.3.4.1. Evolución histórica.....	246
2.3.4.2. El coeficiente de caja.....	263
2.3.4.3. La subasta decenal de Certificados del Banco de España o de deuda pública.....	271

2.3.4.4. Las operaciones diarias de mercado abierto.....	276
2.3.4.5. Sistema de apoyo en última instancia: "la segunda ventanilla".....	278

**CAPITULO 3.- LA POLITICA MONETARIA EN FRANCIA.....281**

3.1. El Banco de Francia y la política monetaria francesa.....	283
3.2. Los objetivos últimos de la política monetaria francesa.....	290
3.3. Los agregados monetarios en Francia.....	299
3.4. La aplicación de la política monetaria francesa.....	305
3.4.1. La elección del objetivo intermedio.....	308
3.4.2. La variable operativa.....	324
3.4.3. El mecanismo de transmisión de la política monetaria francesa.....	332
3.4.4. Los instrumentos primarios.....	341
3.4.4.1. Clasificación.....	341
3.4.4.2. El sistema de reservas obligatorias....	345
3.4.4.3. Intervenciones del Banco de Francia en el mercado interbancario.....	352
3.4.4.4. Operaciones de mercado abierto en sentido estricto.....	362

CAPITULO 0  
INTRODUCCION

## INTRODUCCION.-

El principal objetivo de esta Tesis Doctoral es dar respuesta, entre otras, a las siguientes cuestiones fundamentales:

1. ¿Cuál es la instrumentación actual (elementos, estrategia, características, etc.) de la política monetaria en los países económicamente más importantes de la UE, esto es, Alemania, España, Francia, Italia y Gran Bretaña?.

2. ¿Puede afirmarse que se aplican hoy políticas monetarias similares en los cinco países considerados?. Esto es, ¿cuáles son sus principales analogías y diferencias?.

3. ¿Existe o no una estrecha relación entre estas políticas monetarias, de forma que se producen efectos "desbordamiento" de cada una sobre los demás países, o por el contrario nos encontramos ante

políticas monetarias independientes?.

4. Dentro del ámbito de la UE, ¿ pueden establecerse uno o varios modelos de aplicación de las políticas monetarias?.

5. ¿Alguno de esos modelos ha manifestado una mayor capacidad para alcanzar los objetivos últimos de las políticas monetarias?.

6. A la vista de las actuales políticas monetarias que están siendo aplicadas en los distintos países de la UE, ¿puede llegarse a alguna conclusión sobre las características de la futura política monetaria única dentro de la U.E.M.E. (Unión Económica y Monetaria Europea)?.

Para tratar de responder a dichas cuestiones, entre otros análisis a los que luego nos referiremos, se revisará de una forma exhaustiva y crítica la abundante literatura especializada disponible, tanto la que se ocupa de los aspectos teóricos de la

estrategia de aplicación de las citadas políticas monetarias, como la que estudia sus aspectos empíricos o históricos. Desde este punto de vista, la Tesis trata, en primer lugar, de mostrar de la mejor y más completa forma posible cuál es el estado actual de la investigación sobre este tema e identificar sus puntos críticos a partir de una visión global del mismo.

Junto al anterior objetivo fundamental, existe en ella una segunda finalidad, no menos importante, que es analizar, a la vista del conocimiento profundo de las políticas monetarias aplicadas actualmente en los principales países de la UE, en qué medida existen puntos de convergencia o de divergencia, entre ellas (y con las del resto de países comunitarios) así como las perspectivas para la aplicación de una política monetaria única en la Unión Económica y Monetaria Europea (UEME). En este sentido, esta Tesis Doctoral sí se plantea avanzar en el estudio de un tema insuficientemente tratado aún y de vital importancia desde el punto de vista de la

política económica nacional, por cuanto España formará parte antes o después de la UEME, de forma que la instrumentación de la futura política monetaria europea única afectará indudablemente a nuestro país.

En nuestra Tesis Doctoral existe, además, una meta adicional: comprobar, mediante el empleo de alguna técnica satisfactoria del análisis multivariante, en qué medida las decisiones de política monetaria de alguno de los principales países miembros de la CE desbordan su propio ámbito y afectan de forma significativa a los demás.

Las razones fundamentales que nos han llevado a elegir la política monetaria en los principales (desde la perspectiva económica) países de la CE como objetivo básico de nuestra Tesis Doctoral son, por otra parte, diversas y de diferente índole. Podríamos resumirlas como sigue:

1. Desde el punto de vista de la investigación

económica, es indudablemente un tema de gran relevancia. No hay que olvidar en este sentido, entre otras cosas, que el Instituto Monetario Europeo (IME), embrión del futuro Banco Central Europeo, tiene, como función básica, a la vista de las actuales políticas monetarias aplicadas por los países de la CE, establecer los criterios para la aplicación en el futuro de una política monetaria única en el ámbito de la UEME.

2. A pesar de que a nivel internacional (sobre todo europeo) se puede afirmar que es uno de los temas principales de investigación en el campo de la política económica y de la economía aplicada, en nuestro país no ha tenido un desarrollo suficientemente importante.

3. Existe una gran amplitud y variedad de enfoques para abordar su estudio, ya sea desde un punto de vista histórico, teórico o empírico.

4. Es un tema aún abierto, en el sentido de que

no existe hasta ahora una respuesta única sobre cuál y cómo ha de ser en concreto la futura política monetaria en el seno de la UEME.

5. Es un tema atrayente y de indudable actualidad, tanto desde la perspectiva teórica como de la empírica, e incluso para la opinión pública en general, por su incidencia indudable y generalizada.

En primer lugar, en efecto, desde el punto de vista de la literatura económica es un tema que resulta importante y novedoso. Pues si bien han existido muchos estudios independientes sobre la política monetaria en cada país de la CE, fundamentalmente desarrollados por los respectivos bancos centrales, las aportaciones efectuadas sobre un análisis conjunto de todas o gran parte de ellas han sido escasas, y más si tenemos en cuenta la relevancia del tema para diseñar una futura política monetaria común.

No obstante, a partir de comienzos de los años

noventa se ha producido un importante desarrollo de la literatura teórica y empírica sobre la política monetaria a nivel comunitario, lo que es una clara respuesta sin duda a la creciente relevancia que está adquiriendo este tema.

Cuando un grupo de países establece un sistema de tipos de cambio más o menos fijos entre sus monedas, en una situación de plena movilidad internacional de capitales, no es posible que todos ellos establezcan de forma autónoma sus políticas monetarias.

Ante este problema, se pueden barajar, como es sabido, dos soluciones:

a. Que un país establezca sus objetivos internos de política monetaria, mientras el resto se limita a seguir la política marcada por el país que actúa como ancla.

b. Que exista una estrecha y decidida

coordinación internacional de las políticas monetarias aplicadas.

El SME ha supuesto un ejemplo de la primera de las soluciones planteadas, constituyéndose el Bundesbank alemán como el banco central "líder", el cual ha gozado de una amplia libertad a la hora de fijar su objetivo de crecimiento de la cantidad de dinero con la finalidad de garantizar una decidida política antiinflacionista, mientras que el resto de bancos centrales comunitarios se han visto obligados a seguir las pautas marcadas por la autoridad monetaria alemana.

Y precisamente ha sido el hecho de tratar de evitar esta "asimetría" que ha caracterizado al SME, lo que básicamente ha despertado en la investigación económica que se realiza más allá de nuestras fronteras un gran entusiasmo por la política monetaria europea.

En España, sin embargo, y a excepción de un

número muy limitado de estudios publicados recientemente, la mayoría de ellos simultáneamente con la realización de nuestra Tesis Doctoral, la investigación económica se ha centrado más en el análisis de la política monetaria española en una Europa cada vez más integrada.

Otro aspecto que, como antes dijimos, resulta también muy atrayente para el investigador que trata de estudiar comparativamente las políticas monetarias en los diversos países comunitarios, es la amplitud de enfoques desde los cuales se puede abordar su estudio.

Por un lado, es posible realizar un análisis histórico, referente a la evolución de la estrategia de aplicación de la política monetaria de cada país, de forma que pueda determinarse una concurrencia mayor o menor en las técnicas de instrumentación en todos ellos.

Por otro lado, puede realizarse también ese

análisis a nivel teórico, tratando de explicar la fundamentación y las características actuales desde ese punto de vista de la aplicación de la política monetaria en cada país.

Y también es posible llevar a cabo un análisis empírico de ésta, basado por ejemplo en simulaciones con modelos globales de raíz macroeconómica, que normalmente han sido diseñados por grandes instituciones públicas o privadas, en especial por los respectivos bancos centrales.

Por último, hemos de señalar igualmente en este sentido la motivación que este campo de análisis ofrece a un investigador, habida cuenta la inexistencia en él de una verdad absoluta y comúnmente aceptada por el conjunto de la comunidad científica. Esto es en efecto lo que ocurre actualmente con el tema de las políticas monetarias en los países de la CE y la futura política monetaria en el seno de la UEME.

Una vez señalados y explicados los objetivos y las razones fundamentales que nos han llevado a elegir la política monetaria en los principales países de la CE como tema de esta Tesis Doctoral, exponemos a continuación de forma resumida su organización, para que desde el primer momento pueda contarse con una imagen global y clara de su "línea argumental".

La presente Tesis Doctoral consta de siete capítulos.

Los cinco primeros están dedicados al análisis de la instrumentación de la política monetaria en los principales países de la CE, es decir, Alemania, España, Francia, Italia y Gran Bretaña, y en todos ellos la estructura es similar, sirviendo este esquema común como instrumento para el adecuado análisis comparativo de todos ellos.

En dicho esquema vamos a considerar la estrategia de aplicación de la política monetaria en cinco apartados:

1. En el primero, se analizan las autoridades monetarias de cada país, así como su relación con la autoridad económica, prestando especial atención a sus competencias generales.

Posteriormente se pasan a estudiar las características institucionales del banco central del país correspondiente, realizando un análisis detallado de sus órganos de gobierno, en especial aquellos que tengan relación con la política monetaria.

A continuación se determina cuál es la estrategia básica utilizada para la aplicación de la política monetaria del banco central.

2. En un segundo apartado se establecen los objetivos últimos de la política monetaria de cada país, en relación con los objetivos generales de la política económica nacional.

Posteriormente se realiza en él una valoración del grado de consecución de esos objetivos últimos, lo que sin duda nos va a permitir evaluar la eficacia de la política monetaria que está siendo aplicada.

3. Un tercer apartado se dedica al estudio del objetivo intermedio de cada política monetaria, donde se pretende justificar la elección del objetivo intermedio por cada banco central, teniendo en cuenta también la evolución histórica del mismo.

Como en el apartado anterior, se va a prestar también es este ámbito especial atención a la consecución, o no, de dicho objetivo intermedio, así como a las causas de las posibles desviaciones, todo ello con la finalidad de valorar la eficacia y credibilidad de la política que está siendo aplicada.

4. Posteriormente, se centra el estudio en la variable operativa de estas políticas monetarias, determinando su relación con el objetivo intermedio, observándose una práctica unanimidad en la elección de los tipos de interés a corto plazo (de los mercados monetarios) como variable instrumental de las políticas monetarias de los países de la CE.

5. Por último, se realiza un análisis

comparativo de los instrumentos primarios de política monetaria utilizados por cada banco central de los países de la CE.

Dicho estudio se realiza, a su vez, distinguiendo tres grandes grupos de instrumentos de intervención monetaria:

- a. Operaciones de mercado abierto.
- b. Líneas de crédito concedidas (bajo distintas fórmulas) a las entidades bancarias.
- c. Coeficientes de caja obligatorios mantenidos con fines de política monetaria.

En el capítulo 6 se realiza un análisis cuantitativo sobre la relación entre la evolución de los objetivos últimos y los intermedios de la política monetaria en los cinco principales países de la CE, utilizando para ello una técnica de análisis multivariante, la correlación canónica.

El objetivo de este análisis es poner de manifiesto si hay, o no, una fuerte interdependencia

entre las políticas monetarias de los países de la CE, de forma que comprobemos si las decisiones de uno de ellos en esta materia producen impactos significativos en las políticas monetarias del resto de los países considerados.

Para finalizar la investigación, y como es habitual en este tipo de trabajos, el capítulo 7 resalta las principales conclusiones de carácter general alcanzadas a lo largo de nuestra Tesis Doctoral, realizando un análisis comparativo de las políticas monetarias de todos los países de la CE, para lo cual se incorpora en él un resumido análisis adicional de las políticas monetarias de los siete países comunitarios no contemplados en los capítulos anteriores, manteniendo en él la misma estructura expositiva, y recurriendo a cuadros comparativos que pretenden resaltar sus principales analogías y diferencias.

Asimismo, en el citado capítulo se agrupan las políticas monetarias en dos grandes grupos,

atendiendo a los instrumentos primarios de cada banco central, y analizando posteriormente la eficacia de cada uno respecto a la consecución de los objetivos últimos, en particular de la estabilidad de los precios.

Tras recoger brevemente las características esenciales del actual Instituto Monetario Europeo (IME) y del futuro Banco Central Europeo (BCE), se establecen igualmente en este último capítulo una serie de conclusiones generales importantes sobre la futura política monetaria europea y el papel del banco central de cada país en ese sistema.

Antes de finalizar esta Introducción a nuestra investigación, quisiera agradecer de forma muy especial la ayuda, apoyo moral y profesional y la confianza que desde los últimos cursos de mi carrera me ha prestado el profesor doctor D. Jose Alberto Parejo Gámir, Catedrático de Economía Aplicada (Política Económica) de la Universidad Complutense de Madrid y Director de esta Tesis Doctoral, además de

las muchas horas de trabajo que ha empleado para que la presente investigación se desarrollase y tomase su forma definitiva.

También quiero agradecer el impulso y el apoyo que siempre he recibido de los profesores doctores D. Andrés Fernández Díaz y D. Luis Rodríguez Sáiz, Catedráticos de Economía Aplicada (Política Económica) de la Universidad Complutense de Madrid.

Igualmente quisiera agradecer, muy especialmente, la ayuda prestada por D. José María Montero Lorenzo, Profesor Titular de Economía Aplicada de la Universidad Autónoma de Madrid, y D. Javier Martín Pliego, Catedrático de Economía Aplicada (Estadística Económica) de la Universidad Autónoma de Madrid, en el tratamiento estadístico de los datos económicos realizado en el capítulo 6.

Asimismo, destacar las útiles conversaciones mantenidas sobre el tema con los profesores doctores D. Jesús Paúl Gutiérrez, Profesor Asistente de la

Universidad San Pablo-CEU, D. Antonio Calvo Bernardino, Profesor Titular de Economía Aplicada de la Universidad de Castilla La Mancha, D. Miguel Angel Galindo Martín, Profesor Titular de Economía Aplicada de la Universidad Complutense de Madrid, y D. Justo Sotelo Navalpotro, Profesor Agregado de la Universidad San Pablo-CEU, institución a la que debo agradecer su apoyo material para la realización de esta Tesis.

También debo agradecer a la Escuela Militar de Intervención, y en especial a su Director D. Enrique Torres Viquiera, y a su Jefe de Estudios, D. Carlos Paz Neira, el apoyo moral y profesional prestado.

Por último, debo mostrar mi agradecimiento por la comprensión demostrada por aquellas personas que más directamente han padecido esta Tesis Doctoral, especialmente mi mujer y mi hija.

## CAPITULO 1

# LA POLITICA MONETARIA EN ALEMANIA

CAPITULO 1.- LA POLITICA MONETARIA EN ALEMANIA.

1.1. El Bundesbank: Organización.

1.2. La política monetaria alemana.

1.2.1. Los objetivos últimos.

1.2.2. Los agregados monetarios fundamentales.

1.2.3. La instrumentación de la política  
monetaria alemana.

1.2.3.1. La elección del objetivo  
intermedio.

1.2.3.2. La relación entre el objetivo  
intermedio y los objetivos  
finales: el modelo del "price-  
gap".

1.2.3.3. La evolución del objetivo  
intermedio.

1.2.3.4. La unión monetaria alemana: sus  
repercusiones sobre la política  
monetaria.

1.2.3.5. La variable operativa.

1.2.3.6. Los instrumentos primarios.

1.2.3.6.1. Clasificación.

1.2.3.6.2. Instrumentos de refinanciación.

1.2.3.6.2.1. Política de redescuento.

1.2.3.6.2.2. La política lombarda.

1.2.3.6.3. Política de reservas mínimas.

1.2.3.6.4. La política de mercado abierto.

1.2.3.6.5. Otros instrumentos.

### 1.1. El Bundesbank: organización.

En 1957, el Gobierno de la RFA creó un nuevo banco central, en virtud de la ley de 26 de julio de ese año, sustituyendo el antiguo sistema de doble estructura, compuesto por:

a) Los Bancos Centrales de los Länder.

b) El Bank Deutscher Länder, Banco estatal relegado a funciones de coordinación<sup>1</sup>.

En su lugar, se estableció un banco central federal, el Deutsche Bundesbank (Bbk en adelante) y los Bancos Centrales de los Länder dejaron de ser legalmente independientes, convirtiéndose en delegaciones del Bbk.

La Ley reguladora del Bbk establece como objetivo prioritario del mismo el control de la inflación y la estabilidad de la moneda. Para ello le dota de una autonomía completa respecto al Gobierno

---

<sup>1</sup> Para un análisis profundo y detallado de la historia del Deutsche Bundesbank, vid. MARSH, D.: "El Bundesbank. El banco que gobierna Europa", Colegio de Economistas de Madrid-Celeste Ediciones, Madrid, 1994.

Federal<sup>2</sup>.

Esta Ley establece que el Banco Central alemán ha de apoyar la política económica del Gobierno, lo que significa una estrecha cooperación entre ambas instituciones. El Gobierno, a pesar de todo, dispone de una vía de influencia directa sobre el Bbk, por cuanto se reserva la potestad de designar los miembros de sus órganos de gobierno.

Estos órganos de gobierno son:

I. El Consejo del Bundesbank que es el principal órgano de decisión del banco central. Está compuesto por el Presidente y el Vicepresidente del Bbk, el resto de miembros del Directorio, y los Presidentes de los Bancos Centrales de los Länder.

---

<sup>2</sup> Vid. SCHMID, P. y HERRMANN, H.: "FRG: Old and new problems posed by a target-guided monetary policy", en "The orientation of monetary policy and the monetary policy decision making-process", BIS, Basilea 1991, pág. 69. Esa independencia del Bbk se ve fortalecida por el hecho de que la legislación alemana restringe de forma expresa el recurso del Estado al banco central alemán para financiar el gasto público, estableciendo techos máximos a la financiación del Gobierno Federal y los Gobiernos de los Länder, y estableciendo cortos períodos de tiempo para la devolución de dichos préstamos.

Dicho Consejo está compuesto por 19 miembros<sup>3</sup>:

1. El Presidente del Bbk.
2. El Vicepresidente del Bbk.
3. Presidentes de los Bancos Centrales de los once Länder:
  - Baja Sajonia.
  - Palatinado del Rhin.
  - Hamburgo.
  - Berlín.
  - Bremen.
  - Baviera.
  - Schleswig-Holstein.
  - Westfalia-Norte del Rhin.
  - Sarre.
  - Baden-Württemberg.
  - Hesse.
4. El Ministro de Economía.
5. Director de Banca del Bbk.
6. Director de Personal del Bbk.
7. Director del Mercado de Créditos del Bbk.

---

<sup>3</sup> Vid. VELA, C.: "El dueño de Europa se llama Bundesbank", en Diario "El Mundo", 21 de septiembre de 1992, págs. 64-65.

8. Director de Economía del Bbk.

9. Director de Pagos del Bbk.

Los miembros del Consejo son nombrados por el Gobierno Federal y los gobiernos de los Länder, para un período de ocho años<sup>4</sup>.

El Consejo se reúne cada dos semanas, determinando las líneas básicas de la política monetaria, decidiendo entre otras cosas las medidas adecuadas para alcanzar la estabilidad de precios. En este contexto, sus principales funciones específicas son las siguientes<sup>5</sup>:

1. Determinación de la tasa de crecimiento del objetivo intermedio de la política monetaria nacional.

2. Evaluación de las tendencias contrarias a ese objetivo.

3. Determinar la evolución de los tipos de

---

<sup>4</sup>Vid. BANQUE DE FRANCE: "La Banque Federale Allemande", en "Organisation et fonctions de quelques grandes banques centrales", Dossiers Economiques et monétaires sur l'étranger, París 1992, págs. 27-45.

<sup>5</sup>Vid. PAREJO GAMIR, J.A., CALVO BERNARDINO, A. y PAUL GUTIERREZ, J.: "El sistema financiero en los países de la CE", ed. AC, Madrid, 1993, págs. 83-87.

interés y la política de liquidez.

A mediados de cada ejercicio el Consejo realiza un examen detallado de la evolución del objetivo intermedio de la política monetaria y del crecimiento de la cantidad de dinero. Este hecho presenta tres ventajas<sup>6</sup>:

a) En ese período es posible disponer de suficiente información sobre la evolución del agregado monetario.

b) Como consecuencia de lo anterior, es posible introducir medidas correctoras con respecto al mantenimiento de los tipos de interés y la política de liquidez, antes de que estas variables transmitan sus efectos sobre la expansión monetaria del ejercicio.

c) Esta posibilidad de revisión ve reforzada su importancia en períodos de aumento de incertidumbre.

A pesar de todo, excepto en 1991, el Bbk no ha realizado ninguna modificación del objetivo intermedio fijado a principios de año.

---

<sup>6</sup>Vid. SCHMID, P. y HERRMANN, H.: "FRG: Old and new problems...", op. cit., pág. 71.

A nivel instrumental, el Consejo decide sobre las variaciones en los instrumentos monetarios<sup>7</sup>:

1. Tipo de redescuento.
2. Tipo lombardo.
3. Fijación del volumen de cuotas de redescuento.
4. Fijación de ratios de reserva mínimos.
5. Operaciones de mercado abierto.

II. El Directorio, órgano ejecutivo central, es responsable de aplicar las decisiones tomadas por el Consejo.

El Directorio está formado por un Presidente, un Vicepresidente y ocho miembros más, nombrados por el Gobierno Federal por un período entre dos y ocho años<sup>8</sup>.

III. Los órganos de Dirección de los Bancos Centrales de los Länder, están encargados de la

---

<sup>7</sup>Vid. REYNES, A.: "El ojo del huracán", en Diario "El País", 20 de septiembre de 1992, págs. 10-11.

<sup>8</sup>Vid. KENNEDY, E.: "The Bundesbank. Germany's Central Bank in the EMS", Royal Institute of International Affairs, Londres, 1991, pág. 37.

representación del Bbk, y de las relaciones con los gobiernos de los Länder y con los bancos locales.

Están formados por un Presidente, un Vicepresidente y un miembro adicional, nombrado a propuesta del Senado alemán<sup>9</sup>.

## **1.2.- La política monetaria alemana.**

### **1.2.1. Los objetivos de la política monetaria alemana.**

El art. 3 de la Ley reguladora del Deutsche Bundesbank de 26 de julio de 1957 ya citada, establece las funciones principales del Bbk:

a) Regulación de la cantidad de dinero en circulación.

b) Regulación del crédito global de la economía.

Ambos aspectos se pueden resumir en tres

---

<sup>9</sup>Vid. BANQUE DE FRANCE: "La Banque Federale...", op. cit., pág. 37.

objetivos principales, según la citada norma legal:

1) La principal meta del Bbk es lograr la estabilidad de la moneda.

2) Asimismo, ha de proporcionar el dinero suficiente para garantizar un funcionamiento adecuado del sistema de pagos.

El planteamiento del Bbk en este ámbito es, a través de la consecución de la estabilidad monetaria a largo plazo, estimular el crecimiento económico y un alto nivel de empleo y, por lo tanto, el buen funcionamiento de la economía de mercado. A través de esta idea, se está rechazando la posibilidad de alcanzar aumentos en el nivel de empleo mediante estímulos sobre los precios<sup>10</sup>.

Sin embargo, esta relación entre ambas variables sí parece existir, al menos a corto plazo, según se desprende de los datos recogidos en el cuadro 1.1 para el período 1987-1993.

---

<sup>10</sup>Vid. BATTEN, D.S., BLACKWELL, M., IN-SU KIM, NOCERA, S. y OZEKI, Y.: "The conduct of monetary policy in the major Industrial Countries: Instruments and operating procedures", FMI, Occasional Paper nº 70, Washington, 1990, pág. 11.

## CUADRO 1.1

Evolución de la tasa de paro y la inflación en Alemania en el período 1987-1993

AÑO	TASA DE PARO (1)	IPC (2)
1987	6,2	0,2
1988	6,2	1,3
1989	5,6	2,8
1990	6	2,7
1991	6,7	3,5
1992	7,7	4
1993	8,1	4,1

(1) En % de la población activa

(2) Tasa de variación en % sobre el año anterior

*Fuente: D.G. de Previsión y Coyuntura. M<sup>o</sup> de Economía y Hacienda  
OCDE: "Economic Outlook", diversos ejercicios y Banco  
Central Hispano, Servicio de Estudios: "Pulso Económico".*

En efecto, la relación inversa entre ambas variables (nivel de paro y tasa de inflación) va a verse verificada en el período 1987-91, con una reducción progresiva del paro a medida que crecía la inflación.

Sin embargo, esta tendencia se rompe en el año 1991, donde se producen de forma simultánea aumento en las tasas de inflación y paro aunque, muy probablemente, dicha situación se deba a los efectos

de la reunificación alemana y la agregación de las estadísticas más significativas.

Pese a todo, el Bbk considera que el crecimiento económico sólo puede alcanzarse a través del control de la expansión de los agregados monetarios, identificando la estabilidad interna con estabilidad del nivel de precios.

El mandato del Bbk para el control de la estabilidad interna es sin duda un reflejo ejercido por el "fantasma de la hiperinflación" en la mentalidad colectiva alemana. Ese miedo tan intenso se debe en efecto a la experiencia histórica de hiperinflación en el período 1919-23, y cuyos orígenes se remontan a la 1ª Guerra Mundial, cuando el Gobierno alemán puso enormes cantidades de dinero en circulación para hacer frente a los gastos de la guerra<sup>11</sup>. Esta hiperinflación volvió a reaparecer

---

<sup>11</sup>Para un análisis más detenido de las consecuencias de la hiperinflación y la ruina de los círculos financieros, vid. VARELA, M. y VARELA, F.: "Organización Económica Internacional", Universidad Complutense de Madrid, mimeo, Madrid, 1984, págs. 41 y ss.

tras la 2ª Guerra Mundial<sup>12</sup>.

Esta experiencia histórica aumentó el deseo de que el Bbk fuese independiente del gobierno federal.

3) Junto a la principal meta de mantener la estabilidad interna de la moneda y el funcionamiento del sistema de pagos, estos objetivos se ven complementados por otro externo: el mantenimiento de la estabilidad del tipo de cambio<sup>13</sup>.

Este objetivo externo va a implicar, dada la creciente interdependencia de las economías nacionales, la necesidad de revaluación del marco alemán cuando existan tensiones inflacionistas en el exterior, de forma que se permita aislar las ventajas de la estabilidad interna de las presiones inflacionistas externas<sup>14</sup>.

---

<sup>12</sup>A este respecto, vid. CONTINO, P.: "Los obstáculos a la independencia del futuro Banco Central Europeo", en Palan 14, mayo-agosto 1991, págs. 146-157.

<sup>13</sup>Vid. KAHN, G. y JACOBSON, K.: "Lessons from West German Monetary Policy", en Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, abril 1989, pág. 20.

<sup>14</sup>Vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "The Deutsche Bundesbank. Its monetary policy instruments and functions", Deutsche Bbk. Special Series nº 7, Francfort, 1989, pág. 22.

El mantenimiento de la estabilidad del tipo de cambio tiene como objetivo preservar la economía alemana de las fluctuaciones en el mismo derivadas de la actividad especulativa.

Este objetivo se ha visto fortalecido con la pertenencia de Alemania desde 1972 a la Serpiente Monetaria Europea y, posteriormente, desde el 13 de marzo de 1979, al Sistema Monetario Europeo (SME)<sup>15</sup>.

El mismo Bbk manifestaba en este sentido recientemente que " por lo que respecta al SME, la función clave del marco exige, de forma especial, defender el valor del dinero en Alemania. En caso contrario, existiría el peligro de que los demás países miembros importasen de Alemania un mayor grado de inflación, produciendo un deterioro de la estabilidad del sistema. Tal evolución constituiría un duro golpe para el proceso de integración monetaria europea y las perspectivas de crecimiento

---

<sup>15</sup>Para un análisis más amplio de la importancia del Bundesbank en el SME, vid KENNEDY, E.: "The Bundesbank. Germany's Central...", op. cit.

a largo plazo de la Comunidad"<sup>16</sup>.

Junto al compromiso adquirido en el SME, el Bbk ha intervenido también en los mercados internacionales al objeto de estabilizar el dólar, como consecuencia de ciertos acuerdos internacionales cuya finalidad era la coordinación de políticas económicas<sup>17</sup>, como el Acuerdo del Louvre de 1987<sup>18</sup>.

Todos estos compromisos internacionales han provocado situaciones de inconsistencia temporal, al menos a corto plazo, con el objetivo de control de la inflación.

Dos características diferencian pues la política

---

<sup>16</sup>vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "Monthly Report", enero 1992, pág. 28.

<sup>17</sup>Para un análisis económico completo y global de la coordinación internacional de las políticas económicas, vid. PAUL GUTIERREZ, J.: "La coordinación internacional de las políticas económicas", Tesis Doctoral, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Autónoma, Madrid, 1991. Asimismo, vid. FERNANDEZ DIAZ, A., RODRIGUEZ SAIZ, L., PAREJO GAMIR, J.A., GALINDO MARTIN, M.A. y CALVO BERNARDINO, A.: "Teoría y política monetaria", 2ª edición, ed. AC, Madrid, 1994, capítulo 7.

<sup>18</sup>Una exposición completa de los Acuerdos del Louvre en 1987, así como el seguimiento de los mismos aparece recogida en CODY, B.J.: "International policy cooperation: building a sound foundation", Federal Reserve Bank of Philadelphia, Business Review, 1989; asimismo en Group of Thirty: "International macroeconomic policy coordination", Nueva York, 1988.

monetaria alemana de la aplicada en otros países:

a) El compromiso adquirido por el Bundesbank en su lucha contra la inflación.

b) El mantenimiento de la expansión de la cantidad de dinero en límites aceptables, evitando presiones de cualquier tipo que provoquen un crecimiento incontrolado de la liquidez del sistema bancario<sup>19</sup>.

#### 1.2.2. Los agregados monetarios fundamentales.

De acuerdo con la reciente práctica internacional, el Bundesbank ha definido varios conceptos de oferta monetaria<sup>20</sup>:

\*M1 = Efectivo más depósito a la vista en manos del público.

---

<sup>19</sup>Vid. KAHN, G. y JACOBSON, K.: "Lessons from West German Monetary...", op. cit., pág. 24.

<sup>20</sup>Vid. EUROSTAT: "Money and finance", nº 4/92, Bruselas, 1992, pág. 35.

\*M2 = M1 más depósitos a plazo<sup>21</sup>.

\*M3 = M2 más depósitos de ahorro<sup>22</sup>.

\*M3 ampliada = M3 más depósitos en marcos mantenidos por alemanes residentes en el extranjero.

\*CBMS (oferta monetaria del Banco Central) = Efectivo en manos del público más una media ponderada de los componentes de M3 sujetos al requisito de reservas mínimas.

La ponderación de cada uno de estos componentes es la existente para el coeficiente de reservas exigido en 1974:

0,166 para los depósitos a la vista.

0,124 para los depósitos a plazo.

0,081 para los depósitos de ahorro.

Cada ponderación refleja el grado de liquidez de cada componente, siendo el activo más líquido, como podemos ver, el que recibe mayor ponderación. Aunque

---

<sup>21</sup>Tienen la consideración de depósitos a plazo, según el Bbk, aquellos con vencimiento inferior a cuatro años.

<sup>22</sup>M3 incluye los depósitos en moneda extranjera, con vencimiento apropiado, mantenidos por los inversores nacionales en bancos alemanes. Sin embargo, excluye los depósitos en marcos mantenidos por alemanes residentes en el extranjero.

**CUADRO 1.2.**

Agregados monetarios en Alemania (en miles de miles. de DM)

<u>PARTIDA</u>	<u>1973</u>	<u>1978</u>	<u>1983</u>	<u>1988</u>	<u>1991</u>	<u>1992</u>	<u>1993</u>
E	47,4	76,2	96,4	142,6	171,8	201,6	213
DV	95,4	161,7	199,4	284,5	387,2	420,6	464,3
M1	142,9	237,9	295,8	427,1	559	622,2	677,3
DP	123	137,5	219,6	269,1	465,4	511,9	577,9
M2	265,9	375,4	515,4	696,1	1024,4	1134,1	1255,2
DA	150,9	281,2	359,5	493,5	486	493,3	558,3
M3	416,7	656,6	874,8	1189,7	1510,4	1627,4	1813,5

E: Efectivo en circulación

DV: Depósitos a la vista

DP: Depósitos a plazo

DA: Depósitos de ahorro

Fuente: Bundesbank, FMI: "Estadísticas Financieras Internacionales"  
y elaboración propia.

los coeficientes de reservas han cambiado desde 1974, las ponderaciones para el cálculo del CBMS no.

Podemos observar la evolución de M1, M2 y M3 en el cuadro 1.2.

El agregado CBMS difiere de la base monetaria en que está medido con respecto a las reservas exigidas en 1974 y, además, excluye las reservas mínimas exigidas a los depósitos de no residentes y los excesos de reservas mantenidos por los bancos.

Esa diferencia entre el agregado CBMS y la base monetaria podemos observarla en el cuadro 1.3.

### CUADRO 1.3.

Evolución del agregado CBMS y de la Base Monetaria:  
Diferencias en billones de DM.-

<u>AÑO</u>	<u>CBMS</u>	<u>B.M.</u>	<u>Diferencia</u>
1985	190,9	172,2	18,7
1986	206,7	182,9	23,8
1987	223,6	199,7	23,9
1988	242,5	221,1	21,4
1989	254,4	234,6	19,8
1990	291	262,6	28,4
1991	328,6	278,5	50,1

Fuente: "Estadísticas Financieras Internacionales"  
F.M.I., y elaboración propia.

Como puede observarse en él, la base monetaria es menor que el agregado CBMS por la progresiva reducción, desde 1974, de los coeficientes de reservas mínimos.

Por otro lado, podemos analizar las diferencias en los porcentajes de cada componente de M3 y CBMS en el cuadro 1.4.

#### CUADRO 1.4

Ponderaciones de los componentes de M3 y CBMS y su porcentaje relativo a finales de 1987.-

COMPONENTES	CBMS		M3	
	Ponderación	%	Ponderación	%
Efectivo en circulación	1	50,9	1	11,2
Depósitos a la vista	0,166	16,8	1	23,5
Depósitos a plazo	0,124	13,7	1	23,3
Depósitos de ahorro	0,081	18,6	1	42

Fuente: N. Kloten, 1991

Como veremos con más detalle al estudiar la elección del objetivo intermedio por el Bbk, la sustitución del agregado CBMS por M3 fue debida a la mayor inestabilidad de la demanda de aquél, como consecuencia del alto porcentaje que en dicho agregado representa el efectivo en circulación (el 50,9% a finales de 1987), frente a M3, agregado en que el efectivo en circulación sólo representa el 11,2% en la misma fecha.

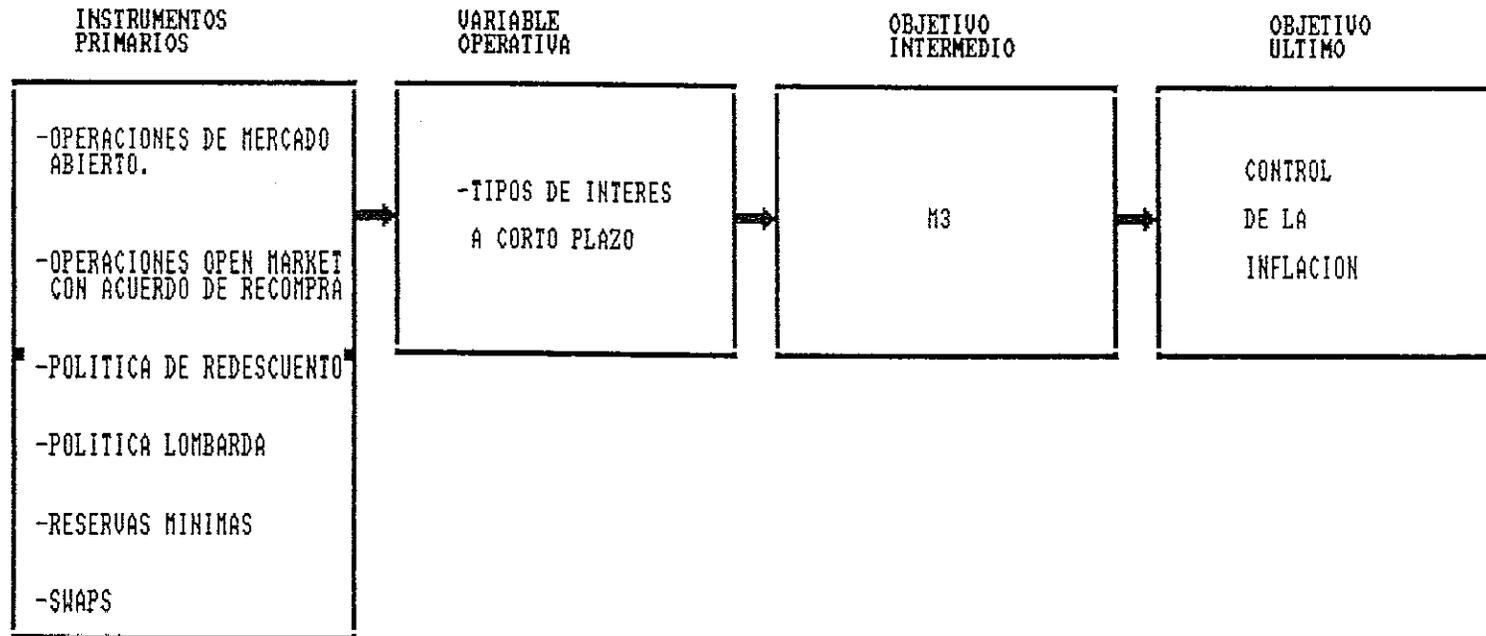
### 1.2.3. La instrumentación de la política monetaria alemana.-

El Bbk, al aplicar su política monetaria, sigue un esquema clásico de instrumentación dividido en dos niveles<sup>23</sup>. Por un lado, la autoridad monetaria

---

<sup>23</sup>Para un análisis teórico de la instrumentación de la política monetaria, vid. FERNANDEZ DIAZ, A., RODRIGUEZ SAIZ, L., PAREJO GAMIR, J.A., GALINDO, M.A. y CALVO, A.: "Teoría y política...", op. cit., págs. 25 y ss. Asimismo, vid. ROJO, L.A. y PEREZ, J.: "La política monetaria en España: objetivos e

Figura 1.1.- LA INSTRUMENTACION DE LA POLITICA MONETARIA EN ALEMANIA.-



Fuente: Elaboración propia.

alemana trata de alcanzar el objetivo final que, como ya hemos señalado anteriormente, es la estabilidad de precios, a través del control de la expansión del agregado monetario M3, que actúa como objetivo intermedio de su política monetaria.

En un segundo nivel, el banco central alemán trata de regular la variable elegida como objetivo intermedio a través del control de una variable operativa: los tipos de interés a corto plazo.

De forma gráfica ambos niveles aparecen recogidos en la Figura 1.1. En dicha Figura se observa también cómo el Bbk dispone de un amplio número de instrumentos de política monetaria, para tratar de controlar el comportamiento de la variable operativa y, a partir de ésta, influir sobre el objetivo intermedio, para alcanzar el objetivo fundamental de la estabilidad de precios.

---

instrumentos", Banco de España, Servicio de Estudios, Madrid, 1977, pág. 13.

#### 1.2.3.1. La elección del objetivo intermedio.-

Derivado de la obligación impuesta por la Ley del Bbk a éste de "salvaguardia de la moneda", el Banco central alemán ha adoptado una estrategia de control del crecimiento de los agregados monetarios como forma de alcanzar el objetivo último de estabilidad de los precios.

El Bbk fue el primer banco central en adoptar esta estrategia. Ya en 1972, el informe anual del Consejo de Expertos en Economía (Council of Economic Experts) expresó su necesidad de aplicar una política de control del crecimiento de la oferta monetaria. Sin embargo, no fue hasta después del colapso del sistema de Bretton Woods en marzo de 1973 <sup>24</sup> y, en consecuencia, de la transición a un sistema de tipos de cambio flexibles, cuando el Bbk, viéndose libre de

---

<sup>24</sup>Para un análisis más profundo de las causas y consecuencias del fin del sistema de Bretton Woods, vid. VARELA, M. y VARELA, F.: "Organización Económica...", op. cit., págs. 274 y ss.

la influencia de fuerzas externas, planteó la aplicación de una política de control de la expansión monetaria<sup>25</sup>.

El Bbk fijó por primera vez su objetivo monetario en diciembre de 1974. El propio Banco justificó dicho objetivo como consecuencia de:

- a) La primera crisis del petróleo<sup>26</sup>.
- b) Como consecuencia de aquélla, una menor capacidad del Bbk para ejercer una influencia moderadora sobre precios y salarios<sup>27</sup>.

Con la aplicación de este control sobre la oferta monetaria, el Bbk estaba aceptando la relación a medio plazo existente entre el crecimiento de la

---

<sup>25</sup>vid. KLOTEN, N.: "The control of monetary aggregates in the FRG under changing conditions", en "Monetary Policy and Financial Innovations in five Industrial Countries", MacMillan, Londres, 1992, pág. 41.

<sup>26</sup>Un análisis detallado de las causas y consecuencias de dicha crisis, tanto para los países industriales como para los países en vías de desarrollo, aparece recogida en FERNANDEZ DIAZ, A. y GALINDO MARTIN, M.A.: "Política de Desarrollo y de Asignación de los Recursos", Universidad Complutense de Madrid, mimeo, Madrid, 1989, págs. 6 y ss. Asimismo, vid. FERNANDEZ DIAZ, A., PAREJO GAMIR, J.A. y RODRIGUEZ SAIZ, L.: "Curso de Política Económica", ed. AC, 2ª edición, Madrid, 1993, págs. 365-368.

<sup>27</sup>vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "The Deutsche Bundesbank. Its monetary...", op. cit., pág. 16.

inflación y el de la oferta monetaria.

El Bbk rechazó el uso de los tipos de interés a corto plazo como objetivo intermedio como consecuencia de su relación incierta con la renta nominal, así como por la limitación establecida en una economía muy abierta como la alemana para su control<sup>28</sup>.

El Bundesbank consideró cuatro agregados monetarios como objetivos intermedios potenciales: M1, M2, M3 y CBMS<sup>29</sup>. El objetivo intermedio debía cumplir, como sabemos, los siguientes requisitos:

1) El agregado debe ser claramente influenciado por la política monetaria.

2) Debe estar relacionado estrechamente con los objetivos finales de la política económica<sup>30</sup>.

El Banco Central alemán rechazó M1 por cuanto tiende a exagerar los efectos de la política de tipos

---

<sup>28</sup>Vid. BATTEN, D. y otros: "The conduct of monetary policy...", op. cit., pág. 12.

<sup>29</sup>La definición de estos agregados ya la hemos recogido en el epígrafe 1.2.2.

<sup>30</sup>Vid. PAREJO GAMIR, J.A., CALVO, A. y PAUL, J.: "El sistema financiero en...", op. cit., págs. 90-91.

de interés aplicada en el mercado de dinero, como consecuencia de la alta elasticidad a los tipos de interés de la demanda de efectivo y de depósitos a la vista.

Esta alta elasticidad se produce debido a la desregulación de los tipos de interés de los depósitos en la RFA en el período 1965-67, que eliminó la distinción entre los depósitos a la vista, que están incluidos en M1, y los depósitos a corto plazo, incluidos en M2. Como resultado, las variaciones en los tipos de interés provocaron la sustituibilidad entre los activos incluidos en M1 y los depósitos a corto plazo y, en consecuencia, una notable volatilidad en la senda de expansión de M1, lo que dificultaba su predicción<sup>31</sup>.

Además, las variaciones en M1 están asociadas más con cambios en los tipos de interés que con el nivel de gasto, haciendo difícil delimitar si la evolución de este agregado era consistente con los

---

<sup>31</sup>Vid. KAHN, G. y JACOBSON, K.: "Lessons from West German Monetary...", op. cit., pág. 26.

objetivos de crecimiento del gasto y la inflación<sup>32</sup>.

El Bbk rechazó también M2 como variable objetivo por razones similares a las expuestas. Como ya hemos dicho, M2 es igual a M1 más los depósitos con vencimiento inferior a cuatro años<sup>33</sup>.

Existe, asimismo, una alta sustituibilidad entre los activos incluidos en M2 y los depósitos de ahorro, incluidos en agregados monetarios más amplios<sup>34</sup>.

Para superar las dificultades que planteaban M1 y M2, el Bbk optó entre los agregados M3 y CBMS.

La alta sustituibilidad señalada entre los depósitos de ahorro y a plazo no afectan a M3, por lo

---

<sup>32</sup>Vid. KLOTEN, N.: "The control of monetary aggregates in...", op. cit., pág.36.

<sup>33</sup>Si bien M2 incluye los depósitos a medio plazo, es decir, aquellos con vencimiento comprendido entre 1 y 4 años, éstos sólo representan una pequeña parte del total del agregado (un 0,6% en 1988). Por lo tanto, en M2 resulta fundamental la evolución de los depósitos a plazo muy líquidos. En 1988 la proporción era la siguiente:

-Efectivo en circulación:	20,5%
-Depósitos a la vista:	40,9%
-Depósitos a plazo hasta 1 año:	38,0%
-Depósitos a plazo desde 1 a 4 años:	0,6%

<sup>34</sup>Vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "The Deutsche Bundesbank. Its monetary...", op. cit., pág. 18.

que el Bbk consideró que su evolución podía reflejar la expansión del gasto más que las variaciones en los tipos de interés.

Sin embargo, M3 fue cuestionada por cuanto los activos utilizados en las transacciones (Efectivo en manos del público y depósitos a la vista) representan sólo una pequeña parte del agregado total. Dado que existe una relación directa entre los niveles de gasto y los saldos para transacciones, esto provocó que el Bbk no eligiera inicialmente M3 y, en su lugar, optara por controlar CBMS, que concede una mayor ponderación a los activos muy líquidos<sup>35</sup>.

Podemos analizar la proporción de cada uno de los componentes de M3 y CBMS en el total del agregado en los cuadros 1.5 y 1.6.

Como puede observarse en ellos, el porcentaje del efectivo en el agregado M3 se mueve, en el período considerado (1978-88), entre el 11 y el 12%, mientras que para el agregado CBMS el porcentaje se

---

<sup>35</sup>vid. FROWEN, S. y SCHLOMANN, H.: "Financial Innovations and the stability of the demand for money in Germany since 1974", en "Monetary Policy and Financial Innovations in five Industrial Countries", MacMillan, Londres, 1992, pág. 61.

**CUADRO 1.5**

Porcentaje de participación de cada componente de M3  
en el total del agregado.-

Partidas	1978		1983		1988	
	Total	%	Total	%	Total	%
Efectivo en manos del pco.	76,2	11,6	96,4	11	142,6	12
Depósitos a la vista	161,7	24,6	199,4	22,8	284,5	23,9
Depósitos a plazo	137,5	20,9	219,6	25,1	269,1	22,6
Depósitos de ahorro	281,2	42,9	359,5	41,1	493,5	41,5
<b>M3</b>	<b>656,6</b>	<b>100</b>	<b>874,9</b>	<b>100</b>	<b>1189</b>	<b>100</b>

Los totales aparecen expresados en billones de DM

*Fuente: Bundesbank y elaboración propia.*

**CUADRO 1.6**

Porcentaje de participación de cada componente del agregado CBMS en el total del agregado.-

Partidas y ponderación	1978		1983		1988	
	Total	%	Total	%	Total	%
Efectivo en manos del pco.: 1	76,2	53,3	96,4	51,9	142,6	54,2
Depósitos a la vista: 0,166	26,8	18,8	33,1	17,8	47,2	17,9
Depósitos a plazo: 0,124	17,1	12,2	27,2	14,6	33,4	12,7
Depósitos de ahorro: 0,081	22,8	15,9	29,1	15,7	40	15,2
<b>CBMS</b>	<b>142,9</b>	<b>100</b>	<b>185,8</b>	<b>100</b>	<b>263,2</b>	<b>100</b>

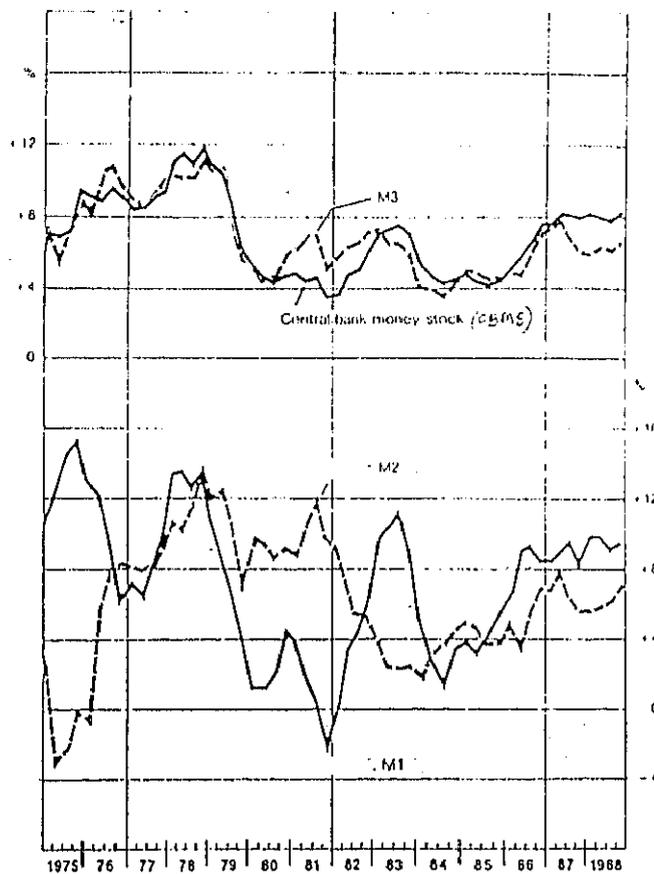
Los totales aparecen expresados en billones de DM

*Fuente: Bundesbank y elaboración propia.*

sitúa entre el 51 y el 55%.

Comparando por otra parte la evolución a lo largo del tiempo de M3 y CBMS se observa que su evolución ha sido paralela desde 1975 hasta finales de 1986, como puede observarse en el gráfico 1.1.

Gráfico 1.1.- Evolución de los agregados M1, M2, M3 y CBMS en el período 1975-1988.



Fuente: Deutsche Bundesbank, "Annual Report 1988".

En 1985, el Bbk señalaba que las causas de esta evolución paralela de los agregados CBMS y M3 como indicadores de la política económica podía explicarse por la inexistencia de innovaciones financieras en Alemania en los últimos 10 ó 15 años<sup>36</sup>.

Analícemos ahora las ventajas e inconvenientes de uno y otro agregado<sup>37</sup>.

Comparado con M3, el agregado CBMS tiene la ventaja de que los datos están disponibles dos semanas antes y, además, hace referencia a la media mensual más que a la posición a fin de mes.

Sin embargo, su alta proporción de activos muy líquidos, provoca que las variaciones fortuitas en la demanda de efectivo puedan conducir a crear temporalmente una falsa impresión de expansión monetaria excesiva<sup>38</sup>.

---

<sup>36</sup>Vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "Annual Report 1985", pág. 62. Asimismo, vid. OCDE: "Economic Surveys: Germany", año 1985, pág. 42.

<sup>37</sup>Para un análisis más profundo, vid. GIUCCA, P. y LEVY, A.: "Monetary Aggregates and Monetary Policy coordination on the way to Economic Monetary Union", Banca d'Italia, Servizio Studi, Roma, 1992.

<sup>38</sup>Vid. FROWEN, S. y SCHLOMANN, H.: "Financial Innovations and the stability...", op. cit., pág.68.

Esta elección realizada por el Bbk fue, en principio, acertada debido a dos razones fundamentales:

a) La desviación típica de la velocidad de circulación de cada agregado monetario fue la siguiente en el período 1975-87:

CBMS.....	10%
M3.....	11%
M1.....	25%
M2.....	29%

Por lo tanto, la demanda de CBMS presentó una velocidad de circulación más estable que el resto, frente a la gran inestabilidad manifestada por las demandas de M1 y M2<sup>39</sup>.

---

<sup>39</sup>Un detenido análisis econométrico de la estabilidad de la demanda de dinero en Alemania en el período comprendido entre 1974 y 1987 aparece recogido en FROWEN, S. y SCHLOMANN: "Financial Innovation and the stability...", op. cit, págs. 59-81. Asimismo, se han realizado numerosos estudios sobre este mismo tema: BUSCHER, H.S.: "The stability of the West German Demand for Money, 1965-1982", Weltwirtschaftliches Archiv, 120, año 1984, págs. 256-258; BUSCHER, H.S. y FROWEN, S.: "The Stability of the Demand for Money in the US, the UK, France, Japan and West Germany, 1973 to 1988", University College London, Discussion Papers in Economics, nº5/1990; NEUMANN, M.J.M.: "Stabilität der Geldnachfrage und Geldpolitik", Wirtschaftsdienst, 63, año 1983, págs. 415-420. Más recientemente, MAYER, T. y FELS, J.: "Comments on German Monetary Policy", Goldman Sachs ed., Londres, noviembre 1993.

b) En ese período, la expansión del agregado CBMS estuvo relacionada con la expansión del gasto y, por consiguiente, con el objetivo de estabilidad de precios.

Sin embargo, en la segunda mitad de 1986 se produjo un notable incremento del efectivo en circulación, principal componente del CBMS, produciéndose distorsiones notables en el crecimiento de este agregado.

Este aumento del efectivo se debió fundamentalmente a tres factores.

- 1) Los bajos tipos de interés en Alemania.
- 2) La fortaleza del marco.
- 3) La fuerte demanda de marcos como moneda paralela de la Europa del Este.

Estos factores afectaron negativamente al comportamiento del CBMS, que presenta una alta elasticidad a las variaciones de los tipos de interés y del tipo de cambio, derivado de su alto porcentaje de efectivo<sup>40</sup>.

---

<sup>40</sup>Vid. SCHMID, P. y HERRMANN, H.: "FRG: Old and new problems posed...", op. cit., pág. 74.

Como consecuencia de esta situación, el crecimiento del CBMS se situó, a finales de 1986, en un 8%, frente al objetivo previsto entre el 3,5 y el 5,5%.

Sin embargo, la orientación a medio plazo de la política monetaria del Bundesbank, se concretó en un mantenimiento del agregado CBMS como objetivo intermedio en 1987, pensando que las fluctuaciones de la demanda de dinero serían temporales o cíclicas, y estableciendo una banda de crecimiento objetivo para dicho año del 3-6%<sup>41</sup>.

Pese a todo, al final del período también se desbordó el objetivo previsto, situándose el crecimiento del CBMS en el 8%.

Sin embargo, en 1987 el crecimiento del agregado M3 se situó en un 6%, lo que determinó que el Bbk sustituyera en 1988 CBMS por M3 como objetivo monetario, reduciendo la influencia de la sustitución de efectivo en el extranjero en el objetivo monetario

---

<sup>41</sup>vid. MAYER, T.: "Aspects of monetary policy in the Unified Germany", en Goldman Sachs, Londres, enero 1992, pág. 7.

intermedio alemán<sup>42</sup>.

Desde 1989, M3 ya fue explícitamente utilizada como objetivo intermedio, como consecuencia de la aparición de una serie de factores que produjeron una mayor volatilidad del agregado CBMS. Entre estos, podemos citar:

a) La introducción de una retención sobre los rendimientos de los intereses, a comienzos de 1989, retención que fue abolida ese mismo año<sup>43</sup>.

b) Cambios importantes en las carteras de activos, desde inversiones a largo plazo a activos líquidos.

Durante 1988, el Bbk apreció diversos indicadores sobre la existencia de tensiones inflacionistas. Estas tensiones tenían un doble

---

<sup>42</sup>Vid. BERNANKE, B. y MISHKIN, F.: "Central Bank behaviour and the strategy of monetary policy: observations from six industrialized countries", en National Bureau of Economic Research, Working Paper nº 4082, año 1992, pág. 27.

<sup>43</sup>El debate sobre la conveniencia de establecer dicha retención provocó un aumento de las transferencias de activos hacia los Euromercados. Esto significa que los agregados monetarios tradicionales, que sólo incluyen depósitos internos, tendieron a restar importancia a la expansión monetaria. A este respecto, vid. SCHMID, P. y HERRMANN, H.: "FRG: Old and new problems posed...", op. cit., pág. 74.

origen:

1) Tensiones inflacionistas importadas, derivadas de:

- Fuerte aumento de los precios de las materias primas.

- Tendencia del marco a la baja, a pesar de la mayor estabilidad manifestada por los precios alemanes frente a los de sus socios comunitarios.

2) Aparición de fuerzas expansivas en el interior de Alemania<sup>44</sup>.

Como consecuencia de la aparición de estas expectativas inflacionistas, el Bbk comenzó a aplicar en 1988 una política monetaria más rígida, realizando un especial seguimiento de la evolución de cuatro indicadores:

a) La tasa corriente de crecimiento monetario y de los excesos de liquidez de años precedentes, que son consideradas como señales financieras de futuros riesgos inflacionistas.

b) Tasas de expansión presentes y futuras de la demanda y de la capacidad productiva de la economía.

---

<sup>44</sup>Ibidem, pág. 71.

c) El tipo de cambio efectivo, como vehículo de la inflación importada.

d) Mediciones sobre la evolución de costes y precios<sup>45</sup>.

Asimismo, para evitar una nueva situación de exceso de liquidez como la ocurrida en el período 1986-88, el Bbk está prestando especial atención, como antes dijimos, a la evolución de un nuevo agregado monetario, M3 ampliado, que incluye los depósitos en marcos mantenidos por alemanes residentes en el extranjero.

Las razones que le llevan a prestar atención en la evolución de dicho agregado son las siguientes:

1) Enorme crecimiento desde 1985 de los depósitos en marcos de los inversores alemanes en el Euromercado, superando la M3 ampliada a la nacional.

2) La alta sustituibilidad entre estos saldos<sup>46</sup>.

Puede observarse la evolución divergente de M3

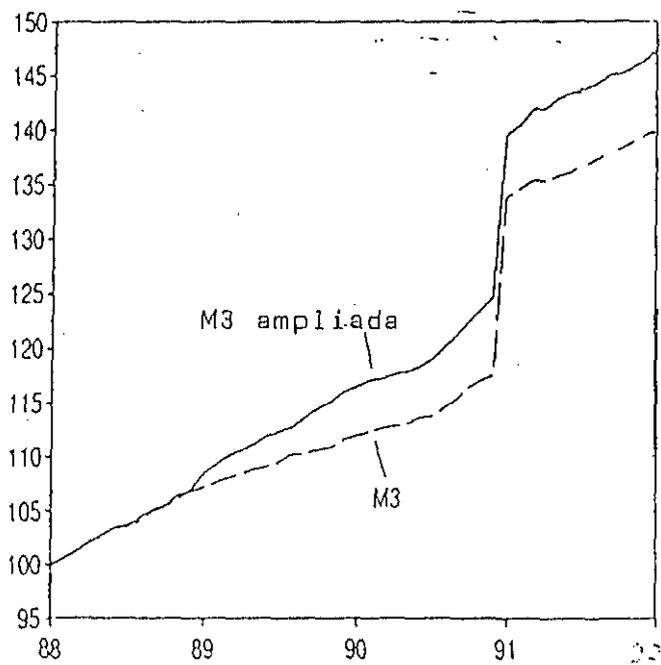
---

<sup>45</sup>Vid. KLOTEN, N.: "The control of monetary aggregates in...", op. cit., pág. 45.

<sup>46</sup>Vid. MAYER, T. y FELS, J.: "Comments on German Monetary...", op. cit., pág. 12.

y M3 ampliada a partir del año 1989 en el gráfico 1.2.

Gráfico 1.2.- Evolución de M3 y M3 ampliado en el período 1988-1992.-



ENERO 88 = 100

1.2.3.2. La relación entre el objetivo intermedio y los objetivos finales de la política monetaria alemana: el modelo del "Price-gap".-

El Bbk fija a principios de año un objetivo de crecimiento de los agregados monetarios con el objetivo de alcanzar su compromiso de estabilidad de precios. Dicho crecimiento ha de permitir compatibilizar el crecimiento económico con la estabilidad de precios, en función del crecimiento medio anual esperado de la producción potencial en términos reales y el nivel de precios estimado<sup>47</sup>.

Sin embargo, a medio y corto plazo los precios pueden apartarse de la senda que marque la evolución monetaria, fundamentalmente debido a:

- 1) Efectos de los tipos de interés y de los tipos de cambio sobre la demanda monetaria.
- 2) Factores inflacionistas no monetarios
  - a) Expansión del producto nacional.
  - b) "Shocks" derivados de un aumento en los

---

<sup>47</sup>Ibidem, pág. 5.

precios del petróleo y otras materias primas.

c) Presiones sindicales y empresariales.

d) Factores fiscales.

e) El contexto internacional<sup>48</sup>.

La relación entre cantidad de dinero y nivel de precios aparece recogida en el modelo del "price gap" o del diferencial de precios, utilizado por el Bbk como indicador de la evolución de la inflación<sup>49</sup>.

El concepto de "price gap" está basado en la ecuación de cambios de Fisher<sup>50</sup>.

$$P.Y = M.V \quad (I)$$

siendo

---

<sup>48</sup>Para un análisis más profundo sobre las causas y consecuencias de la inflación, vid. FERNANDEZ DIAZ, A., PAREJO GAMIR, J.A. y RODRIGUEZ SAIZ, L., "Curso de Política Económica", op. cit., capítulos 11, 12 y 13.

<sup>49</sup>Para un análisis profundo del modelo del "price-gap", vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "Relación entre el desarrollo del dinero y los precios en la RFA", Informe Mensual (edición en español), enero 1992, págs.31-46. Asimismo vid. MAYER, T. y FELLS, J.: "Comments on German Monetary...", op. cit.

<sup>50</sup>Para un análisis de la teoría cuantitativa del dinero, así como las diversas versiones de la misma, vid. FERNANDEZ DIAZ, A., PAREJO GAMIR, J.A. y RODRIGUEZ SAIZ, L.: "Curso de Política Económica", op. cit., págs. 263 y ss.

P = nivel general de precios.

Y = PNB en términos reales.

M = oferta monetaria.

V = velocidad media de circulación del dinero.

Partiendo de esta relación fundamental, el Bbk ha elaborado un indicador de la relación a largo plazo entre el volumen de dinero y el nivel de precios, conocido bajo la denominación de "p asterisco" (p\*):

$$p^* = (M/Y^*)V^* \quad (II)$$

siendo

p\* = nivel de precios de equilibrio.

M = oferta monetaria correspondiente a ese nivel.

Y\* = PNB potencial en términos reales.

V\* = velocidad media de circulación del dinero de equilibrio.

Este indicador es una medida del nivel que alcanzarían los precios, en función del nivel de la oferta monetaria, cuando la producción y la velocidad

media de circulación se encontrasen en condiciones de equilibrio<sup>51</sup>.

Esta ecuación presenta a la oferta monetaria como una variable comparable directamente con el nivel de precios corrientes. Bajo estas condiciones,  $p^*$  expresa la relación existente entre la demanda monetaria agregada ( $M.V^*$ ) y la producción potencial en términos reales ( $Y^*$ )<sup>52</sup>.

A la vista de dicha expresión, un aumento de la oferta monetaria no correspondido por una mayor producción provoca tensiones inflacionistas, siempre que la demanda de dinero no se altere.

El volumen de dinero existente se traduce así en un nivel de precios a largo plazo, que puede ser comparado con su nivel actual. Cualquier desviación de este último con respecto al de equilibrio implica una aceleración o desaceleración de la inflación. Si el nivel de precios corrientes es menor que el nivel

---

<sup>51</sup>Consideramos que la producción de equilibrio se corresponde con aquella situación en que las empresas trabajan a plena capacidad.

<sup>52</sup>Vid. MAYER, T. y FELS, J.: "Comments on German Monetary...", op. cit., pág. 13.

de precios de equilibrio, determina un aumento de la inflación en el futuro, mientras que si dicho nivel corriente es mayor, se producirá una desaceleración futura de la inflación<sup>53</sup>.

Combinando las ecuaciones (I) y (II), se observa la relación existente entre los precios corrientes y los de equilibrio:

$$p^*/p = (Y/Y^*) (V/V^*) \quad (III)$$

A la vista de la citada expresión, podemos distinguir dos componentes en el modelo del "price gap" o del diferencial de precios:

a) El grado de utilización del PNB potencial ( $Y/Y^*$ ).

Dicho grado se refiere a la relación entre el PNB en términos reales y la capacidad productiva real.

Un alto grado de utilización de la capacidad productiva, es decir, cuando  $Y$  se aproxima a  $Y^*$ ,

---

<sup>53</sup>Vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "Relación entre el desarrollo del dinero...", op. cit., pág.39.

puede ocasionar tensiones inflacionistas en el futuro.

b) El grado de liquidez ( $V/V^*$ ).

Dicho grado mide la relación existente entre la velocidad media de circulación a largo plazo y su nivel actual. Si la velocidad de circulación es inferior a su valor a largo plazo ( $V < V^*$ ), se produce un exceso de dinero, que puede generar presiones inflacionistas.

El grado de utilización refleja, en el enfoque del "price gap", la cantidad de dinero que ya ha incidido sobre la demanda en los mercados de bienes, mientras que el grado de liquidez constituye una demanda potencial<sup>54</sup>.

Una vez que se pone en marcha el proceso de reajuste de los precios, tiende a cerrarse el diferencial inflacionario, reduciéndose, por un lado, la liquidez, mientras que la subida de precios contribuye a moderar la demanda de bienes y/o a estimular su oferta.

---

<sup>54</sup>Vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "Relación entre el desarrollo...", op. cit., pág. 74.

Un aumento de la oferta monetaria por encima del incremento de la capacidad productiva real, una vez depuradas las variaciones en la velocidad media de circulación, tiende a reflejarse a largo plazo en un alza equivalente en el nivel de precios. Por el contrario, si ambos incrementos son similares, se evitan tensiones inflacionistas<sup>55</sup>. Sólo a corto plazo pueden producirse transitoriamente variaciones que encubren el proceso de reajuste, como consecuencia de determinados factores externos<sup>56</sup>. Estos factores sólo ejercerán un efecto inflacionista duradero si van acompañados de un crecimiento de la cantidad de dinero.

El Bbk fija el crecimiento del agregado monetario teniendo en cuenta sus predicciones sobre la evolución del PNB potencial y de la velocidad

---

<sup>55</sup>Vid. MAYER, T. y FELS, J.: "Comments on German Monetary...", op. cit., pág. 20.

<sup>56</sup>Entre otros factores, podríamos citar: aumentos en los precios de las materias primas, variaciones en los tipos de interés y tipos de cambio, aumentos impositivos, crecimiento de los costes laborales, etc.

media de circulación<sup>57</sup>.

Por lo que respecta a la velocidad media de circulación, hay que señalar que depende de la renta. Para analizar su comportamiento, es necesario utilizar una función de demanda de dinero. Dicha demanda es explicada por dos componentes)<sup>58</sup>:

a) Un componente de renta (PNB real).

b) Un componente de tipo de interés.

Un aumento en la renta tiene un impacto positivo sobre la demanda de dinero, mientras un aumento en los tipos de interés provoca un impacto negativo sobre la misma.

Bajo estas condiciones, la velocidad media disminuye a medida que aumenta la oferta monetaria real por encima del PNB real, siempre que la elasticidad renta de la demanda de dinero a largo plazo sea mayor que uno. A largo plazo, la demanda real de dinero (M/P) puede expresarse como una

---

<sup>57</sup>Vid. KASMAN, B.: "A comparison of Monetary Policy Operating Procedures in six Industrial Countries", en Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review, verano 1992, pág. 6.

<sup>58</sup>Vid. FROWEN, S. y SCHLOMANN, H.: "Financial Innovations and the stability...", op. cit., pág. 62.

función del PNB real (Y)<sup>59</sup>:

$$M/P = Y^\alpha/V_0 \quad (\text{IV})$$

siendo

$V_0$  = término constante.

$\alpha$  = elasticidad renta de la demanda de dinero a largo plazo.

La expresión de la velocidad a largo plazo de equilibrio será entonces:

$$V^* = V_0 Y^{*1-\alpha} \quad (\text{V})$$

A partir de esta expresión podemos obtener el nivel de precios de equilibrio:

$P^* = (M/Y^*)V^* = (M/Y^*)V_0 Y^{*1-\alpha}$  y, por tanto

$$P^* = MV_0/Y^{*\alpha} \quad (\text{VI})$$

De acuerdo con esta definición de  $p^*$ , un aumento de la oferta monetaria, permaneciendo constante el PNB potencial, provoca un aumento proporcional en el nivel de precios de equilibrio. Si esta relación es

---

<sup>59</sup>Vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "Relación entre el desarrollo del dinero...", op. cit., pág. 37

correcta, el desequilibrio entre  $p$  y  $p^*$  sirve para explicar las tensiones inflacionistas futuras. Mientras que a corto plazo los movimientos en los precios están determinados por su dinámica intrínseca, a largo plazo están determinados por la diferencia entre el nivel de precios corrientes y el de equilibrio, o lo que es lo mismo, el "price gap"<sup>60</sup>.

El Bbk ha realizado la siguiente estimación correspondiente al modelo expuesto, para el período 1973-1990 <sup>61</sup>:

$$\Delta p_t = b_1 \Delta p_{t-1} + b_2 \Delta p_{t-2} + b_3 \Delta p_{t-3} + b_4 \Delta k + b_5 \Delta p_m + b_6 \Delta p^* + b_7 (\bar{p}^* - \bar{p})$$

siendo:

$\Delta p_t$  = tasa de variación de los precios internos en el período  $t$ .

$\Delta p_{t-i}$  = tasas de inflación de períodos precedentes.

$\Delta p^*$  = cambios en el nivel de precios de

---

<sup>60</sup>Vid. MAYER, T. y FELS, J.: "Comments on German Monetary...", op. cit., pág. 16.

<sup>61</sup>Vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: Relación entre el desarrollo del...", op. cit., pág. 42.

equilibrio.

$(\bar{p}^* - \bar{p}) =$  "price gap" medio en los cuatro trimestres precedentes.

$\Delta k =$  impacto del coste de los factores en los precios<sup>62</sup>.

$\Delta p_m =$  aumento en los precios de importación.

$b_i =$  parámetros.

El resultado obtenido de esta regresión otorga los siguientes valores a los parámetros:

$$b_1 = 0,30.$$

$$b_2 = 0,27.$$

$$b_3 = 0,18.$$

$$b_4 = 0,08.$$

$$b_5 = 0,06.$$

$$b_6 = 0,06.$$

$$b_7 = 0,06.$$

---

<sup>62</sup>"k" representa una medida del coste del trabajo, del capital y los precios de los bienes importados, incorporando también el impacto de los impuestos.

Dichos valores se obtienen para:

$$R2 = 0,983.$$

$$DW = 1,83.$$

A la vista de los valores de ambos coeficientes, se puede concluir que esta ecuación describe relativamente bien el comportamiento de la evolución de la inflación. Mientras que a corto plazo las variaciones en los precios están determinadas por su dinámica intrínseca, tanto el coste de los factores como los cambios en el nivel de precios de equilibrio tienen una influencia significativa.

La evolución a largo plazo está determinada totalmente por el desequilibrio entre el nivel de precios corriente y su nivel de equilibrio (el "price gap")<sup>63</sup>.

Los aumentos en la oferta monetaria por encima del crecimiento del PNB potencial aumentan el nivel de precios a largo plazo.

Las debilidades del modelo del "price gap", se

---

<sup>63</sup>Vid. SCHMID, P. y HERRMANN, H.: "FRG: Old and new problems posed...", op. cit., pág. 83.

refieren a la exogeneidad de las siguientes variables:

- a) Expansión de la capacidad productiva potencial.
- b) Coste de los factores.
- c) Velocidad media de circulación del dinero a largo plazo.
- d) Crecimiento de la oferta monetaria<sup>64</sup>.

Analícemos ahora si las predicciones realizadas a través del modelo del "price gap" se corresponden con lo realmente sucedido en la evolución de los agregados monetarios y la inflación en Alemania.

Como ya hemos visto al explicar la elección del objetivo intermedio, el Bbk ha optado por agregados monetarios de amplia definición, primero el CBMS, y a partir de 1988 el agregado M3<sup>65</sup>.

Por lo que respecta al movimiento de precios, el Bbk toma como referencia el deflactor de la demanda

---

<sup>64</sup>Vid. KLOTEN, N.: "The control of Monetary Aggregates in...", op. cit., pág. 51.

<sup>65</sup>Las causas de la sustitución del agregado CBMS por M3 aparecen recogidas en nuestro epígrafe 1.2.3.1, referido a la elección del objetivo intermedio de la política monetaria alemana.

interna, al considerar que si bien el IPC refleja una parte importante de dichos movimientos, no recoge la totalidad de los precios de la economía<sup>66</sup>.

### CUADRO 1.7

Variaciones en los precios en Alemania según los distintos Indicadores estadísticos.-

Período	Deflactor de la demanda interna	Deflactor del PNB	I.P.C.
1970	6,3	7,6	3,3
1971	7,1	7,8	5,4
1972	5,2	5,3	5,5
1973	6,6	6,3	7
1974	8,2	7	7
1975	5,4	5,8	5,9
1976	4	3,6	4,3
1977	3,7	3,7	3,7
1978	3,4	4,3	2,7
1979	4,5	3,9	4,1
1980	6,4	4,9	5,5
1981	5,8	4,1	6,3
1982	4,2	4,4	5,2
1983	3,1	3,4	3,3
1984	2,5	2,1	2,4
1985	2,1	2,2	2
1986	0,4	3,3	-0,1
1987	1	1,9	0,2
1988	1,4	1,5	1,3
1989	3	2,6	2,8
1990	2,9	3,4	2,7
1991	3,7	3,9	3,5
1992	3,9	4,5	4
1993	2,9	3,2	4,1

Datos referidos a variación media en el período respectivo, en %.

Fuente: Bundesbank, varios "Informes Mensuales" y elaboración propia.

<sup>66</sup>vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "The Deutsche Bundesbank. Its monetary...", op. cit., pág. 42.

Si comparamos la evolución de los índices de precios a lo largo de varios años, suelen coincidir los perfiles de desarrollo de los mismos, aunque a corto plazo sí que pueden existir notables diferencias como consecuencia de las oscilaciones de los precios de las importaciones<sup>67</sup>.

Asimismo para poder comparar la evolución de los agregados monetarios y los precios es necesario tener en cuenta que la economía necesita mayores disponibilidades monetarias para financiar el crecimiento real, incluso en el supuesto de que exista estabilidad de precios, por lo que previamente es necesario "depurar" la expansión monetaria del potencial productivo real<sup>68</sup>.

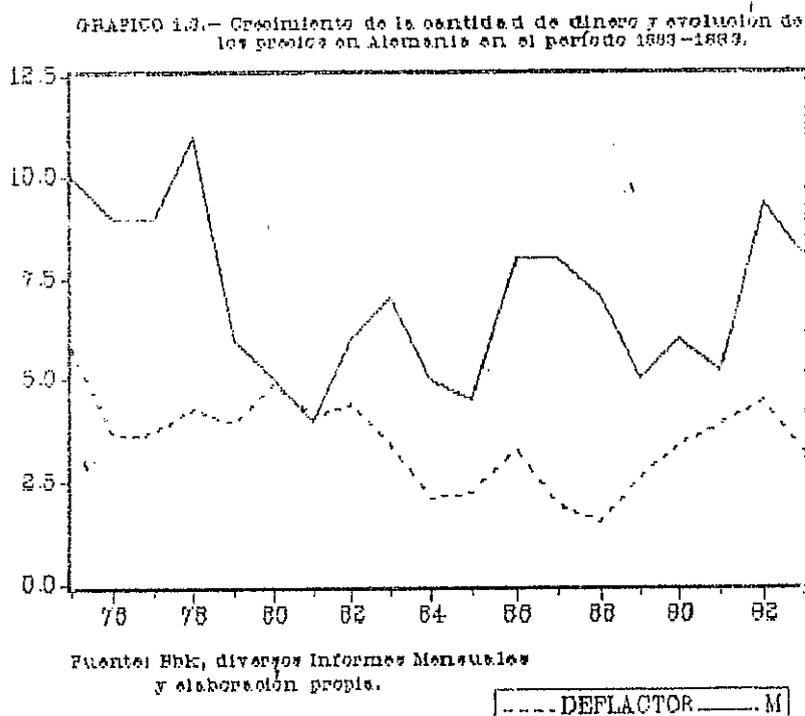
Una vez realizada dicha depuración, podemos observar una relación positiva entre la expansión

---

<sup>67</sup>Dado que el deflactor de la demanda interna sí recoge las variaciones de los precios de las importaciones, ésta es una razón adicional para su utilización por el Bbk.

<sup>68</sup>Vid. MAYER, T. y FELS, J.: "Comments on German Monetary...", op. cit., pág 27.

monetaria y la evolución de los precios en el gráfico 1.3.



Durante la década de los 70, el aumento medio de la cantidad de dinero se situó ligeramente por encima del 6,5% del crecimiento real de la producción. Este exceso de liquidez se tradujo en altas tasas de inflación<sup>69</sup>.

<sup>69</sup>Si analizamos los datos relativos al deflactor de la demanda interna, observamos que la tasa promedio anual nunca estuvo por debajo del 5,2% (cifra correspondiente a 1972), situándose incluso por encima del 8% en 1974. Durante la segunda mitad de la década se produjo una reducción de las tasas de

Durante la década de los 80, el ritmo de expansión monetaria fue progresivamente ajustándose a las posibilidades reales de crecimiento económico, rebasándolo sólo en un 3,5% <sup>70</sup>, lo que provocó una disminución gradual de la inflación<sup>71</sup>.

Sin embargo, a largo plazo la expansión de la M3 corregida fue mayor que la de los precios. Esto supone una disminución de la relación estadística entre M3 y la expansión del potencial productivo. Esta relación es tenida en cuenta a la hora de calcular el Bbk sus objetivos anuales de expansión

---

inflación, alcanzándose en 1978 un 3,4%, aunque a partir de esa fecha volvieron a reproducirse las tensiones inflacionistas, situándose el deflactor de la demanda interna en el año 1980 en una tasa de crecimiento medio anual del 6,4%.

Durante toda la década de los 70, el deflactor de la demanda interna creció a un 5,5% de promedio anual.

<sup>70</sup>Vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "Relación entre el desarrollo del dinero...", op. cit., pág. 35.

<sup>71</sup>Durante la primera mitad de la década de los 80 fue produciéndose una reducción gradual de la tasa de crecimiento del deflactor de la demanda interna, que pasó del 6,4% en 1980 al 2,1% en 1985, alcanzándose en 1986 y 1987 una situación de absoluta estabilidad de precios.

En este período, el deflactor de la demanda interna aumentó por término medio el 3%.

monetaria<sup>72</sup>.

Las causas que determinan esta disminución de la relación estadística son atribuidas por el Bbk al aumento a largo plazo de la formación de capital monetario por encima de la capacidad productiva<sup>73</sup>.

El procedimiento de cálculo del objetivo de expansión monetaria a partir de 1984 incluyó los siguientes factores:

a) El crecimiento esperado de la producción potencial.

b) Los cambios deseados en la utilización de la producción potencial.

c) El aumento de precios inevitable.

d) La evolución esperada de la velocidad media de circulación del dinero<sup>74</sup>.

Al observar la evolución de la oferta monetaria y los precios, puede verse que la expansión monetaria

---

<sup>72</sup>Vid. KASMAN, B.: "A comparison of Monetary Policy Operating...", op. cit., pág. 12.

<sup>73</sup>Vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "Money market management by the Deutsche Bundesbank", Monthly Report, mayo 1994, pág. 53.

<sup>74</sup>Vid. MAYER, T. y FELS, J.: "Comments on German Monetary...", op. cit., pág. 18.

se anticipa al movimiento de precios, lo que refuerza la idea de que el crecimiento monetario condiciona paulatinamente el desarrollo de los precios. Podemos observar dicha relación en el cuadro 1.8.

### CUADRO 1.8

Evolución en Alemania de la oferta monetaria y de los precios.-

Período	Crecimiento del agregado monetario (1)	Tasa de inflación (2)
1975	10	5,8
1976	9	3,6
1977	9	3,7
1978	11	4,3
1979	6	3,9
1980	5	4,9
1981	4	4,1
1982	6	4,4
1983	7	3,4
1984	5	2,1
1985	4,5	2,2
1986	8	3,3
1987	8	1,9
1988	7	1,5
1989	5	2,6
1990	6	3,4
1991	5,2	3,9
1992	9,4	4,5
1993	8,1	3,2

(1) Desde 1975 hasta 1987: crecimiento de CBMS

A partir de 1988: crecimiento de M3.

(2) Deflactor del PNB.

Fuente: Bundesbank, varios "Informes mensuales"; FMI, "Estadísticas Financieras Internacionales" y elaboración propia.

El Bbk atribuye el desfase en dicha evolución a dos grupos de factores<sup>75</sup>:

A. Factores monetarios: Determinantes de la demanda de dinero:

- a) Variaciones en los tipos de interés.
- b) Variaciones en los tipos de cambio.

B. Factores no monetarios:

- 1) Expansión del producto nacional.
- 2) Aumento de los precios de las materias primas.
- 3) Conflictos salariales.
- 4) Factores fiscales<sup>76</sup>.
- 5) El contexto externo.

En la segunda mitad de la década de los 70 se produce un notable aumento de la preferencia por la liquidez, derivado de una caída de los tipos de interés y la fuerte apreciación del marco. Esta situación contribuyó a que la aceleración de la expansión monetaria repercutiese sobre los precios

---

<sup>75</sup>vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "Relación entre el desarrollo del dinero...", op. cit., pág. 42.

<sup>76</sup>Por ejemplo, un aumento de los impuestos indirectos.

con una considerable demora<sup>77</sup>.

Sin embargo, en la primera mitad de la década de los 80 se produjo una subida de los tipos de interés, reduciéndose la preferencia por la liquidez y los desfases sobre la evolución de los precios<sup>78</sup>.

La fuerte expansión monetaria observada desde 1986 provocó un repunte inflacionista que se puso de manifiesto en 1989. Dichas tensiones inflacionistas se han visto fortalecidas por el proceso de reunificación alemana, así como por la evolución de los salarios.

---

<sup>77</sup>En efecto, en el año 1978 se produce un máximo en la tasa de expansión monetaria después de tres años de fuerte crecimiento de la misma. Sin embargo, en ese mismo año la inflación se sitúa en un mínimo del 3,4%, empezando a crecer en el año 1979, y alcanzando en 1980 un máximo del 6,4%. Por lo tanto, la fuerte expansión monetaria en el período 1975-78 tuvo su reflejo sobre la evolución de la inflación a partir de 1979.

<sup>78</sup>La moderación de los precios se ha visto favorecida en la década de los 80 por determinados factores externos, que compensaron el fuerte crecimiento monetario de los años 1982 y 1983. Dichos factores han sido:

a) La brusca bajada de los precios de las materias primas en los mercados internacionales.

b) La aplicación de una política fiscal orientada a la contención del gasto público.

c) La expansión moderada de los salarios (así, entre 1986 y 1989 los salarios crecieron en Alemania un 3,7% en 1988 como punto mínimo, y un 4,7% en 1989).

A este respecto, vid. OCDE: "Economic Surveys: Germany", 1989, págs. 3-10.

A la vista de esta evolución, podemos concluir en definitiva que parece existir una relación entre cantidad de dinero y precios, con mayores o menores desfases en función de la existencia de determinados factores externos.

#### 1.2.3.3. La evolución del objetivo intermedio.-

Como ya hemos visto, el Bbk establece sus objetivos de expansión monetaria sobre un único agregado monetario, estableciendo objetivos relativamente estrechos que limitan la flexibilidad de la política monetaria como respuesta frente a acontecimientos económicos inesperados<sup>79</sup>.

Para determinar la conveniencia de la expansión monetaria prevista, el Bbk revisa además sus objetivos de crecimiento monetario a mitad de año<sup>80</sup>. Sin embargo, dicho objetivo sólo se ha visto

---

<sup>79</sup>Vid. KAHN, G. y JACOBSON, K.: "Lessons from West German Monetary...", op. cit., pág. 29.

<sup>80</sup>Vid. BATTEN, D.S. y otros: "The conduct of monetary policy in the major...", op. cit., pág. 12.

corregido, como ya señalamos, en el año 1991, donde se redujo la banda fijada a principio de año de un 4-6% a un 3-5% a mitad de ejercicio.

Desde 1975 hasta 1978, y posteriormente en 1989, el Bbk fijó sus objetivos de expansión monetaria con una tasa simple. Sin embargo, desde 1979 (con la excepción del año 1989) se ha fijado una banda objetivo de expansión del agregado monetario, con lo que se ha introducido una cierta flexibilidad al fijar el objetivo.

Pese a todo, dicha flexibilidad se ha visto limitada a lo largo del ejercicio, cuando el Bbk, a la vista de la evolución económica general, ha anunciado en qué parte de la banda pretende fijar el objetivo de expansión monetaria<sup>81</sup>.

Podemos analizar la evolución prevista y la efectiva de los objetivos monetarios en el cuadro 1.9.

Como puede observarse en él, a lo largo del período 1976-78 no se alcanza el objetivo previsto

---

<sup>81</sup>vid. SCHMID, P. y HERRMANN, H.: "FRG: Old and new problems posed...", op. cit., pág. 71.

## CUADRO 1.9

Evolución del objetivo monetario intermedio fijado por el Bundesbank y del efectivamente alcanzado al final de cada ejercicio (1).-

Años	Nivel de crecimiento fijado por el Bbk (%)			Nivel de crecimiento realmente alcanzado		Cumpliment del objetivo
	En el curso del año	En media anual	Revisión del objetivo en el año	En el curso del año	En media anual	
1975	8	-	-	10	-	no
1976	-	8	-	-	9	no
1977	-	8	-	-	9	no
1978	-	8	-	-	11	no
1979	6-9	-	6	6	-	si
1980	5-8	-	5	5	-	si
1981	4-7	-	4	4	-	si
1982	4-7	-	7	7	-	si
1983	4-7	-	7	7	-	si
1984	4-6	-	-	5	-	si
1985	3-5	-	-	4,5	-	si
1986	3,5-5,5	-	-	8	-	no
1987	3-6	-	-	8	-	no
1988	3-6	-	-	7	-	no
1989	5	-	-	5	-	si
1990	4-6	-	-	6	-	si
1991	4-6	-	3-5	5,2	-	no
1992	3,5-5,5	-	-	9,4	-	no
1993	4,5-6,5	-	-	8,1	-	no

(1) La fijación del objetivo intermedio por el Bundesbank no coincide con el año natural, sino que se establece desde el inicio del último trimestre de cada año y por un período anual.

Fuente: Bundesbank, "Informes mensuales".

por el Bbk, como consecuencia del notable aumento de la preferencia por la liquidez, derivado de dos factores:

- a) Una caída de los tipos de interés.
- b) La fuerte apreciación del marco en los mercados de cambios<sup>82</sup>.

En la primera mitad de la década de los 80, por el contrario, sí se alcanzaron los objetivos previstos por el Bbk, lo que le permitió mantener la orientación de la política monetaria a medio plazo<sup>83</sup>.

Sin embargo, entre 1986 y 1988, el crecimiento

---

<sup>82</sup>Vid. KAHN, G. y JACOBSON, K.: "Lessons from West Germany Monetary...", op. cit., pág. 20.

<sup>83</sup>Ya hemos visto cuáles fueron los motivos que determinaron la caída de la demanda monetaria en ese período y la sustitución del agregado CBMS por M3 como objetivo intermedio de la política monetaria alemana. Podemos resumirlos en dos grandes grupos:

A. Factores monetarios: En especial, la subida de los tipos de interés. Así, los tipos del mercado monetario pasaron del 6,6% en 1979 al 12,11% en 1981 (vid. FMI: "Estadísticas Financieras Internacionales" y OCDE: "Economic Outlook").

B. Factores externos:

1) Reducción de los precios de las materias primas, tras la segunda crisis del petróleo en 1979.

2) Aplicación de una política fiscal contractiva.

3) Expansión moderada de los costes laborales.

real del agregado monetario excede al objetivo previsto, mientras que durante los años 1989 y 1990 van a lograrse de nuevo los objetivos de expansión monetaria previstos por el Bbk a principio de año, aunque situándose en el límite superior de los mismos.

No obstante, ya durante el último trimestre de 1990, el Bbk empezó a aumentar sus tipos de interés de referencia con el objetivo de situar la expansión monetaria en la banda fijada, a la vista del fuerte crecimiento que estaba experimentando la demanda interna<sup>84</sup>.

Durante la primera mitad de 1991 el Bbk continuó aumentando gradualmente sus tipos de interés<sup>85</sup>, y

---

<sup>84</sup>En efecto, en noviembre de 1990 el Bbk elevó el tipo lombardo del 8 al 8,5%. Asimismo, el banco central alemán el tipo "repo" (a ambos nos referiremos posteriormente con más detalle) desde el 8% a primeros de noviembre hasta el 8,55% a final del año. A este respecto, vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "Annual Report 1990", Francfort, 1991, págs. 60 y ss.

<sup>85</sup>El tipo de descuento pasó del 6 al 6,5% desde el 1 de febrero de 1991. Asimismo el tipo lombardo se elevó en la misma fecha desde el 8,5 al 9%. El tipo "repo" se situó a primeros de febrero en el 8,75%, aunque en la subasta del 16 de enero alcanzó un tipo marginal del 8,90%. Para un análisis más detallado de la política monetaria aplicada en Alemania en 1991, vid. GALINDO MARTIN, M.A. y ALGARRA PAREDES, A.: "La política monetaria en la CE: Evolución y

ello a pesar de que la oferta monetaria crecía lentamente. Esta política seguida tenía su razón de ser en la inestabilidad creada en la demanda de dinero tras la unificación alemana.

Tras dicha unificación, el Bbk ha continuado utilizando el agregado M3 como el principal objetivo de su política. La unión monetaria alemana ha desestabilizado la demanda de dinero, al menos temporalmente, como consecuencia de la tasa de conversión del "estmark" (moneda de la antigua RDA) en DM. Dicha tasa de conversión fue de 1DM = 1estmark<sup>86</sup>.

---

perspectivas", en Revista de Economía aplicada e Historia Económica, nº 2/1992, UNED, Madrid, págs. 133-140.

<sup>86</sup>A este respecto, puede analizarse el Proyecto de Conversión realizado por el Bbk en sus "Informes Mensuales" de octubre y noviembre de 1990, y el resultado real de dicha conversión en el "Informe Mensual" de febrero de 1991, llegándose a la conclusión de que la expansión de la oferta monetaria fue superior a la esperada.

La causa de dicha discrepancia hay que buscarla en la diferencia entre la tasa de conversión propuesta por el Bbk (2 ostmark por 1 DM) y la posteriormente aprobada, que provocó la dimisión del entonces Presidente del Bbk, Karl Otto Pohl, y su sustitución por Helmut Schlesinger en junio de 1991.

Sin embargo, a pesar de que la tasa de conversión preferencial para un determinado número de activos financieros fue de 1 por 1, la tasa efectiva fue de 1,8 M por 1 DM, cerca del tipo 2 por 1 inicialmente sugerido por el Bbk.

En efecto, en el momento en que se produce la conversión, la mayor parte de los activos de los alemanes orientales se encontraban en instrumentos líquidos. Dicho exceso monetario fue reduciéndose a medida que las inversiones financieras a medio y largo plazo fueron sustituyendo a esos instrumentos líquidos<sup>87</sup>.

A mediados de 1991, y a la vista de la ralentización en la expansión de la oferta monetaria, el Bbk redujo su banda objetivo de expansión de M3, con el objetivo de compensar las fuertes tensiones salariales que en esos momentos se estaban produciendo<sup>88</sup>.

En la segunda mitad de 1991 el Bbk continuó aplicando ajustes al alza en sus tipos de interés de referencia, que culminan el 19 de diciembre de ese mismo año con una fuerte subida en el tipo de descuento, pasándolo del 7,5 al 8%, y del tipo lombardo, que del 9,25 pasó al 9,75%. La

---

<sup>87</sup>Vid. MAYER, T.: "Aspects of monetary policy in the Unified...", op. cit., pág. 20.

<sup>88</sup>Vid. OCDE: "Economic Surveys: Germany", 1991, pág. 42.

justificación para dicho aumento puede concretarse en los siguientes motivos<sup>89</sup>:

1) Si bien hasta el mes de noviembre de 1991 la tasa de expansión de M3 se encontraba en la parte baja de la nueva banda fijada a mitad de ejercicio, en torno al 3%, van a aparecer una serie de factores que van a provocar su aceleración a partir del mes de julio:

a) Una sentencia del Tribunal Constitucional alemán de junio de 1991, declarando la inconstitucionalidad del vigente sistema de imposición de rendimientos del capital introdujo una notable incertidumbre en las carteras de activos. Dicha incertidumbre se tradujo en una disminución de las inversiones financieras a largo plazo y un aumento de los activos líquidos<sup>90</sup>.

b) La demanda de marcos como moneda paralela en la Europa del Este.

c) El aumento de la demanda de créditos en la

---

<sup>89</sup>Vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "Annual Report 1991", pág. 37.

<sup>90</sup>Vid. MAYER, T.: "Aspects of monetary policy in the Unified...", op. cit., pág. 6.

zona oriental<sup>91</sup>, lo que puede ser considerado como un reflejo de su recuperación productiva<sup>92</sup>.

2) El notable aumento de la inflación experimentado en la segunda mitad de 1991, reflejo de los anteriores aumentos salariales e impositivos<sup>93</sup>.

---

<sup>91</sup>La existencia de fuertes incentivos públicos a la inversión ha provocado que las empresas ya privatizadas continuaran pidiendo prestado, a pesar de los altos tipos de interés a corto plazo. Por lo que respecta a las empresas pendientes de privatizar por el Treuhand Anstalt (Agencia encargada de las privatizaciones de las empresas en la antigua RDA), también demandan crédito como vía para financiar sus programas de reestructuración y mejorar su situación de liquidez. A este respecto, vid. MENUQUIER, H.: "L'Allemagne en 1991. L'année des défis", Notes et études documentaires, París, 1992, págs. 49-53; BIENDENKOPF, K.: "Alemania ante la reunificación y el mercado único", Política Exterior nº 28/1992; DEUTSCHE BUNDESBANK: "Les transferts publics en faveur de l'Allemagne de l'Est", Rapports Mensuels, en Problèmes économiques nº2293, París, 1992, págs. 10-17. Asimismo, vid. SCHLESINGER, H.: "La economía alemana dentro del ámbito de la CE y el camino hacia la UEM", Papeles de Economía Española, Suplementos sobre el Sistema Financiero nº 37, Madrid, 1992, págs. 38-43.

<sup>92</sup>Estos tres primeros motivos generan un fuerte aumento del componente de efectivo en M3, que creció desde junio de 1991 hasta finales de noviembre del mismo año un 16% (frente al 3,6% de expansión entre diciembre de 1990 y junio de 1991). Esta fuerte aceleración situó su tasa de expansión anual en noviembre en un 5,1%, por encima del límite superior del 5% fijado en junio.

<sup>93</sup>La necesidad de financiar la unificación ha provocado un fuerte aumento del déficit público, que llegó a situarse en 1991 en un 5% del PIB, a pesar de la implantación de nuevos impuestos indirectos a mediados de 1991, situándose la tasa de inflación en un 4% a finales de 1991, frente al 2,7% de 1990. Para profundizar acerca de las causas de este repunte

3) La debilidad de la economía alemana. Sin embargo, el Bbk prefiere mantener una baja inflación como requisito previo para poder estimular un crecimiento sostenido a largo plazo<sup>94</sup>.

En diciembre de 1991 el Consejo Central del Bbk anunció un objetivo de aumento de la oferta monetaria para 1992 entre el 3,5 y el 5,5%. Para fundamentar esta decisión, el Bbk alegó que un aumento del 4,5% en M3 estaba justificado a la vista de un aumento del 2,75% en el PNB alemán estimado para 1992, y un objetivo de inflación a medio plazo del 2%<sup>95</sup>.

Sin embargo, el crecimiento monetario experimentó una rápida aceleración en 1992, como resultado de una fuerte expansión crediticia,

---

inflacionista, vid. DIEZ, M.L.: "Examen de las actuaciones de los bancos centrales en 1991", Mercados Financieros, Corporación Financiera, Madrid, 1992, págs. 43-45; BANCO DE ESPAÑA: "Informe Económico Anual 1991", Madrid, 1992; DEUTSCHE BUNDESBANK: "Annual Report 1991", Francfort, 1992. Asimismo, vid. GALINDO MARTIN, M.A. y ALGARRA PAREDES, A.A.: "La política monetaria en la...", op. cit., págs. 136-138.

<sup>94</sup>Vid. DIEZ, M.L.: "Examen de las actuaciones de los bancos...", op. cit., pág. 44.

<sup>95</sup>Vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "Annual Report 1992", Francfort, 1993, pág. 66.

situándose al final del año en un 9,4%, casi cuatro puntos por encima del nivel central de la banda objetivo establecida para dicho año.

La generalización en la subvención de tipos de interés, especialmente en los programas de inversión de la antigua Alemania Oriental, contribuyó a la fuerte expansión de la demanda crediticia<sup>96</sup>.

Un segundo factor contribuyó también a ese crecimiento monetario excesivo: las masivas entradas de capitales resultantes de la crisis cambiaria dentro del SME<sup>97</sup>.

Como consecuencia de esta fuerte expansión monetaria, la tasa de crecimiento del IPC correspondiente a 1992 se situó en un 4%, dos puntos por encima de la tasa de inflación objetivo del 2%, que es considerada por el Bbk como "tasa norma" para un crecimiento económico a medio plazo no

---

<sup>96</sup>vid. COMITE DE GOBERNADORES DE LOS BANCOS CENTRALES DE LA CE: "Informe Anual 1992", Bruselas 1993, pág 19.

<sup>97</sup>A este respecto, vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "The recent monetary policy decisions and developments in the E.M.S.", Monthly Report, agosto 1993, págs. 19-27.

inflacionista.

Para 1993, el Bbk fijó una banda objetivo de crecimiento de M3 entre el 4,5 y el 6,5%, cuyo punto medio excedía en un punto porcentual al establecido para 1992.

Este objetivo monetario pretendía ser más realista que el del ejercicio anterior, tras haberse sobrepasado en él ampliamente, como ya hemos visto, el límite superior de la banda. No obstante, el banco central alemán pretendía con este nuevo objetivo restringir la expansión monetaria, para reconducir la tasa de inflación a la "tasa norma" del 2%.

El crecimiento de M3 experimentó en 1993 una fuerte desaceleración. Sin embargo, el crecimiento real volvió a sobrepasar el límite superior de la banda, al situarse en el 7,4% en el último trimestre de 1993 frente al mismo trimestre del año anterior. Además, el punto central de la banda objetivo fue superado en dos puntos, y la tasa de crecimiento del IPC se situó en un 4,1%, que excedía ampliamente las

previsiones oficiales<sup>98</sup>.

Las causas de esta fuerte expansión monetaria habría que buscarlas fundamentalmente en dos hechos:

a) El fuerte déficit público y las necesidades de financiación del mismo mediante créditos concedidos por el sistema bancario al gobierno.

b) La baja propensión del público alemán a realizar inversiones en activos a largo plazo<sup>99</sup>.

En 1994 el Bbk ha intentado reforzar su política antiinflacionista fijando una banda objetivo de expansión de M3 entre el 4 y el 6%, compatible con un crecimiento de la producción potencial real alemana del 2,5%, y una "tasa norma" de inflación del 2%, similar a la de los años precedentes<sup>100</sup>.

---

<sup>98</sup>Vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "Annual Report 1993", Francfort 1994, págs. 66-69. Asimismo, vid. OCDE: Economic Surveys: Germany 1993", París 1994, págs. 40-48.

<sup>99</sup>Vid DEUTSCHE BUNDESBANK: "Annual Report 1993", op. cit., pág. 67.

<sup>100</sup>En su reunión de 21 de julio de 1994, el Consejo General del Bbk revisó su objetivo de crecimiento monetario para ese año, acordando mantener el objetivo previsto y seguir utilizando M3 como magnitud central de referencia, a pesar del pesimismo manifestado por el banco central alemán respecto a la posibilidad de alcanzarlo al finalizar el año. A este respecto, vid. DEUTSCHE BUNDESBANK:

1.2.3.4. La Unión Monetaria alemana: sus repercusiones sobre la política monetaria.-

Tras la caída del muro del Berlín en otoño de 1989, la antigua RDA sufrió una cadena de factores de inestabilidad, acompañados de una emigración masiva a la República Federal.

A la vista de la necesaria armonización de ambos Estados, comenzaron las negociaciones sobre la Unión Económica y Monetaria que concluyeron en mayo de 1990, realizándose la Unión Económica, Monetaria y Social el 1 de julio de 1990 y completándose la misma en octubre de ese mismo año<sup>101</sup>.

El efecto fundamental de la unión monetaria fue la expansión notable de la liquidez en el antigua RDA. A esta situación se acumuló la gran expansión del crédito en el territorio oriental, como ya vimos,

---

"Informe Mensual", edición en español, agosto de 1994, págs. 22-32.

<sup>101</sup>Vid. SCHMID, P. y HERRMANN, H.: "FRG: Old and new problems posed...", op. cit., pág. 79.

en la segunda mitad de 1990, desbordándose a la RFA, lo que contribuyó a la aceleración de la oferta monetaria en la RFA<sup>102</sup>.

La expansión de la liquidez en las primeras fases de la unificación fue superior a la prevista por el Bundesbank. Sin embargo, en estos primeros momentos va a producirse un desequilibrio en la demanda de dinero, como consecuencia de que los activos financieros de los alemanes orientales tendieron a situarse en instrumentos muy líquidos, provocando un exceso monetario<sup>103</sup>.

Dicha situación, según el Bbk va a deberse a las diferencias entre los resultados reales y los proyectados por el Banco Central alemán sobre la conversión monetaria.

Estas diferencias pueden observarse en los cuadros 1.10 y 1.11.

De ellos podemos extraer las siguientes conclusiones:

---

<sup>102</sup>vid. MAYER, T.: "Aspects of monetary policy in the Unified...", op. cit., pág. 14.

<sup>103</sup>vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "Annual Report 1991", op. cit., pág. 12.

**CUADRO 1.10**

Resultados proyectados de la conversión monetaria en Alemania  
por el Bundesbank.-

	Billones M (1)	Tasa de conversión	Billones DM (2)	% de la R.F.A.
<b>ACTIVOS</b>	446,6	1,8	246	7,4
*Crédito interno	397,4	2,2	180,7	7,1
*Crédito externo	45	1,2	36,3	5,6
*Otros activos	4,2	1,6	2,6	1,9
*Deuda compensada	-	-	26,4	-
<b>PASIVOS</b>	446,6	1,8	246	7,4
*Pasivos internos	388,2	2,1	189,3	6,3
M3	236,2	1,6	149,8	12,2
Efectivo	13,6	2	6,8	4,7
Depósitos	222,6	1,6	143	13,2
Depósitos del Gob.	10,8	2	5,4	46,3
Capital monetario	14,2	2	7,1	0,5
Otros pasivos	127	4,7	27	14,9
*Pasivos externos	58,4	1	56,7	16,5

(1) M: Marcos de la antigua RDA.

(2) DM: Marcos alemanes.

Fuente: Bundesbank, "Informes Mensuales" de octubre-noviembre  
de 1990, febrero de 1991 y elaboración propia.-

## CUADRO 1.11

Resultados reales de la conversión monetaria en Alemania.-

	Posición a 01.06		Posición a 31.12	
	Billones M (1)	Tasa de conversión	Billones DM (2)	% de la R.F.A.
<b>ACTIVOS</b>	285,8	8,6	368,2	10,2
*Crédito interno	193,8	7,6	206,8	7,8
*Crédito externo	30,6	4,7	90,8	11,5
*Otros activos	7,5	5,5	13,7	8,9
*Deuda compensada	53,9	-	56,9	-
<b>PASIVOS</b>	285,8	8,6	368,2	10,2
*Pasivos internos	248	8,3	235,4	7,4
M3	180,1	14,7	163,6	12,3
Efectivo	0	0	9,9	6,6
Depósitos	180,1	16,7	153,6	13
Depósitos del Gob.	0	0	5,2	37,5
Capital monetario	0,5	0	13,2	0,8
Otros pasivos	67,4	37,2	53,3	27,2
*Pasivos externos	37,8	11	132,8	30,6

Fuente: Bundesbank, "Informes Mensuales" de octubre-noviembre de 1990, febrero de 1991 y elaboración propia.-

1) La tasa proyectada por el Bbk suponía que el total de activos del sistema bancario de la RDA ascendiera al 7,4% de los correspondientes a la RFA.

2) Los activos líquidos de los alemanes orientales (correspondientes a M3) se calcularon en un 12,2% del volumen de M3 correspondiente a la RFA, cuatro puntos por encima del PNB estimado para el territorio oriental por el Federal Statistical Office<sup>104</sup>.

3) Contrasta con este volumen de activos líquidos previstos la escasa importancia de las inversiones financieras a largo plazo (formación de capital monetario) en la RDA, que suponían sólo un 0,5% del total correspondiente a la RFA.

4) Los depósitos del Gobierno de la RDA, pese a haberse propuesto una tasa de conversión de 2M por 1DM, suponían el 46,3% de los correspondientes a la RFA.

5) Destacan asimismo por su importancia los pasivos externos de la RDA previstos en mayo de 1990,

---

<sup>104</sup>Dicha estimación era del 8,3% del PNB de la República Federal a finales de 1990.

que alcanzaban el 16,5% del total de los de la RFA, como consecuencia de la gran importancia de la Alemania Oriental entre las antiguas economías del Este.

Pese a que estas proyecciones realizadas por el Bbk a 31 de mayo de 1991 preveían una importante expansión monetaria tras la unificación, el Gobierno Federal decidió aplicar una tasa de conversión preferencial de 1 por 1 para un determinado número de activos basándose en consideraciones políticas, pese al riesgo que esto suponía sobre el crecimiento de M3. Con todo, la tasa efectiva de conversión fue de 1,8 Eastmark (M) por 1 DM como ya dijimos, tasa cercana al tipo 2 por 1 inicialmente sugerido por el Bbk<sup>105</sup>.

La conversión efectiva produjo pues un mayor stock de activos financieros en la RDA que los proyectados. Dicha expansión se verificó, sobre todo:

a) En cuanto al crédito interno, excedió en más de un 7% el nivel estimado, debido a la gran

---

<sup>105</sup>Vid. MAYER, T.: "Aspects of monetary policy in the Unified...", op. cit., pág. 12.

expansión que experimentó en junio de 1990, como consecuencia de la anticipación de la unificación monetaria que realizaron los agentes económicos<sup>106</sup>.

En los meses posteriores a la unificación esta expansión del crédito interno se vio multiplicada por dos factores:

1. El enorme aumento de los salarios en la RDA<sup>107</sup>.

2. La caída de las ventas.

Ante esta grave situación, el TREUHANDANSTALT<sup>108</sup> garantizó créditos a corto plazo por encima de 30 billones de DM a las empresas de la antigua RDA, y 3 billones de DM en préstamos a largo plazo, con el fin de garantizar la liquidez en

---

<sup>106</sup>Como ya dijimos, la unificación monetaria se produjo el 1 de julio de 1990.

<sup>107</sup>Tras la unificación, los salarios de la antigua RDA se situaron a un 60% de los de la RFA, a pesar de que la productividad estimada era de 1/3 en aquella con respecto a la de ésta.

<sup>108</sup>Como ya hemos señalado anteriormente, el TREUHANDANSTALT es el organismo público encargado de la reprivatización de las empresas en la antigua RDA, y la gestión de las que siguen bajo control público. Para un estudio más detallado de sus funciones y actuación, vid. MENUDIER, H.: "L'Allemagne en 1991. L'année...", op. cit., págs. 49-53.

la industria de la Alemania oriental<sup>109</sup>.

Como resultado de todo ello, el crédito interno en la antigua RDA creció entre el 1 de julio y el 31 de diciembre de 1990 un 14%, a pesar de la caída de la producción, para poder hacer frente al pago de los salarios<sup>110</sup>.

En el antiguo territorio occidental, se produjo asimismo una notable expansión de la demanda de crédito, derivada del exceso de demanda de bienes y servicios generado tras la unificación.

Ante esta situación, el Bbk se acomodó a la alta demanda de crédito manteniendo los tipos de interés a corto plazo estables, a través del mantenimiento del tipo lombardo, e inyectando liquidez a través de la "ventanilla lombarda" (3 billones de DM en la segunda mitad de 1990), además de inyectar 20 billones de DM a través de operaciones "repo". Todo

---

<sup>109</sup>Vid. SCHMID, P. y HERRMANN, H.: "FRG: Old and new problems posed...", op. cit., pág. 82.

<sup>110</sup>Para un análisis más detallado, vid. THIES, J.: "Alemania y Europa", Política Exterior nº 24, Madrid 1991. También del mismo autor, "Alemania, nuevas turbulencias", Política Exterior nº 28, Madrid 1992.

ello generó una fuerte expansión monetaria en Alemania durante la segunda mitad de 1990<sup>111</sup>.

b) Como consecuencia de todo ello, M3 superó el nivel previsto por el Bbk en un 20% (30 billones de DM).

Sin embargo, el volumen de M3 fue mayor que el esperado como consecuencia en parte de una reclasificación contable. En efecto, el informe monetario del mes de mayo de 1990 elaborado por el GDR Staatsbank<sup>112</sup>, consideraba las Empresas Nacionales de comercio exterior como bancos, con lo cual sus depósitos eran considerados como pasivos interbancarios<sup>113</sup>.

Tras la conversión, los depósitos de dichas Empresas fueron utilizados para devolver la deuda externa de la RDA. Así M3 a 1 de julio de 1990 suponía en la antigua RDA 180,1 billones de DM,

---

<sup>111</sup>vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "Annual Report 1990", op. cit., pág. 62.

<sup>112</sup>El GDR Staatsbank era el Banco del Estado de la antigua RDA.

<sup>113</sup>vid. MENUDIÉ, H.: "L'Allemagne en 1991. L'année...", op. cit., pág. 51.

pasando en 31 de diciembre a 163,6 billones de DM.

Esa caída en el volumen de M3 puede atribuirse<sup>114</sup>:

1) A la eliminación de esos depósitos correspondientes a las Empresas Nacionales de comercio exterior, una vez que éstas fueron cerradas.

2) Al crecimiento del capital monetario o inversiones financieras a largo plazo, que pasaron de 0,5 billones de DM el 1 de julio a 5,2 billones de DM el 31 de diciembre de 1990.

#### 1.2.3.5. La variable operativa de la política monetaria alemana.-

El Bundesbank, como la mayor parte de los bancos centrales de los países industrializados, aplica su política monetaria con el objetivo de controlar el nivel agregado de reservas disponibles del sistema bancario. Aunque no está capacitado para controlar

---

<sup>114</sup>Vid. MAYER, T.: "Aspects of monetary policy in the Unified...", op. cit., pág. 16.

las variaciones de todos los componentes de su balance ajustado, en especial los relacionados con su función de banquero del gobierno y los saldos en moneda extranjera, sí dispone de información e instrumentos para neutralizar sus efectos y regular la oferta de reservas<sup>115</sup>.

En la aplicación de la política monetaria, el Bbk no ha optado por realizar un control directo sobre la base monetaria, a través de la regulación de la expansión de los activos de caja del sistema bancario, sino a través de un control indirecto sobre un agregado monetario mediante la fijación del tipo de interés y de la política de liquidez<sup>116</sup>.

La dificultad para analizar la expansión de los activos de caja del sistema bancario, por cuanto no son conocidos hasta la segunda mitad del mes

---

<sup>115</sup>Vid. KNEESHAW, J.T. y VAN DEN BERGH, P.: "Changes in Central Bank money market operating procedures in the 1980s", BIS, Economic Papers n° 23, Basilea 1989, pág. 8.

<sup>116</sup>Vid. KLOTEN, N.: "The control of Monetary Aggregates in the...", op. cit., pág. 41.

siguiente<sup>117</sup> limita notablemente la capacidad de actuación del Bbk. Este hecho ha determinado que "los tipos de interés a corto plazo se han constituido hoy en día en la variable operativa utilizada por el Bbk. El aumento de la flexibilidad en estos tipos de interés ha sido el principal mecanismo para hacer frente a los "shocks" económicos, a la volatilidad y las expectativas creadas en los mercados financieros, y a las presiones en los mercados de divisas"<sup>118</sup>.

Durante la década de los 70, el Bbk basó su política en un sistema de tipos de interés administrados. Cualquier demanda marginal de reservas por los bancos era cubierta con facilidades crediticias proporcionadas por el Bbk, generalmente a tipos inferiores a los de mercado. Los tipos "oficiales" actuaban de anclaje para los tipos de los depósitos y préstamos. Las variaciones en el tipo

---

<sup>117</sup>Ese retraso se produce como consecuencia del sistema de cálculo de reservas mínimas utilizado por el Bbk. Un análisis más detallado de dicho sistema se realiza en el epígrafe 1.2.3.6.3, dedicado a esta política de reservas mínimas del Bbk.

<sup>118</sup>Vid. KNEESHAW, J.T. y VAN DEN BERGH, P.: "Changes in Central Bank money...", op. cit., pág. 9.

"oficial" se transmitían a través de un efecto directo sobre la disponibilidad de crédito bancario<sup>119</sup>.

Este enfoque fue puesto en tela de juicio a finales de los 70. Los retrasos del Bbk para ajustar los tipos de interés como medida para contrarrestar las tensiones inflacionistas, generaron dudas acerca de la viabilidad de un sistema de tipos de interés fijados. A ello contribuyó también la innovación financiera y la mayor integración de los mercados financieros internacionales<sup>120</sup>.

Todo ello determinó la liberalización de los tipos de interés en los mercados monetarios, pasando el Bbk a regular la evolución del volumen de reservas del sistema bancario a través de un control indirecto, mediante la especificación de una banda de tipos de interés, cuyo límite superior es el tipo

---

<sup>119</sup>Vid KASMAN, B.: "A comparison of monetary policy operating procedures...", op. cit., pág. 7.

<sup>120</sup>Para un análisis más detallado, vid. BIS: "Changes in money-market instruments and procedures: objectives and implications", Basilea 1986.

lombardo y el inferior es el tipo de descuento<sup>121</sup>.

El tipo lombardo generalmente tiene una mayor importancia para determinar la tendencia de los tipos de interés en el mercado monetario.

El sistema utilizado por el Bbk hasta 1985 utilizaba el tipo lombardo como un "tipo modelo" para el comportamiento del tipo de interés a un día. Esto era debido a la gran dependencia del sistema bancario respecto de los préstamos lombardos para cubrir sus necesidades de liquidez. Cuando la liquidez bancaria estaba cubierta, existiendo escasas peticiones de créditos lombardos, el tipo lombardo era el límite superior al tipo de interés a un día, por cuanto normalmente ningún banco pagaría tipos altos en el mercado monetario, pudiendo pagar tipos menores en el Bbk a través de la "ventanilla lombarda"<sup>122</sup>.

Sin embargo, cuando la liquidez bancaria era

---

<sup>121</sup>Los créditos lombardos y el redescuento son analizados con detalle en el epígrafe 1.2.3.6.2, dedicado al estudio de los instrumentos monetarios del Bbk.

<sup>122</sup>vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "The Deutsche Bundesbank. Its monetary policy...", op. cit., pág. 86.

escasa, existiendo un gran número de créditos lombardos concedidos, el tipo de interés a un día podía estar por encima del tipo lombardo.

A medida que se fue restringiendo el acceso a la facilidad crediticia lombarda, aumentó notablemente el margen de fluctuación de los tipos de interés a un día<sup>123</sup>.

El Bbk deseaba tener una mayor discrecionalidad para influir sobre la situación en el mercado monetario y limitar el recurso al préstamo lombardo como medida para cubrir las necesidades de liquidez del sistema bancario, de forma que esta facilidad crediticia se utilizara sólo en casos excepcionales. En consecuencia, a partir de febrero de 1985 el Bbk comenzó a ofrecer a los bancos acuerdos de recompra de títulos a tipos por debajo del tipo lombardo<sup>124</sup>.

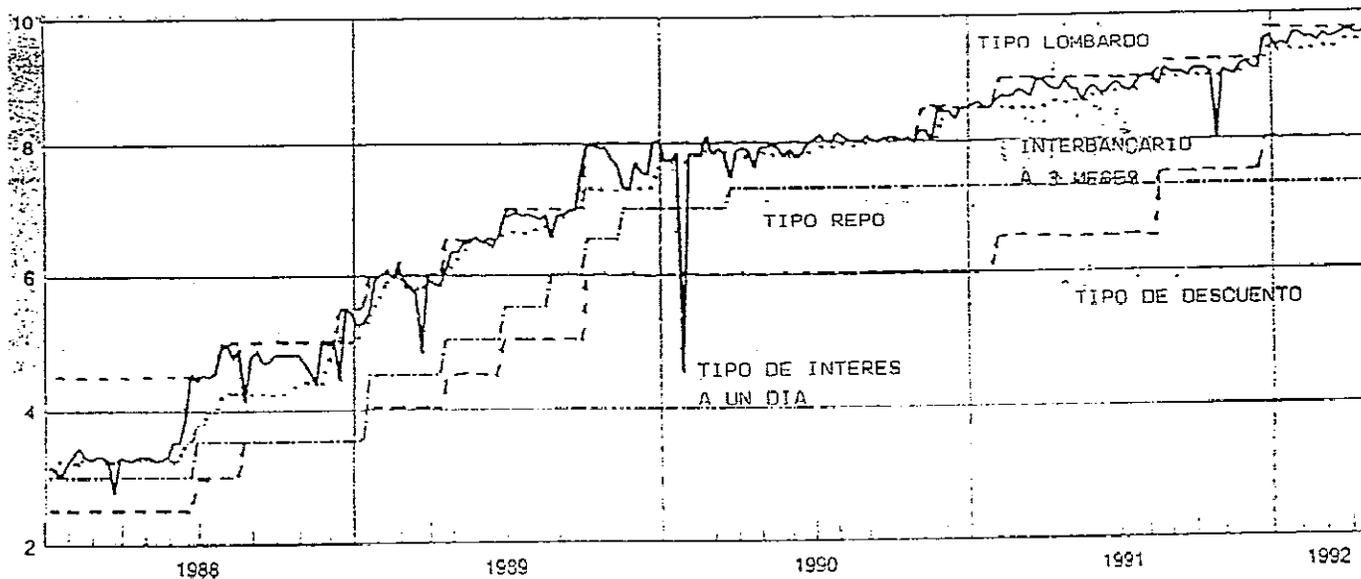
Con esta medida, el Bbk quería evitar que se produjera una caída excesiva en los tipos de interés

---

<sup>123</sup>Vid. KASMAN, B.: "A comparison of monetary policy operating procedures...", op. cit., pág. 12.

<sup>124</sup>Vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "The Deutsche Bundesbank. Its monetary policy instruments...", op. cit., pág. 84.

Gráfico 1.4.- Evolución de los distintos tipos de interés a corto plazo en Alemania en el período 1988-1992.



Fuente: Bundesbank, "Annual Report 1992".

a corto plazo como consecuencia de un aumento de las operaciones de recompra. El tipo lombardo es fijado desde entonces en un nivel de 2 puntos por encima del tipo de descuento, siendo normalmente superior al tipo de interés interbancario a corto plazo, con el fin de asegurar que el crédito lombardo es sólo utilizado para satisfacer necesidades excepcionales de liquidez<sup>125</sup>.

La evolución en los últimos años de los distintos tipos a corto plazo en Alemania puede ser analizada en el gráfico 1.4.

Como puede verse en él, el tipo de interés a un día se mueve a lo largo del período considerado entre los tipos lombardo (que actúa como techo) y los tipos de recompra (como límite inferior), excepto en períodos muy cortos de tiempo en que se rompen dichos límites, tanto por arriba como abajo, aunque ha tendido a situarse cerca del límite superior.

El tipo interbancario a tres meses ha mostrado una menor volatilidad, con tendencia a situarse junto

---

<sup>125</sup>vid. BATTEN, D.S. y otros: "The conduct of monetary policy in the...", op. cit., pág. 14.

al límite superior, el tipo lombardo.

Para evitar fluctuaciones diarias excesivas en los tipos de interés a corto plazo, el Bbk complementa las operaciones de recompra con otras medidas de "fine-tuning":

a) Ventas de letras del Tesoro con vencimiento a tres días, y a un tipo de interés comprendido entre el tipo de recompra y el tipo de descuento<sup>126</sup>.

b) Operaciones de mercado abierto con "swaps".

c) Provisión de préstamos lombardos con tipos de interés penalizadores<sup>127</sup>.

Analicemos ahora la evolución de cada uno de los instrumentos de política de liquidez contemplados, en relación con el total de préstamos al sistema bancario.

A la vista de los datos recogidos en el cuadro 1.12., observamos la creciente importancia que han

---

<sup>126</sup>Dicho tipo generalmente se encuentra 0,25 puntos por debajo del tipo de recompra.

<sup>127</sup>vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "The Deutsche Bundesbank. Its monetary policy instruments...", op. cit., págs. 49-53 y BARTHOLOMAE, A.: "Some operational and instrumental aspects of monetary targeting in Germany", Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México 1991.

CUADRO 1.12

Evolución de los instrumentos de política de liquidez utilizados por el Bundesbank.-

Conceptos	1985		1986		1987		1988		1989		1990		1991		1992		1993	
	Millones DM	%																
Préstamos al sistema bancario	105325	100	96418	100	82356	100	144736	100	175325	100	208524	100	225318	100	188929	100	257502	100
Compras netas en el mercado abierto	41627	39,5	33191	34,4	27640	33,6	77980	53,9	108829	62,1	117435	56,3	148457	65,9	124099	65,7	184531	71,7
Letras redescontadas	61383	58,3	60859	63,1	53950	65,5	55512	38,4	61309	35	84909	40,7	74959	33,3	63187	33,4	58135	22,6
Préstamos lombardos	2315	2,2	2368	2,5	766	0,9	11244	7,7	5187	2,9	6180	3	1902	0,8	1643	0,9	14836	5,7

Datos referidos a 31 de diciembre del año correspondiente.

Fuente: Bundesbank, "Informe Mensual" febrero 1994 y elaboración propia.

adquirido las operaciones de recompra como vía para proveer liquidez al sistema bancario, fundamentalmente a partir de 1988, pasando de representar un 33,6% del total de préstamos al sistema bancario en 1987, a un 53,9% en 1988, situándose por encima del 60% en 1989, y consolidándose por encima del 65% a partir de 1991.

Al mismo tiempo, las operaciones de redescuento han seguido un camino inverso, viendo reducida progresivamente su participación en el suministro de liquidez al sistema bancario, pasando de un 65,5% en 1987 al 38,4% en 1988, situándose en torno al 33% a partir de 1991.

Por lo que respecta a los créditos lombardos, han mantenido siempre desde 1985 el carácter de facilidad crediticia excepcional, situándose en torno al 3% a lo largo del período considerado, excepto en 1987 que alcanzaron el 0,9% <sup>128</sup>, y en

---

<sup>128</sup>La reducción tan notable de los créditos lombardos en dicho año se debió a la fuerte expansión del agregado CBMS, en un intento de controlar su fuerte crecimiento por parte del Bbk. Como ya hemos indicado, la evolución del agregado CBMS determinó su sustitución por M3 como objetivo intermedio de la política monetaria alemana.

1988, que se situaron en el 7,7%. A partir de 1991 han vuelto a recuperar ese carácter de refinanciación marginal, situándose en porcentajes inferiores al 1%.

1.2.3.6.- Los instrumentos primarios de la política monetaria alemana.-

La ley reguladora del Bbk asigna a este una amplia gama de instrumentos primarios de política monetaria, con los que desarrollar su estrategia de política monetaria para la consecución de sus objetivos.

Pese a esta amplitud, dichos instrumentos tienen limitada su área de influencia, de forma que no afecten a la interacción de las fuerzas de mercado y a la competencia en el sector financiero<sup>129</sup>.

En este sentido, el Bbk no tiene la posibilidad de imponer límites directos al nivel de créditos

---

<sup>129</sup>Para un análisis detallado de las relaciones del Bundesbank con el sistema financiero alemán, vid. BANQUE DE FRANCE: "Le système bancaire allemand", Problèmes Economiques nº 2293, París 1992, págs. 1-7 y PAREJO GAMIR, J.A., CALVO, A. y PAUL, J.: "El sistema financiero en...", op. cit., págs. 78 y ss.

concedidos por el sistema bancario, ni de fijar administrativamente los tipos de interés en los mercados de dinero y de capital<sup>130</sup>.

Su política está diseñada para controlar la evolución del crédito bancario, así como las demandas de dinero y crédito de la economía, influyendo indirectamente a través de las condiciones del mercado monetario (mediante modificaciones en la liquidez bancaria), así como en los tipos de interés a corto plazo<sup>131</sup>.

#### 1.2.3.6.1. Clasificación de los instrumentos.-

Podemos clasificar los instrumentos de la política monetaria alemana utilizados actualmente por

---

<sup>130</sup>Vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "The Deutsche Bundesbank. Its monetary policy...", op. cit., pág. 46.

<sup>131</sup>Vid. BATTEN, D.S. y otros: "The conduct of monetary policy in the...", op. cit., pág. 12.

el Bbk siguiendo varios criterios<sup>132</sup>:

A. Atendiendo a la variable monetaria sobre la que se pretende influir, podemos distinguir entre:

1. Instrumentos encaminados al control de los tipos de interés:

1.1. Fijación del tipo de descuento.

1.2. Fijación del tipo lombardo.

1.3. Operaciones de mercado abierto con anuncio de los tipos oficiales de venta (método holandés).

1.4. Operaciones de recompra de títulos fijando los tipos de interés<sup>133</sup>.

2. Instrumentos de política de liquidez.

2.1. Modificaciones en las reservas mínimas obligatorias.

---

<sup>132</sup>vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "The Deutsche Bundesbank. Its monetary...", op. cit., págs. 44-80; BATTEN, D.S. y otros: "The conduct of monetary policy in...", op. cit., págs. 11-15; CUADRADO, P. y MELCON, C.: "La instrumentación de la política monetaria en los países de la CE: tipos de interés oficiales y de intervención", Boletín Económico del Banco de España, abril 1993, págs. 25-27; BARTHOLOMAE, A: "Some operational and instrumental...", op. cit.; REYNES, A.: "El ojo del huracán", op. cit., págs. 10-11.

<sup>133</sup>Incluimos aquí fundamentalmente los tipos marginales de inyección de liquidez en las subastas de "repos".

2.2. Limitación del acceso de las instituciones financieras a las facilidades crediticias de redescuento y lombarda<sup>134</sup>.

2.3. Compraventas de títulos y divisas como política de liquidez (método americano).

B. Atendiendo al período de tiempo en que el Bbk pretende que resulte efectiva su política<sup>135</sup>.

Podemos distinguir entre:

1. Instrumentos de ajuste a largo plazo.

1.1. Cambios en los coeficientes de reservas mínimas.

1.2. Facilidades crediticias de refinanciación de los bancos.

1.3. Compraventas definitivas de bonos a largo plazo por el Bbk en el mercado abierto.

1.4. Modificaciones en los tipos de

---

<sup>134</sup>Limitaciones que, como veremos más adelante, pueden ser cuantitativas o cualitativas.

<sup>135</sup>Para distinguir entre instrumentos de ajuste a largo plazo y medidas de "fine-tuning", atendemos a su utilización como instrumentos de financiación temporal o a largo plazo, en función de las necesidades de crecimiento de la oferta monetaria.

descuento y lombardo.

2. Medidas de "fine-tuning"<sup>136</sup>.

2.1. Operaciones de mercado abierto en sentido amplio con vencimiento entre una semana y dos meses. Entre otras:

2.1.1. Variación día a día del volumen de fondos públicos en el sistema bancario.

2.1.2. Venta de Letras del Tesoro a corto plazo.

2.1.3. Transacciones bajo acuerdo de recompra de bonos y letras comerciales.

2.1.4. Transacciones bajo acuerdo de recompra de "swaps" de divisas.

C. Criterio de clasificación utilizado por el Bbk. Distingue entre:

1. Instrumentos de refinanciación.

1.1. Política de redescuento.

1.2. Política lombarda.

2. Política de reservas mínimas.

---

<sup>136</sup>Son utilizadas para neutralizar fluctuaciones temporales en la liquidez bancaria y controlar los tipos del mercado monetario.

### 3. Instrumentos de mercado abierto.

3.1. Operaciones en el mercado de dinero.

3.2. Operaciones en el mercado de capitales.

4. Política de depósitos.

5. Política de liquidez a través de operaciones en el mercado de divisas.

Como podemos comprobar, los distintos instrumentos aparecen en las tres clasificaciones empleadas en función de los criterios utilizados para realizar las mismas.

Para analizar cada uno de ellos de forma separada, utilizaremos el criterio oficial de clasificación, establecido por el Bbk<sup>137</sup>.

---

<sup>137</sup>Vamos a utilizar esta última clasificación para estudiar los instrumentos primarios de la política monetaria del Bbk no sólo por ser la oficial, sino también por motivos de homogeneidad. En efecto, si utilizáramos la primera clasificación, esto es, basándonos en la variable monetaria sobre la que se pretende influir, nos llevaría a analizar en epígrafes separados la política de redescuento y la lombarda mediante fijación de tipos o mediante fijación de cuotas.

Por su parte, si utilizáramos la segunda de las clasificaciones, esto es, atendiendo a si se trata de instrumentos de ajuste a corto o a largo plazo, estudiaríamos en apartados diferentes las políticas de mercado abierto que afectan a títulos con vencimiento a corto y a largo plazo respectivamente.

#### 1.2.3.6.2. Instrumentos de refinanciación.

La política de refinanciación del Bbk supone que el Banco Central Alemán puede efectuar préstamos a las instituciones de crédito a través de la adquisición de letras (política de redescuento) y de la concesión a dichas instituciones de préstamos con garantía (política lombarda), con el objetivo de influir sobre la cantidad de dinero en circulación y el volumen de crédito a empresas y familias<sup>138</sup>.

Los tipos de interés (tanto el tipo de descuento como el tipo lombardo) van a constituirse pues en los parámetros de acción de la citada política de refinanciación<sup>139</sup>.

Dicha política admite dos opciones: cuantitativa y cualitativa. La provisión de crédito a través del redescuento y la facilidad lombarda se realizan

---

<sup>138</sup>vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "The Deutsche Bundesbank. Its monetary...", op. cit., pág. 73.

<sup>139</sup>vid. REYNES, A.: "El ojo del huracán", op. cit., pág. 11.

atendiendo a las circunstancias particulares de la institución demandante de crédito.

La política de refinanciación del Bbk se encuentra recogida en el artículo 15 de su ley reguladora, siendo desarrollados los requisitos para llevarla a cabo en el art. 19, dedicado a las "Transacciones con los bancos".

Analizaremos ahora, de forma separada, los dos instrumentos que conforman la política de refinanciación.

#### 1.2.3.6.2.1. Política de redescuento.

El mencionado artículo 19 de la ley reguladora del Bbk, modificado por Ley de 24 de abril de 1986<sup>140</sup>, autoriza al mismo a efectuar compras y ventas a los bancos comerciales de determinados activos:

a) Letras comerciales.

---

<sup>140</sup>A este respecto, vid. Federal Law Gazzette I, pág. 560.

b) Letras del Tesoro, tanto del Gobierno Federal como de los Länder.

c) Fondos Especiales Federales: entre otros, los de los Ferrocarriles Federales, Correos y Fondos de Compensación de gravámenes.

Por lo que respecta a la política de redescuento propiamente dicha, la ley fija los requisitos mínimos que han de cumplir esos títulos para ser redescontados:

1) Han de estar avalados por tres partes que se consideren solventes.

2) Su vencimiento ha de ser, como máximo, de 3 meses.

3) Han de ser letras de cambio que cumplan todos los requisitos legales.

Sin embargo, el Bbk ha considerado que dichos requisitos, establecidos en la ley de 26 de julio de 1957, debían ser ampliados. Como resultado de esta necesidad, el Bbk, a través de una regulación propia introducida en el año 1977, establece unos requisitos más detallados:

1) Sólo pueden acceder a esta facilidad

crediticia aquellos agentes económicos que puedan ser evaluados por el Bbk como "solventes".

2) Las letras de cambio adquiridas por el Bbk se limitan a:

a) Las libradas entre empresas.

b) Las Libradas por trabajadores por cuenta propia sobre la base de entrega de bienes o prestación de servicios<sup>141</sup>.

Por lo que respecta al establecimiento de los tipos de interés de esta facilidad crediticia (el tipo de descuento), corresponde fijarlo al propio Bbk, no existiendo niveles máximos o mínimos, sino en función de las necesidades de la política monetaria<sup>142</sup>.

Podemos analizar la evolución del tipo de descuento y del tipo lombardo en el cuadro 1.13.

Junto a la importancia de la fijación del tipo

---

<sup>141</sup>Vid. BARTHOLOMAE, A.: "Some operational and instrumental aspects...", op. cit., pág. 38.

<sup>142</sup>El establecimiento del tipo de redescuento y los efectos de su fijación se han analizado en el epígrafe de este capítulo de nuestra Tesis dedicado a la variable operativa de la política monetaria alemana.

**CUADRO 1.13**

Evolución del tipo de descuento y del tipo lombardo en Alemania.-

	Tipo de descuento	Tipo lombardo		Tipo de descuento	Tipo lombardo		Tipo de descuento	Tipo lombardo
<u>Año 1975</u>			<u>Año 1984</u>			<u>Año 1991</u>		
7 de febrero	5,5	7,5	29 de junio	4,5	5,5	1 de febrero	6,5	9
7 de marzo	5	6,5				16 de agosto	7,5	9,25
25 de abril	5	6	<u>Año 1985</u>			20 de diciembre	8	9,75
23 de mayo	4,5	5,5	1 de febrero	4,5	6			
15 de agosto	4	5	16 de agosto	4	5,5	<u>Año 1992</u>		
12 de septiembre	3,5	4,5				17 de julio	8,75	9,75
			<u>Año 1986</u>			15 de septiembre	8,25	9,5
<u>Año 1977</u>			7 de marzo	3,5	5,5			
15 de julio	3,5	4				<u>Año 1993</u>		
16 de diciembre	3	3,5	<u>Año 1987</u>			5 de febrero	8	9
			23 de enero	3	5	19 de marzo	7,5	9
<u>Año 1979</u>			6 de noviembre	3	4,5	23 de abril	7,25	8,5
19 de enero	3	4	4 de diciembre	2,5	4,5	2 de julio	6,75	8,25
30 de marzo	4	5				30 de julio	6,75	7,75
1 de junio	4	5,5	<u>Año 1988</u>			10 de septiembre	6,25	7,25
13 de julio	5	6	1 de julio	3	4,5	22 de octubre	5,75	6,75
1 de noviembre	6	7	29 de julio	3	5			
			26 de agosto	3,5	5	<u>Año 1994</u>		
<u>Año 1980</u>			16 de diciembre	3,5	5,5	18 de febrero	5,25	6,75
29 de febrero	7	8,5				15 de abril	5	6,5
2 de mayo	7,5	9,5	<u>Año 1989</u>			13 de mayo	4,5	6
19 de septiembre	7,5	9	20 de enero	4	6			
			21 de abril	4,5	6,5			
<u>Año 1982</u>			30 de junio	5	7			
27 de agosto	7	8	6 de octubre	6	8			
22 de octubre	6	7						
3 de diciembre	5	6	<u>Año 1990</u>					
			2 de noviembre	6	8,5			
<u>Año 1983</u>								
18 de marzo	4	5						
9 de septiembre	4	5,5						

(\*) Determinados tipos de descuento en algunas fechas son iguales a los del período anterior. Se incluyen por cuanto en dicha fecha el Bbk decidió modificar el tipo lombardo y mantener el de descuento.

Fuente: Bundesbank. diversos "Informes Mensuales"

de descuento y su influencia sobre los tipos de interés de mercado, el Bbk tiene asimismo la posibilidad de limitar el acceso a esta facilidad crediticia mediante el establecimiento de cuotas de redescuento, con una notable influencia sobre la política de liquidez<sup>143</sup>.

Las cuotas de redescuento son fijadas por el Consejo de Asesores de los Bancos Centrales de los Länder para las entidades bancarias de su zona, y por el Director del Bbk para los bancos que operen por todo el territorio<sup>144</sup>. Para la distribución de las mismas el Banco Central Alemán introdujo en 1974 un método uniforme de cálculo de la "cuota estándar" computable a cada banco. La asignación se hace siguiendo criterios objetivos<sup>145</sup>:

a) La base para su cómputo viene determinada por el pasivo fijo de la institución. Si este pasivo

---

<sup>143</sup>vid. CUADRADO, P. y MELCON, C.: "La instrumentación de la política...", op. cit., pág. 26.

<sup>144</sup>Estas cuotas se publican regularmente en los "Boletines Mensuales" del Bbk.

<sup>145</sup>vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "The Deutsche Bundesbank. Its monetary...", op. cit., pág. 77.

supera los 200 millones de marcos se incluyen en el cálculo en forma decreciente.

b) La adquisición por parte de una entidad financiera de una participación igual o superior el 25% de otra institución que tiene establecida una cuota de descuento, determina generalmente una reducción de dicha cuota.

c) Dicha cuota se fija también teniendo en cuenta la ratio correspondiente a los créditos concedidos a corto plazo a los particulares y empresas en relación con la cifra del volumen total de negocio.

d) Este procedimiento incluye la aplicación de un multiplicador, uniforme para todas las instituciones de crédito, en función de la cantidad global fijada por el Consejo<sup>146</sup>.

e) Los bancos de nueva creación o las oficinas de bancos extranjeros recientemente abiertas deberán tener fijadas sus cuotas de redescuento como máximo

---

<sup>146</sup>vid. DUFLOUX, C. y KARLIN, M.: "Les instruments de la politique de la liquidité bancaire et des taux d'intérêt en Allemagne", Revue Banque n° 512, París, enero 1991, pág. 71.

seis meses después de su apertura.

Las cuotas así determinadas normalmente tienen un período de aplicación de un año<sup>147</sup>.

El tipo de descuento se comporta como un tipo mínimo. Una vez que los bancos han cubierto su cuota de redescuento, están obligados a financiarse en condiciones más onerosas<sup>148</sup>.

#### 1.2.3.6.2.2. La Política Lombarda<sup>149</sup>.

El artículo 19 de la ley reguladora del Bbk autoriza a éste a conceder préstamos con interés a las instituciones de crédito, las cuales deben

---

<sup>147</sup>Vid. MAYER, T. y FELS, J.: "Comments on German Monetary...", op. cit., pág. 22.

<sup>148</sup>Vid. DUFLOUX, C. y KARLIN, M.: "Les instruments de la politique de la liquidité...", op. cit., pág. 71.

<sup>149</sup>El apelativo de "lombardo" se aplica en honor a los "Lombardos", que en el siglo XIII eran los intermediarios financieros entre Italia y las ferias de Champagne. Posteriormente se convirtieron en prestamistas con garantía pignoratícia, actuando en Francia e Inglaterra.

garantizar el cumplimiento de la obligación a través de la entrega de determinados títulos. Dichos créditos son conocidos con préstamos lombardos<sup>150</sup>.

La lista de títulos admitidos como garantía que recoge la ley del Bbk es la siguiente:

1. Letras en general, incluidas las letras del Tesoro, que reúnen los requisitos para ser redescontadas<sup>151</sup>.

2. Títulos del Tesoro descontados (U-Schätze) con vencimiento de un año.

3. Bonos y Títulos de deuda registrada del gobierno federal, de los Länder, así como los ya citados Fondos federales especiales.

4. Otros bonos y títulos de deuda registrada, que hayan sido especificados por el Bbk.

5. Títulos de compensación anotados en el

---

<sup>150</sup>En consecuencia, a la vista de la definición dada de esta facilidad crediticia, puede ser considerada como un préstamo con garantía pignoratícia.

<sup>151</sup>Dichos requisitos, como se recordará, han sido enunciados en el epígrafe anterior.

Registro de Deuda<sup>152</sup>.

El límite de concesión de crédito difiere en función del tipo de garantía:

a. Para el grupo 1 anterior, el límite se fija en un 90% del valor nominal del título pignorado.

b. Para el resto de títulos, la concesión del préstamo se sitúa en un 75% de su valor nominal o de mercado.

En principio, el Bbk sólo concede préstamos lombardos para solventar necesidades temporales de liquidez por parte de una institución de crédito, por un período inferior a tres meses, y a un determinado tipo de interés, denominado tipo lombardo<sup>153</sup>.

La concesión se efectúa de forma discrecional, pudiendo llegar a ser suspendidos por algún tiempo, en cuyo caso los préstamos han de ser devueltos al día siguiente.

Estas características determinan que el tipo

---

<sup>152</sup>Vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "The Deutsche Bundesbank. Its monetary...", op. cit., pág. 49.

<sup>153</sup>Vid. DUFLOUX, C. y KARLIN, M.: "Les instruments de la politique de la...", op. cit., pág. 72.

lombardo lleve incorporada una "penalización" sobre otros tipos de referencia del Bbk, al ser considerada esta política, como antes dijimos, como una facilidad crediticia de "emergencia", otorgada para hacer frente a problemas puntuales de liquidez de las instituciones de crédito<sup>154</sup>. La intención del Bbk es pues limitar el recurso a los préstamos lombardos sólo a situaciones excepcionales, para intensificar su control sobre las condiciones vigentes en el mercado monetario<sup>155</sup>.

Su evolución puede analizarse en el cuadro 1.13.

Generalmente, el diferencial entre el tipo de descuento y el lombardo no fue superior a un punto porcentual como puede comprobarse en dicho cuadro, aunque en momentos de aplicación de políticas monetarias muy restrictivas, se ha llegado a ampliar hasta 2,5 puntos, como sucedió en noviembre de 1990.

---

<sup>154</sup>En especial para el cumplimiento de las reservas mínimas obligatorias exigidas por el Bbk.

<sup>155</sup>Vid. REYNES, A.: "El ojo del huracán", op. cit., pág. 11.

#### 1.2.3.6.3. Política de reservas mínimas.

La exigibilidad de una reservas mínimas obligatorias a las entidades de crédito por parte del banco central alemán está recogida en el art. 16 de la ley reguladora del Bbk. Según dicho artículo, el Bbk puede exigir a las entidades de crédito que mantengan un porcentaje determinado de sus pasivos por depósitos a la vista, a plazo y de ahorro, así como de préstamos recibidos a corto y medio plazo, con la excepción de sus pasivos con otros bancos sujetos a reservas mínimas obligatorias.

Según la citada norma, dichos porcentajes no pueden exceder de los siguientes topes máximos:

- a. Un 30% para depósitos a la vista.
- b. Un 20% para depósitos a plazo.
- c. Un 10% para depósitos de ahorro.

Este porcentaje puede aumentarse hasta el 100%

para pasivos de no residentes<sup>156</sup>.

Esta regulación general, recogida en la ley del Bbk, se ha visto desarrollada por la Orden de Reservas Mínimas<sup>157</sup>, que se publica anualmente en el Informe Anual del Bbk<sup>158</sup>.

Las ratios de reservas mínimas se establecen en función de varios criterios:

- a. El tipo de depósito.
- b. El nivel de cada tipo.
- c. El origen del mismo.

Podemos analizar la evolución de las ratios de reservas mínimas a partir de los cuadros 1.14 y 1.15.

---

<sup>156</sup>Este porcentaje máximo se estableció desde enero hasta mayo de 1978.

<sup>157</sup>Anweisung über mindestreserven.

<sup>158</sup>La última regulación de las reservas mínimas obligatorias ha aparecido recogida en el "Informe Anual" del Bbk correspondiente al año 1993. Esta nueva regulación se ha realizado, como luego veremos, en dos etapas: el 1 de marzo de 1993 y el 1 de marzo de 1994. Los detalles correspondientes a la aplicación de la segunda etapa aparecen recogidos en DEUTSCHE BUNDESBANK: "The restructuring and lowering of the minimum reserves", Monthly Report, febrero 1994, pág. 13 y ss.

## CUADRO 1.14

Ratios de reservas mínimas exigidas por el Bundesbank a las entidades de crédito. Pasivos de residentes.-

% de pasivos sujetos a reservas mínimas									
Aplicable desde	Pasivos de residentes sujetos a reservas								
	Depósitos a la vista			Depósitos a plazo			Depósitos de ahorro		
	<10 mil DM	Entre 10 y 100 mil DM	>100 mil DM	<10 mil DM	Entre 10 y 100 mil DM	>100 mil DM	<10 mil DM	Entre 10 y 100 mil DM	>100 mil DM
<u>1977</u>									
1 marzo	9,35	12,7	14,9	6,6	8,8	10,4	6,15	6,4	6,6
1 junio	8,9	12,0	14,1	6,3	8,4	9,95	5,85	6,05	6,3
1 septiembre	8	10,8	12,7	5,65	7,55	8,95	5,3	5,45	5,65
<u>1978</u>									
1 marzo	8,65	11,7	13,7	6,1	8,15	9,65	5,7	5,9	6,1
1 junio	8,05	10,9	12,8	5,7	7,55	9	5,3	5,5	5,7
1 noviembre	8,75	11,8	13,9	6,2	8,25	9,8	5,8	6	6,2
<u>1979</u>									
1 febrero	9,2	12,4	14,6	6,5	8,65	10,3	6,05	6,3	6,5
<u>1980</u>									
1 mayo	8,45	11,4	13,4	6	8	9,45	5,6	5,8	6
1 septiembre	7,65	10,3	12,1	5,4	7,2	8,5	5	5,2	5,4
<u>1981</u>									
1 febrero	7,1	9,6	11,2	5	6,7	7,95	4,65	4,85	5
<u>1982</u>									
1 octubre	6,4	8,65	10,1	4,5	6	7,15	4,2	4,35	4,5
<u>1986</u>									
1 mayo	6	9	11		4,5			3,75	
<u>1987</u>									
1 febrero	6,6	9,9	12,1		4,95			4,15	
<u>1993</u>									
1 marzo	6,6	9,9	12,1		2			2	
<u>1994</u>									
1 marzo		5			2			2	

Fuente: Bundesbank, diversos "Informes Mesuales".

## CUADRO 1.15

Ratios de reservas mínimas exigidas por el Bundesbank a las entidades de crédito. Pasivos de no residentes.-

% de pasivos sujetos a reservas mínimas									
Aplicable desde	Pasivos de no residentes sujetos a reservas			Aumento de pasivos					
	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo	Depósitos de ahorro	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo	Depósitos de ahorro			
<u>1977</u>									
1 marzo	14,9	10,4	6,6	sin ratios especiales					
1 junio	14,1	9,95	6,3						
1 septiembre	12,7	8,95	5,65						
<u>1978</u>									
1 enero	20	15	10	80 (*)					
1 junio	12,8	9	5,7						
1 noviembre	13,9	9,8	6,2						
<u>1979</u>									
1 febrero	14,6	10,3	6,5	sin ratios especiales					
<u>1980</u>									
1 mayo	13,4	9,45	6						
1 septiembre	12,1	8,5	5,4						
<u>1981</u>									
1 febrero	11,2	7,95	5						
<u>1982</u>									
1 octubre	10,1	7,15	4,5						
<u>1986</u>									
1 mayo	11	4,5	3,75						
<u>1987</u>									
1 febrero	12,1	4,95	4,15						
1993									
1 marzo	12,1	2	2						
1994									
1 marzo	5	2	2						

(\*) Ratio adicional para aumentos sobre el nivel medio durante el período comprendido entre el 16 de septiembre y el 15 de diciembre de 1977.

Fuente: Bundesbank, diversos "Informes Mensuales".

En cuanto al tipo de pasivo, se distingue entre:

1. Depósitos a la vista, con vencimiento inferior a un mes.

2. Depósitos a plazo, con vencimiento superior a un mes.

3. Depósitos de ahorro.

En cuanto al nivel alcanzado por cada tipo, el Bbk tradicionalmente distinguía entre:

1. Depósitos inferiores a 10 millones de DM.

2. Depósitos entre 10 y 100 millones de DM.

3. Depósitos por encima de 100 millones de DM.

Hasta mayo de 1986 el Bbk fijó ratios distintas para cada grupo, aunque desde esa fecha hasta marzo de 1994 sólo los depósitos a la vista mantenían una clasificación por cantidades, eliminándose la misma para los depósitos a plazo y de ahorro.

A partir de 1 de marzo de 1994 ha desaparecido dicha distinción.

En cuanto al origen de los mismos, el Bbk distingue entre:

-Pasivos de residentes sujetos a reservas mínimas.

-Pasivos de no residentes sujetos a reservas mínimas.

Según la Ley del Bbk, por los saldos depositados en el Bbk por el sistema bancario en concepto de reservas mínimas no se paga ningún interés.

Como instrumento de política monetaria, la política de reservas mínimas tiene dos funciones:

a) Supone un freno a la creación de dinero bancario.

b) El Bbk puede detraer o inyectar liquidez en el sistema<sup>159</sup>.

Las reservas mínimas exigidas para un mes determinado son calculadas aplicando las ratios fijadas por el Bbk a la cantidad media de pasivos sujetos a reserva. Dicha cantidad puede ser calculada por los bancos de dos formas:

1. Teniendo en cuenta los niveles de dichos pasivos al cierre de los días laborables y no laborables desde el 16 del mes precedente hasta el día 15 del corriente.

---

<sup>159</sup>Vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "The restructuring and lowering of the minimum...", op. cit., pág.15.

2. A partir de los niveles medios entre el día 23 y el último día del mes precedente, y entre el día 7 y el 15 del mes corriente<sup>160</sup>.

Este sistema introduce una enorme flexibilidad para el sistema bancario, por cuanto el nivel de reservas mínimas exigidas se conoce después del día 15 del mes corriente, disponiendo los bancos de tiempo suficiente hasta final de mes para alcanzarlas<sup>161</sup>. Este hecho determina que el sistema bancario alemán no mantenga un exceso de reservas sobre el mínimo exigido.

Si a fin de mes una entidad no cumple con el requisito de reservas mínimas, la cantidad no alcanzada está sujeta a un tipo de interés penalizador especial de tres puntos porcentuales por encima del tipo lombardo durante 30 días<sup>162</sup>.

El Bbk no es partidario de modificar

---

<sup>160</sup>Vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "The Deutsche Bundesbank. Its monetary...", op. cit. pág. 58.

<sup>161</sup>Vid. KNEESHAW, J.T. y VAN DEN BERGH, P.: "Changes in Central Bank money market...", op. cit., pág. 64.

<sup>162</sup>Vid. KASMAN, B.: "A comparison of monetary policy operating...", op. cit., pág. 17.

frecuentemente los tipos de reservas mínimas. Desde 1948 hasta 1981, modificó las ratios 80 veces. La fase más restrictiva en su aplicación correspondió al año 1973, en el que las reservas obligatorias representaban un 13,9% de los pasivos sujetos a este requisito. Desde el mes de febrero de 1987 el Bbk no había modificado los tipos de reservas obligatorias.

Sin embargo, en marzo de 1993 el Bbk ha introducido un importante cambio en el sistema de reservas obligatorias, modificación que, como ya hemos señalado anteriormente, se realizó en dos etapas<sup>163</sup>:

a) En marzo de 1993 se redujeron y unificaron las ratios de reserva que afectan a los depósitos a plazo y de ahorro, tanto de pasivos de residentes como de no residentes, aplicándose ahora un tipo uniforme del 2%<sup>164</sup>.

b) En marzo de 1994, y para complementar el

---

<sup>163</sup>Vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "Annual Report 1993", pág. 62.

<sup>164</sup>Las ratios vigentes hasta ese momento eran de un 4,95% para los depósitos a plazo, y de un 4,15% para los depósitos de ahorro.

cambio realizado el año anterior, se suprimieron los coeficientes de reserva que afectaban de forma progresiva a los depósitos a la vista de residentes<sup>165</sup>, aplicándose ahora un coeficiente único del 5%.

Asimismo, se redujo la ratio que afectaba a los depósitos a la vista de los no residentes desde el 12,1% al 5%.

El objetivo de esta reforma era doble<sup>166</sup>:

1) Por un lado, reducir el incentivo a eludir los requisitos de reservas obligatorias que caracterizaba al anterior sistema de ratios elevadas.

2) Además, se pretendían reducir las desventajas que afectaban al sistema bancario alemán frente al de los demás países comunitarios.

Sin embargo, esta reducción de los coeficientes obligatorios no supone una pérdida de importancia de este instrumento en la política monetaria alemana.

---

<sup>165</sup>Anteriormente eran del 6,6%, del 9,9% y del 12,1% respectivamente para cada uno de los tramos en que el Bbk dividía los depósitos a la vista.

<sup>166</sup>Vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "The restructuring and lowering of the minimum...", op. cit., pág. 13.

Por el contrario, el Bbk considera esencial la función de este instrumento como amortiguador de la liquidez en el mercado monetario. Además, el banco central alemán lo considera esencial para la articulación de la futura política monetaria europea y su eficacia a largo plazo<sup>167</sup>.

De esta forma Alemania, junto con Francia y Suecia, son en la práctica los únicos países del Grupo de los Diez que utilizan activamente los coeficientes de reserva como instrumento activo de política monetaria. La experiencia alemana sugiere que las diferencias de tipos inducidas por las reservas obligatorias crean posibilidades de sustituibilidad de activos financieros entre el euromercado y el mercado interno<sup>168</sup>.

---

<sup>167</sup>A este respecto, vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "Annual Report 1993", Francfort 1994, págs. 62-63.

<sup>168</sup>vid. KERTUDO, J.M.: "Los mercados internacionales de capitales y el nuevo marco legal", Papeles de Economía Española, Suplementos sobre el Sistema Financiero nº 37, Madrid 1992, pág. 91.

#### 1.2.3.6.4. La política de mercado abierto.

La política de mercado abierto aparece contenida en el art.21 de la ley reguladora del Bbk, y se refiere a las compras y ventas realizadas por el Bbk de títulos en el mercado abierto.

Los títulos que pueden ser objeto de negociación son:

1. Letras descontables en el Bbk.
2. Letras del Tesoro y otros efectos públicos emitidos por el Gobierno Federal, los Gobiernos de los Länder, y otras instituciones (Ferrocarriles Federales, Correos,...).
3. Bonos y Deuda Registrada emitidos por las autoridades anteriores.
4. Otros bonos sujetos a cotización oficial.

Por lo tanto, las operaciones de mercado abierto pueden realizarse con una amplia gama de títulos, algunos de los cuales pertenecen al mercado de dinero y otros al mercado de capitales. Sin embargo, hay que puntualizar que las operaciones de mercado

abierto con títulos a largo plazo sólo se permiten con el objetivo de regular el mercado de dinero, y no con otros fines, como la financiación del déficit público, o servir de soporte al mercado de capitales<sup>169</sup>.

Desde los inicios de la década de los 80, las operaciones de mercado abierto, en especial aquellas con pacto de recompra ("repos"), se han situado como el instrumento principal de la política monetaria alemana<sup>170</sup>.

Esa creciente importancia tiene su origen en los enormes déficits en la balanza de pagos alemana sufridos a finales de la década de los 70 y primeros de los 80, con el consiguiente aumento de las necesidades de liquidez de las entidades de crédito, que tuvieron que acceder al crédito del banco central. Bajo estas circunstancias, el Bbk inicialmente intentó cubrir esas necesidades de liquidez a través de una disminución de las reservas

---

<sup>169</sup>Vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "The Deutsche Bundesbank. Its monetary...", op. cit., pág. 66.

<sup>170</sup>Vid. REYNES, A.: "El ojo del huracán", op. cit., pág. 11.

mínimas<sup>171</sup>, ensanchando la cuota de redescuento, y ampliando el acceso a la facilidad lombarda<sup>172</sup>.

Sin embargo, estas actuaciones vieron limitada su eficacia por las siguientes razones:

a. Por la relativamente pequeña cantidad de letras para redescantar en poder de los bancos comerciales.

b. Porque el sistema lombardo estaba pensado para resolver sólo necesidades temporales de liquidez, como política de "fine-tuning", según ya dijimos<sup>173</sup>.

Estas circunstancias condujeron al Bbk a depender de forma cada vez mayor de las operaciones de compraventa de títulos con pacto de retrocesión en el mercado abierto como instrumento principal de su política monetaria, comprando y vendiendo una diversa

---

<sup>171</sup>Para los depósitos a la vista entre 10 y 100 millones de DM se redujo el coeficiente, entre el 1 de febrero de 1979 y el 1 de febrero de 1981, del 12,45% al 9,6%, y para los depósitos a plazo, del 8,65% al 6,7%.

<sup>172</sup>Vid. BATTEN, D.S. y otros: "The conduct of monetary policy in the major...", op. cit., pág. 14.

<sup>173</sup>Vid. KASMAN, B.: "A comparison of Monetary Policy Operating...", op. cit., pág. 19.

gama de títulos, por un período específico.

Los títulos elegidos pueden ser<sup>174</sup>:

1) Títulos de renta fija, tanto nacionales como extranjeros, que cotizan en la Bolsa alemana, siendo aceptados como garantía en los préstamos lombardos.

2) Pagars a medio plazo emitidos por el Gobierno Federal, Ferrocarriles Federales, Correos y Gobiernos de los Länder.

3) Títulos públicos descontados con un plazo de amortización inferior al año.

El Consejo del Bbk, de acuerdo con las consideraciones de liquidez y las líneas generales de la política monetaria, y teniendo en cuenta asimismo las previsiones del Bbk sobre las necesidades de liquidez del sistema bancario, decide:

a. La intensidad y frecuencia de las operaciones.

b. La duración del período de recompra.

c. La cantidad de fondos a inyectar al sistema bancario.

---

<sup>174</sup>Vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "The Deutsche Bundesbank. Its monetary...", op. cit., pág. 67.

d. El tipo de interés fijado para tales operaciones<sup>175</sup>.

Las operaciones de mercado abierto con acuerdo de recompra de títulos, que fueron introducidas por primera vez en abril de 1980, se realizaban con periodicidad mensual desde 1983 hasta 1985, aumentando su frecuencia desde esa fecha como consecuencia de:

a) La creciente importancia de la intervención del Bbk a corto plazo.

b) las modificaciones en la orientación de la política del Bbk.

En 1987, estas operaciones se efectuaron tres veces por mes, excepto en enero y en noviembre, en que se realizaron una y dos veces respectivamente.

Hoy en día estas operaciones son semanales.

El vencimiento de los acuerdos de recompra ha estado generalmente entre 28 y 35 días, aunque les ha habido más cortos, hasta de 4 días, o más largos, de

---

<sup>175</sup>Vid. BATTEN, D.S. y otros: "The conduct of monetary policy in the Major...", op. cit., pág. 13.

hasta 63 días<sup>176</sup>.

El acuerdo de recompra de títulos se efectúa normalmente un día antes de que expire el acuerdo precedente.

Hay tres tipos de sistemas de oferta<sup>177</sup>:

a) Adjudicación en función de cantidades (volume tenders):

Bajo este sistema, el Bbk consulta a las entidades de crédito sobre el volumen de títulos que desean vender al banco central.

La cantidad total de fondos proporcionados por el Bbk es una parte del total de licitaciones realizadas por dichas entidades, de acuerdo con los objetivos de su política monetaria.

Dichos fondos se adjudican en función de una ratio de distribución uniforme, prorrateándose entre las licitaciones.

b) Adjudicación en función de tipos de interés

---

<sup>176</sup>Vid. BERNANKE, B. y MISHKIN, F.: "Central Bank behaviour and the strategy of monetary...", op. cit., pág. 27.

<sup>177</sup>Vid. DUFLOUX, C. y KARLIN, M.: "Les instruments de la politique de la liquidité...", op. cit., pág. 72.

(interest-rate tenders):

En este sistema, el Bbk requiere a las entidades para que presenten sus licitaciones, conteniendo tanto las cantidades de títulos que desean vender como el tipo de recompra.

A su vez, este sistema de oferta tiene dos variantes:

1. Método de oferta holandés (Dutch Auction Method): El Bbk fija un tipo de recompra mínimo, y las entidades de crédito pueden efectuar sus licitaciones con varios tipos de interés de recompra.

Los fondos son distribuidos conforme a un tipo de recompra uniforme, igual al tipo marginal de recompra. Todas las ofertas por encima de ese tipo uniforme son satisfechas completamente<sup>178</sup>.

2. Método de oferta americano (U.S. Auction Method). Supone una doble modificación respecto al sistema holandés:

- No se establece un tipo de recompra mínimo por el Bbk.

---

<sup>178</sup>Vid. BATTEN, D.S. y otros: "The conduct of monetary policy in the Major...", op. cit., pág. 13.

- La distribución de fondos se realiza en función de los diferentes tipos de recompra ofertados por las entidades de crédito, en lugar de un tipo de recompra uniforme<sup>179</sup>.

El Bbk sustituyó el método holandés por el americano, por cuanto en aquél las entidades de crédito pequeñas obtenían un protagonismo trascendental, al pujar más agresivamente por esos fondos con el fin de asegurarse la suficiente liquidez<sup>180</sup>.

c) Esquema de oferta mixto (Two-tranche tender scheme): Este sistema de oferta contiene dos vencimientos diferentes:

1. Un tramo con vencimiento corto (34 días), se realiza bajo un sistema en función de cantidades.

2. Un tramo con vencimiento mayor (62 días) se oferta en función de los tipos de interés<sup>181</sup>.

---

<sup>179</sup>Vid. REYNES, A.: "El ojo del huracán", op. cit., pág. 10.

<sup>180</sup>Vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "The Deutsche Bundesbank. Its monetary...", op. cit., pág. 86.

<sup>181</sup>Vid. MAYER, T.: "Aspects of monetary policy in the Unified...", op. cit., pág. 12.

Los tipos de recompra están relacionados con los tipos del mercado de dinero, encontrándose generalmente entre los dos tipos de interés de referencia del Bbk (el tipo de descuento como tipo mínimo y el tipo lombardo como tipo máximo)<sup>182</sup>.

Los tipos de recompra ha reemplazado al tipo lombardo como el indicador de la política del Bbk, constituyendo un termómetro de las condiciones del mercado de dinero, y actuando de ancla para los tipos del mercado de dinero monetario.

#### 1.2.3.6.5. Otros instrumentos de la política monetaria alemana.

Para evitar las fluctuaciones diarias excesivas en los tipos de interés, las operaciones de recompra del Bbk son complementadas por otras medidas de "fine-tuning":

---

<sup>182</sup>Vid. KASMAN, B.: "A comparison of Monetary Policy Operating...", op. cit., pág. 19.

1) Venta de letras del Tesoro a muy corto plazo, generalmente con vencimiento de tres días, como medida para absorber exceso de liquidez y prevenir una caída fuerte de los tipos de interés a corto plazo<sup>183</sup>.

Estas letras generalmente se venden a un tipo 0,25 puntos por debajo de los tipos de recompra.

2) Operaciones de mercado abierto con "swaps" (créditos recíprocos) con divisas, o bien con acuerdos de recompra.

Estas operaciones han sido utilizadas frecuentemente para neutralizar una excesiva expansión de las reservas internas, especialmente como resultado de la entrada de capitales internacionales. Su vencimiento es generalmente de tres meses<sup>184</sup>.

3) Política de depósitos, a través del cambio de depósitos públicos en el Bbk al sistema bancario, con

---

<sup>183</sup>vid. KLOTEN, N.: "The control of Monetary Aggregates in the...", op. cit., pág. 49.

<sup>184</sup>vid. BATTEN, D.S. y otros: "The conduct of monetary policy in the Major...", op. cit., pág. 15.

el fin de compensar la escasez temporal de liquidez en el sistema bancario<sup>185</sup>.

---

<sup>185</sup>Para un análisis más detallado de este instrumento, vid. DEUTSCHE BUNDESBANK: "The Deutsche Bundesbank. Its monetary...", op. cit., pág. 75.

## CAPITULO 2

# LA POLITICA MONETARIA EN ESPAÑA

## CAPITULO 2.- LA POLITICA MONETARIA EN ESPAÑA.

### 2.1. El Banco de España: Organización y funciones.

Los objetivos últimos de la política monetaria española.

### 2.2. Los agregados monetarios fundamentales en España.

### 2.3. La aplicación de la política monetaria en España.

#### 2.3.1. Estrategia global.

#### 2.3.2. El objetivo intermedio.

#### 2.3.3. La variable operativa.

#### 2.3.4. Los instrumentos primarios.

##### 2.3.4.1. Evolución histórica.

##### 2.3.4.2. El coeficiente de caja.

##### 2.3.4.3. La subasta decenal de Certificados del Banco de España o de deuda pública.

##### 2.3.4.4. Las operaciones diarias de mercado abierto.

##### 2.3.4.5. Sistema de apoyo en última instancia: "la segunda ventanilla".

2.1.- El Banco de España: organización y funciones. Los objetivos últimos de la política monetaria española.-

El Banco de España fue fundado en 1782 con la denominación de Banco de San Carlos, si bien su configuración como banco emisor no se produjo hasta 1874<sup>1</sup>.

El proceso liberalizador del sistema financiero español, iniciado en agosto de 1974, planteó ya la necesidad de establecer una mayor independencia en el desarrollo de una política monetaria activa, necesidad que condujo a la Ley Reguladora de los Organos Rectores del Banco de España de 21 de junio

---

<sup>1</sup>Para un análisis histórico más detallado, vid. PAREJO GAMIR, J.A., CUERVO, A., RODRIGUEZ SAIZ, L. y CALVO, A.: "Manual de Sistema Financiero Español", 7ª edición, Ed. Ariel, Barcelona 1994, págs. 71-74; CUERVO, A.: "Sistema Financiero Español", UNED, Unidades Didácticas, Madrid 1977; BANQUE DE FRANCE: "Organisation et fonctions de quelques grandes banques centrales", Dossiers économiques et monétaires sur l'étranger, París 1992, págs. 85-86 y PELLICER, M.: "Functions of the Banco de España: an historical perspective", Servicio de Estudios del Banco de España, Documento de Trabajo nº 9330, Madrid 1993.

de 1980<sup>2</sup>.

Sin embargo, los compromisos asumidos por España en el Tratado de Maastricht sobre la Unión Económica y Monetaria Europea (UEME), exigían dotar de una mayor autonomía al banco central español.

Dicha autonomía supone, de conformidad con el artículo 108.2 del mencionado Tratado, lo siguiente:

1. El Tesoro Público no puede incurrir en descubiertos en su cuenta en el Banco de España.

2. El Banco de España no puede adquirir directamente del Tesoro valores emitidos por éste.

3. En el ámbito de la política monetaria, el Banco la define y ejecuta, no estando sometido para ello a instrucciones del Gobierno o del Ministro de Economía y Hacienda.

4. El mandato del Gobernador y los demás responsables de la política monetaria ha de ser

---

<sup>2</sup>En su artículo 1º, la citada Ley define al Banco de España como una entidad de Derecho público, con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada que, para el cumplimiento de sus fines, actuará con autonomía. A pesar de ello, dicha autonomía estaba limitada, por cuanto la fijación de los objetivos de la política monetaria correspondía al Gobierno.

relativamente largo y no renovable<sup>3</sup>.

Para cumplir estos compromisos, el Gobierno presentó en las Cortes el 26 de enero de 1993, un primer Proyecto de Ley de Autonomía del Banco de España, que establecía las normas por las que había de regirse nuestro banco central, que dio finalmente lugar a la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España. Dicha norma se complementa con la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, aplicable en lo que respecta a las funciones de supervisión del banco central español sobre las entidades de crédito.

El artículo 1º de la Ley de Autonomía del Banco de España establece que "el Banco de España es una entidad de derecho público con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada. En el desarrollo de su actividad y para el cumplimiento de sus fines actuará con autonomía respecto a la Administración del Estado..."

El Capítulo III de la Ley está dedicado a la

---

<sup>3</sup>A este respecto, vid. la Exposición de Motivos de la Ley de Autonomía del Banco de España.

organización administrativa del Banco. Así, el artículo 17 dispone que los órganos rectores del Banco de España son los siguientes:

1. El Gobernador, que será nombrado por el Rey a propuesta del Presidente del Gobierno<sup>4</sup>, por una duración máxima de seis años, sin posible renovación<sup>5</sup>.

Sus funciones son las siguientes<sup>6</sup>:

a. Dirigir el Banco, y presidir su Consejo de Gobierno y su Comisión Ejecutiva.

b. Ejercer la representación legal del Banco.

c. Representar al Banco de España ante las instituciones y organismos internacionales, en particular ante el Instituto Monetario Europeo y el Sistema Europeo de Bancos Centrales.

2. El Subgobernador, designado por el Gobierno a propuesta del Gobernador<sup>7</sup>, con un mandato limitado

---

<sup>4</sup>Vid. el artículo 24.1 de la Ley de Autonomía del Banco de España.

<sup>5</sup>Art. 25.1 de la misma Ley.

<sup>6</sup>Art. 18.

<sup>7</sup>Art. 24.2.

a seis años sin posibilidad de renovación<sup>8</sup>.

3. El Consejo de Gobierno, el cual está formado por<sup>9</sup>:

a. El Gobernador, que actuará como su Presidente.

b. El Subgobernador.

c. Seis Consejeros, designados por el Gobierno a propuesta del Ministro de Economía y Hacienda, oído al Gobernador<sup>10</sup>, por un mandato máximo de cuatro años, renovables por una sola vez<sup>11</sup>.

d. Dos consejeros natos: el Director General del Tesoro y Política Financiera y el Vicepresidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Los consejeros natos carecen de voto en los aspectos relacionados con la instrumentación de la política

---

<sup>8</sup>Art. 25.1.

<sup>9</sup>Art. 20.

<sup>10</sup>Art. 24.3.

<sup>11</sup>Art. 25.2.

monetaria<sup>12</sup>.

En el ámbito de la aplicación de la política monetaria, el Consejo de Gobierno tiene atribuidas las siguientes competencias<sup>13</sup>:

a. Aprobar las directrices generales de actuación del Banco para el cumplimiento de las funciones que tiene encomendadas.

b. Supervisar la instrumentación de la política monetaria que está siendo aplicada por la Comisión Ejecutiva.

c. Aprobar, a propuesta de la Comisión Ejecutiva, el informe anual del Banco.

d. Aprobar las "Circulares monetarias".

El Consejo se reunirá al menos diez veces al año, y siempre que lo convoque el Gobernador<sup>14</sup>.

4. La Comisión Ejecutiva, la cual está formada

---

<sup>12</sup>También asistirán al Consejo los Directores Generales del Banco, con voz y sin voto.

Por su parte, también podrán asistir a las reuniones del Consejo el Ministro de Economía y Hacienda o el Secretario de Estado de Economía cuando lo juzguen preciso, o presentar mociones para la deliberación del Consejo.

<sup>13</sup>Art. 21.1 de la Ley 13/1994.

<sup>14</sup>Art. 21.3.

por<sup>15</sup>:

a. El Gobernador, que actuará como su Presidente.

b. El Subgobernador.

c. Dos Consejeros, designados por el Consejo General, a propuesta del Gobernador, de entre sus miembros no natos<sup>16</sup>.

En el ámbito de la política monetaria, corresponde a la Comisión Ejecutiva instrumentar dicha política, conforme a las orientaciones y directrices establecidas por el Consejo de Gobierno<sup>17</sup>.

Se reunirá siempre que la convoque el Gobernador por iniciativa propia o a petición de dos de sus miembros.<sup>18</sup>

Por lo que respecta a la función principal del Banco de España, el artículo 7.2 de la citada Ley de

---

<sup>15</sup>Art. 22.1.

<sup>16</sup>Asistirán a sus sesiones, con voz y sin voto, los Directores Generales del Banco de España.

<sup>17</sup>Art. 23.1 de la Ley 13/94.

<sup>18</sup>Art. 23.2.

Autonomía dispone que el banco central definirá y ejecutará la política monetaria, con la finalidad primordial de lograr la estabilidad de precios.

Dicho objetivo principal de la política monetaria española ha de verse matizado por los siguientes aspectos:

a. El artículo 10 de la Ley establece la necesaria publicidad que el Banco de España deberá dar a los objetivos generales de la política monetaria que establezca, informando a las Cortes Generales y al Gobierno de los objetivos y ejecución de la política monetaria.

b. Sin perjuicio del anterior objetivo, la política monetaria apoyará la política económica general del Gobierno.

c. Como actuación complementaria, y respetando el régimen de tipo de cambios establecido por el Gobierno, de conformidad con los compromisos internacionales contraídos, corresponderá al Instituto emisor español la ejecución de la política de tipo de cambio.

Este objetivo principal de la política

monetaria, encaminado al logro de la estabilidad de precios, ha venido poniéndose de manifiesto de hecho ya en la programación monetaria realizada por el Banco de España en los últimos años<sup>19</sup>.

Hasta el presente, el Banco de España venía realizando su programación monetaria tomando como referencia fundamental el escenario macroeconómico incorporado en los Presupuestos Generales del Estado, especialmente en lo que se refiere a las previsiones gubernamentales sobre crecimiento del PIB y los objetivos previstos de inflación<sup>20</sup>.

A partir de dichas previsiones, el Banco de España realizaba una serie de simulaciones sobre distintas variables:

- a. Las funciones de demanda de dinero y de

---

<sup>19</sup>A este respecto, vid. los "Boletines Económicos" del Banco de España de diciembre de cada año, que recogen editoriales sobre la política monetaria para el ejercicio siguiente.

<sup>20</sup>Vid. ESCRIVA, J.L. y MALO DE MOLINA, J.L.: "La instrumentación de la política monetaria española en el marco de la integración europea", Servicio de Estudios del Banco de España, Documento de Trabajo nº 9104, Madrid 1991, págs. 5-7.

crédito<sup>21</sup>.

b. Posibles desplazamientos en la velocidad media de circulación del dinero.

c. Evolución de los tipos de interés internos y externos.

d. Tipos de cambio.

e. Flujos comerciales y movimiento de capitales con el exterior.

A la vista de dichas estimaciones, se determinaban los objetivos monetarios en términos de una agregado de cantidad de dinero<sup>22</sup>, compatibles con una determinada expansión del PIB nominal.

En relación con el citado objetivo, el Banco de España era partidario de mantener un tono cauteloso de su política monetaria en su adaptación a las condiciones cíclicas de la economía y en consonancia

---

<sup>21</sup>Para un análisis estadístico detallado, vid. DOLADO, J.J. y ESCRIVA, J.L.: "La demanda de dinero en España: Definiciones amplias de liquidez", Servicio de Estudios del Banco de España, Documento de Trabajo nº 9107, Madrid 1991.

<sup>22</sup>A partir de 1990, la fijación de los objetivos monetarios está sometida a un proceso de consultas con los demás países miembros de la C.E., según los procedimientos adoptados por el Comité de Gobernadores.

con la evolución de las políticas monetarias europeas<sup>23</sup>.

Sin embargo, nuestro propio banco central señaló, al realizar la programación monetaria para 1994, que "es imprescindible que la conducción de la política monetaria descansa más en el seguimiento de la inflación y en la valoración de su trayectoria a medio plazo, en relación con la pauta de conducta de los países centrales del SME, con el objetivo de alcanzar la estabilidad de precios"<sup>24</sup>.

La Ley de Autonomía da sin embargo la posibilidad al Banco de España, como ya hemos visto, de fijar objetivos propios de política monetaria, y en concreto de tasa de inflación, que podrían no coincidir con los del Gobierno.

Con el propósito de conseguir su objetivo principal, en la programación monetaria para 1995 el Banco de España se ha fijado situar la tasa de inflación por debajo del 3% en el trienio 1995-1997,

---

<sup>23</sup>Vid. BANCO DE ESPAÑA: "La política monetaria en 1994", Boletín Económico, diciembre 1993, pág. 14.

<sup>24</sup>Ibidem, pág. 15.

con un objetivo accesorio de situarse a comienzos de 1996 en un ritmo de crecimiento anual del IPC entre un 3,5 y un 4%.<sup>25</sup>.

En este sentido, el propio gobernador del Banco de España ha manifestado<sup>26</sup> que la política monetaria ha de ser firme en el esfuerzo de concebir una estabilidad de precios, por cuanto contribuye a un crecimiento más estable de la economía a medio plazo.

Con este objetivo se pretende colocar la evolución de los precios en la senda de convergencia con la de los países más estables de Europa.

Junto con este compromiso de alcanzar la estabilidad de precios, nuestro banco central se compromete a elaborar y publicar con periodicidad semestral un informe valorativo sobre la evolución de la inflación y perspectivas de las acciones de

---

<sup>25</sup>Vid. UBIRIA, S.: "¿Qué pasó con los alpes?", Diario "Cinco Días", Madrid 2 de diciembre de 1994, pág. 3, y ORTEGA, R.: "¿El rey canuto?", Diario "Cinco Días", Madrid 9 de diciembre de 1994, pág. 3.

<sup>26</sup>En su comparecencia ante la Comisión de Presupuestos del Senado celebrada el 21 de noviembre de 1994. A este respecto, vid. Diario "Cinco Días", Madrid 22 de noviembre de 1994, pág. 4.

política monetaria<sup>27</sup>.

Vamos a estudiar ahora con detalle la instrumentación de la política monetaria española, analizando primero los agregados monetarios españoles, y posteriormente su estrategia global y, dentro de ella, el objetivo intermedio, la variable operativa y los instrumentos primarios.

## 2.2.- Los agregados monetarios fundamentales en España.-

Desde 1990 el Banco de España desarrolló una serie de trabajos dirigidos a la reforma de los agregados monetarios que utiliza, bien para fijar sus objetivos monetarios, bien como indicadores para el seguimiento de dicha política. La reforma tenía un doble objetivo<sup>28</sup>:

---

<sup>27</sup>La Ley de autonomía del Banco de España establece una obligación de información con periodicidad al menos anual.

<sup>28</sup>Vid. BANCO DE ESPAÑA: "La reforma de los agregados monetarios en España", Boletín Económico, noviembre 1991, pág. 13.

a. Adaptar los agregados a los cambios experimentados por el sistema financiero español en los últimos años, de forma que la variable monetaria elegida como objetivo intermedio de nuestra política monetaria mantuviese un adecuado grado de relación con el gasto en términos nominales, variable representativa de los objetivos finales de ésta.

b. Armonizar la definición de los agregados monetarios con el resto de los países de la CE., con el fin de avanzar en la coordinación de las políticas monetarias prevista en la primera fase de la Unión Económica y Monetaria, todo ello en el marco de la revisión de los agregados monetarios que han realizado nuestros socios comunitarios, atendiendo a las directrices emanadas por el Comité de Gobernadores<sup>29</sup>.

---

<sup>29</sup>Dicha reforma se enmarca, en efecto, dentro de las directrices emanadas del Comité de Gobernadores de los bancos centrales de los países de la C.E. en sendos informes de la Unidad Económica y el Subcomité de Política Monetaria (ambos órganos de dicho Comité) de junio de 1991, y cuyos criterios eran los siguientes:

1) Estabilidad entre los agregados monetarios más representativos de cada país y los objetivos últimos (precios y renta).

2) Sectorización de los agentes tenedores y emisores de activos líquidos.

a) Por lo que respecta a los tenedores de activos, hay que distinguir los mantenidos por el sector privado de familias y empresas no financieras, con independencia de la moneda en que estén

Los nuevos agregados monetarios a que dio lugar dicha reforma fueron introducidos por el Banco de España a partir de enero de 1992.

Son concretamente los siguientes: M1, M2, M3, ALP y ALP2. El conjunto de activos financieros que integra cada uno de ellos se recoge en los Cuadros 2.1 y 2.2.

El agregado M1 recoge el dinero en efectivo (E) y los depósitos a la vista en moneda nacional ( $D_v$ ). M2 incluye, además, los depósitos de ahorro ( $D_a$ ).

La nueva definición de M3, incorpora el resto de

---

denominados dichos activos.

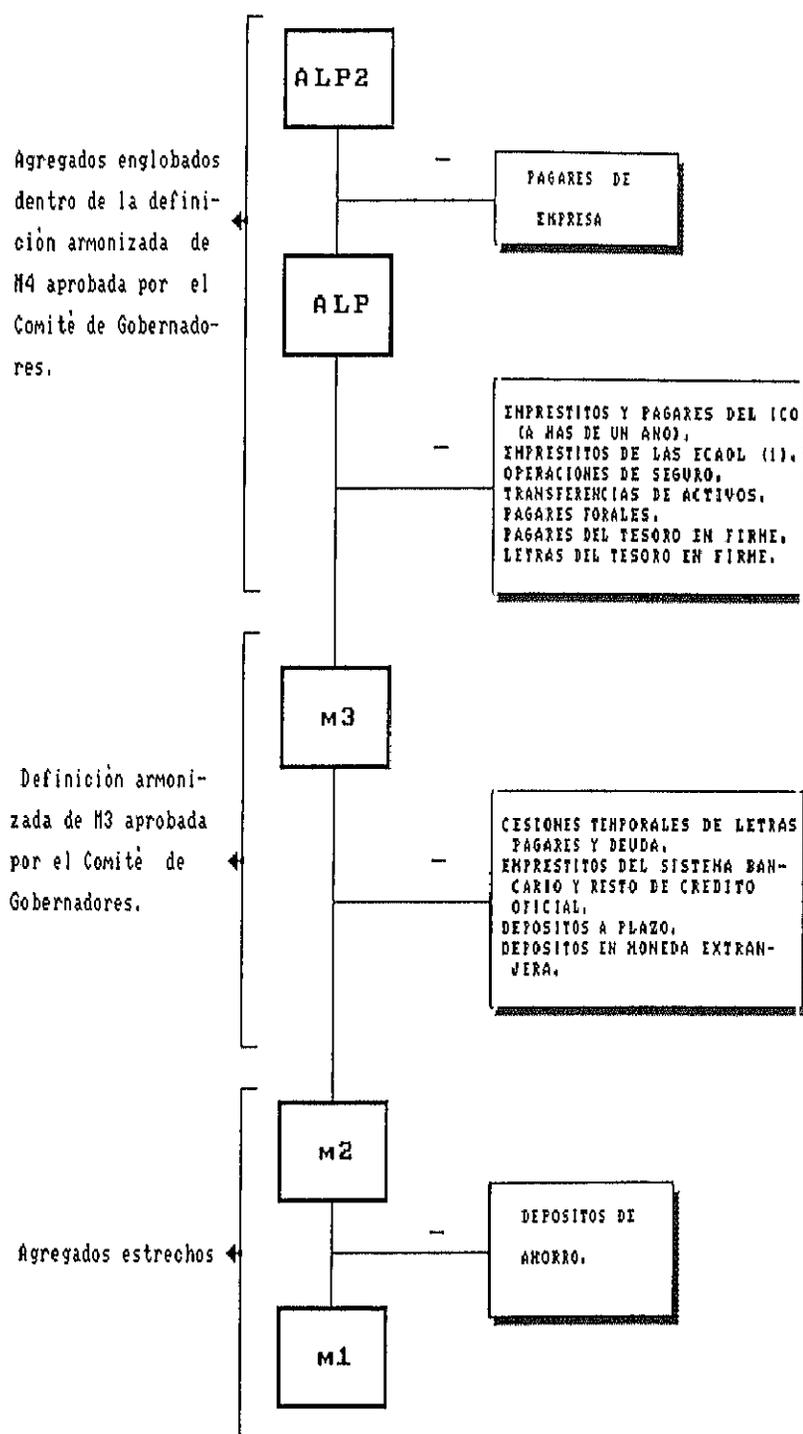
b) Por lo que respecta al sector emisor de activos líquidos, debe circunscribirse al sector financiero residente, no incorporando, de momento, los activos líquidos mantenidos por residentes y emitidos por entidades financieras no residentes. Dicha situación deberá revisarse no obstante a medida que se avance en la integración de los mercados financieros internacionales.

3) Líquidez: Los distintos activos financieros deben agruparse en los distintos agregados, atendiendo a la mayor o menor liquidez que proporcionan.

4) Información: Los agregados armonizados no deben suponer para el banco central correspondiente un elevado coste de realización, especialmente por lo que respecta a la información adicional que sea preciso recabar de las instituciones financieras.

5) En base a los anteriores criterios, el Comité de Gobernadores acordó establecer un agregado armonizado, M3, y un agregado adicional más amplio, M4, que incluya los títulos públicos a corto plazo en firme (sin pacto de recompra) mantenidos por residentes no financieros. Además, a dicho agregado le pueden ser añadidos los pagarés de empresa.

CUADRO 2.1.- Definición de los nuevos agregados monetarios en función de los criterios del Comité de Gobernadores.



(1) Entidades de Crédito de ámbito operativo limitado.

Fuente: Banco de España, "Criterios empíricos que sustentan la selección de los nuevos agregados monetarios", Boletín Económico, noviembre de 1991, pg. 25, y elaboración propia.

Cuadro 2.2 : Definición de los nuevos agregados monetarios en España.

AGREGADOS MONETARIOS	INSTRUMENTOS FINANCIEROS	AGENTES EMISORES									
		Banco de España	Sistema Bancario (1)	Crédito Oficial	Entidades de crédito de ámbito operativo limitado (2)	Administraciones Públicas	Empresas no financieras				
ALP2	M3	ALP	M2	M1	Efectivo						
					Depósitos a la vista						
					Depósitos de ahorro						
					Depósitos a plazo (3)			(4)			
					Cesión temporal activos (5)						
					Participaciones de activo						
					Depósitos en moneda extranjera						
					Empréstitos						
					Empréstitos			(6)			
					Operaciones de seguro						
					Trasferencias activos privados						
					Letras endosadas						
					Avales a pagarés de empresa						
					Valores públicos a corto plazo					(7)	
					Valores privados a corto plazo						(8)

- (1) Banca privada, cajas de ahorro y cooperativas de crédito  
 (2) Sociedades de crédito hipotecario, sociedades de arrendamiento financiero, entidades de financiación y sociedades mediadoras del mercado de dinero  
 (3) Incluye los pagarés bancarios.  
 (4) Sólo se incluyen los pagarés emitidos a un plazo inferior o igual a un año.  
 (5) Repos de letras y pagarés del Tesoro, de deuda pública a medio y largo plazo y de activos privados  
 (6) Incluye los pagarés emitidos a un plazo superior a un año  
 (7) Letras y pagarés del Tesoro, pagarés Forales y otros pasivos monetarios emitidos por las Administraciones Territoriales.  
 (8) Pagarés de empresa.

Fuente: Banco de España, Boletín Económico, noviembre 1991, pág. 16.

activos líquidos en poder de familias y empresas no financieras residentes, emitidos por el sector financiero residente. Estos activos son los siguientes<sup>30</sup>:

\* Depósitos a plazo ( $D_p$ )

\* Otros activos financieros:

- Cesiones temporales de activos.
- Participaciones de activos.
- Depósitos en moneda extranjera.
- Empréstitos: bonos de caja y tesorería, títulos hipotecarios y otros efectos de propia financiación negociables en los mercados monetarios.

Dichos activos pueden estar emitidos por:

a. El sistema bancario. Esos otros activos financieros que emiten los denominamos "otros pasivos del sistema bancario-1" (OPB1).

b. Las entidades de crédito oficial o las entidades de crédito de ámbito operativo limitado. Denominaremos a los otros activos financieros que

---

<sup>30</sup>Esta relación es la establecida por el Banco de España en sus "Boletines Estadísticos" mensuales, al realizar el análisis estadístico de los Activos Líquidos en manos del público (ALP).

emiten "pasivos de otras instituciones financieras-1"  
(POI1).

Por lo tanto, tendremos que:

$$M1 = E + D_v$$

$$M2 = E + D_v + D_a$$

$$M3 = E + D_v + D_a + D_p + OPB1 + POI1$$

Por lo que respecta a los agregados más amplios, ALP y ALP2, el primero incluye, además de los activos contenidos en M3:

\* Los instrumentos a corto plazo emitidos por las Administraciones Públicas, adquiridos en firme por familias y empresas:

- Letras del Tesoro y otros títulos emitidos por los entes territoriales ( $T_t$ )<sup>31</sup>.

\* Otros activos emitidos por el sistema bancario: transferencias de activos privados y operaciones de seguro. Los denominaremos "otros pasivos del sistema bancario-2" (OPB2).

\* Otros activos emitidos por el crédito oficial

---

<sup>31</sup>Hasta su desaparición, se incluían también los Pagarés del Tesoro y los Forales.

(empréstitos). Los denominaremos "pasivos de otras instituciones financieras-2 (POI2).

Así, podemos escribir:

$$ALP = E + D_v + D_a + D_p + OPB1 + POI1 + T_t + OPB2 + POI2$$

y agrupando

$$ALP = E + D + OPB + POI + T_t \quad 32$$

Hay que señalar que, a pesar de que el Comité de Gobernadores se refiere a este agregado como M4, el Banco de España ha decidido conservar la denominación ALP por encontrarse el público más familiarizado con ella<sup>33</sup>.

Por último, el agregado ALP2 incluye, además de los activos que componen ALP, los pagarés de empresa en manos del público.

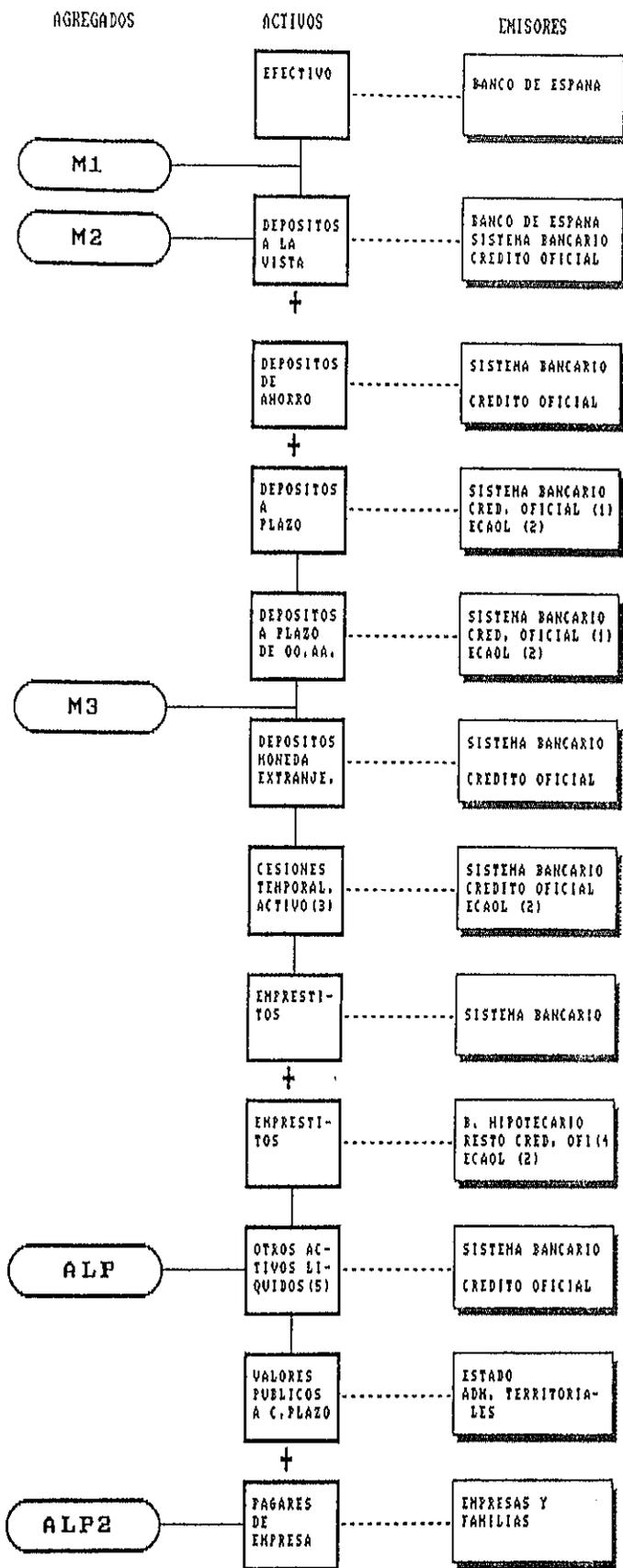
En el cuadro 2.3 podemos observar los activos

---

<sup>32</sup>vid. PAREJO GAMIR, J.A., CUERVO, A., RODRIGUEZ SAIZ, L. y CALVO, A.: "Manual de Sistema Financiero...", op. cit., pág. 120.

<sup>33</sup>vid. BANCO DE ESPAÑA: "La reforma de los agregados...", op. cit., pág. 15.

CUADRO 2.3.- Activos que componen cada agregado monetario y entidad que los emite.



NOTAS

- (1) Incluye sólo los pagarés emitidos a plazo menor de un año.
- (2) Entidades de Crédito de ámbito operativo limitado.
- (3) Incluye las participaciones de activos.
- (4) Incluye pagarés emitidos a plazo mayor de un año.
- (5) Letras endosadas y avales a pagarés de empresa, operaciones de seguro y transferencias de activos.

que incluye cada agregado monetario, junto a las entidades emisoras de los mismos.

Para seguir y evaluar la evolución de la cantidad de dinero se requiere un instrumental complejo, que permita valorar a corto y a medio plazo el significado de las desviaciones del agregado monetario respecto a una senda de referencia, coherente con las previsiones establecidas en la programación monetaria anual<sup>34</sup>.

El Banco de España realiza este seguimiento a corto plazo a partir del "avance decenal" de los agregados monetarios, estimando la evolución mensual de los activos líquidos en mano del público (ALP), así como del resto de los agregados (ALP2, M3, M2 Y M1), y de los activos líquidos que los componen<sup>35</sup>.

El banco central español realiza, asimismo, un seguimiento de los agregados crediticios: crédito

---

<sup>34</sup>Vid. BANCO DE ESPAÑA: "Criterios empíricos que sustentan la selección de los nuevos agregados monetarios", Boletín Económico del Banco de España, septiembre 1993, pág. 21.

<sup>35</sup>Vid. CABRERO, A. y SANCHEZ, I.: "Métodos de predicción de los agregados monetarios", Boletín Económico del Banco de España, septiembre 1993, pág. 21.

interno a empresas y familias, y a las Administraciones Públicas.

El carácter decenal se justifica por la periodicidad con que el Banco de España dispone de la información, en especial de las entidades obligadas a presentar la declaración del coeficiente de caja (COCA) cada diez días, sobre sus pasivos computables<sup>36</sup>.

El seguimiento del agregado ALP, atendiendo a la fuente de información, a la periodicidad en la obtención de datos, así como al desfase en el conocimiento de dichos datos, es realizado por el Banco de España distinguiendo los distintos componentes de dicho agregado, según se observa en el cuadro 2.4.

A efectos del seguimiento que de este agregado realiza el Banco de España, los ALP se desglosan en

---

<sup>36</sup>Vid. CABRERO, A. y SANCHEZ, I.: "Métodos de predicción de los agregados monetarios", Servicio de Estudios del Banco de España, Documento de Trabajo nº 9326, Madrid, 1993, págs. 13-15.

## Cuadro 2.4

## ESTIMACION DEL AGREGADO ALP en función de sus componentes

<u>ACTIVOS LIQUIDOS COMPUTABLES (ALC)</u>	<u>Fuente</u>	<u>Periodicidad</u>	<u>Desfase</u>	<u>% sobre ALP(b)</u>
1. Activo líquidos computables banca	COCA	Diaria	Una decena	30,56
2.- Activo líquidos computables cajas	COCA	Diaria	Una decena	31,58
3.- Activo líquidos en las E.O.C.	COCA	Diaria	Una decena	0,98
<u>ACTIVOS LIQUIDOS NO COMPUTABLES (ALNC)</u>				
4.- Efectivo en manos al público	COCA Y B.E	Diaria	Una decena	10,19
5.- Valores del Estado (6+7+8)	COCA	Diaria	Una decena	19,59
6.- Pagarés del Tesoro: repos y en firme	Balance	Fin de mes	1,5 meses	
7.- Letras del Tesoro: repos y en firme	COCA	Diaria	Una decena	6,58
	Balance	Fin de mes	1,5 meses	
8.- Cesiones de deuda a medio y largo plazo	COCA	Diaria	Una decena	13,01
	Balance	Fin de mes	1,5 meses	
9.- Pasivos de las cooperativas	COCA	Mensual: media datos diarias	Un mes	3,41
10.- Activos líquidos en el ICO	Balance	Fin de mes	1,5 meses	1,75
11.- Activos líquidos en las ECAOL	COCA	Mensual: media datos diarios	Un mes	
12.- Depósitos en el Banco de España	B.E.	Diaria	Un día	0,34
13.- Transferencias de activos	Balance	Fin de mes	1,5 meses	0,28
14.- Operaciones de seguros	Comunicación telefónica	Diaria	Una decena	0,35
15.- Pagarés forales	Dirección Gral. Coordinación H.T.	Mensual: día 15 de cada mes		0,00

(a) Entidades Oficiales de Crédito

(b) Datos calculados sobre medias de cifras diarias, correspondientes a diciembre de 1993

Fuente: Banco de España, "Boletín Económico", febrero 1994 y elaboración propia.

dos componentes<sup>37</sup>:

a) Activos líquidos computables, formados por los pasivos líquidos del sistema crediticio, sometidos a cumplimiento decenal del coeficiente de caja<sup>38</sup>.

b) Activos líquidos no computables, que engloban el resto de pasivos líquidos del sistema crediticio no sometidos al coeficiente de caja, o que estando sometidos tengan obligación de cumplimiento mensual. Se incluyen también aquí los pasivos líquidos emitidos por el Estado y por otras Administraciones

---

<sup>37</sup>Vid. CABRERO, A. y SANCHEZ, I.: "Métodos de predicción de...", op. cit., pág. 23. Para un análisis detenido sobre la construcción de series históricas de un amplio conjunto de variables financieras relativas al sector monetario de la economía española, así como los criterios adoptados en su construcción, vid. CUENCA, J.A.: "Variables para el estudio del sector monetario: Agregados monetarios y crediticios, y tipos de interés sintéticos", Banco de España, Servicio de Estudios, Documento de Trabajo nº 9416, Madrid 1994.

<sup>38</sup>Se incluyen aquí los depósitos, empréstitos, letras endosadas y avales prestados a pagarés de empresa, cesiones temporales y participaciones de activos privados, emitidos por bancos, cajas de ahorro y Entidades oficiales de crédito.

Públicas<sup>39</sup>.

En el cuadro 2.4 antes mencionado aparece el porcentaje que representa sobre el total de ALP cada uno de sus componentes, agrupados según el criterio anteriormente expuesto.

Así, se observa que los activos líquidos compatibles decenalmente suponen cerca del 65% del agregado, frente al 35% de los activos no computables, o computables mensualmente.

Asimismo, aproximadamente un 95% de la información está disponible diariamente, lo que facilita el seguimiento del agregado por las autoridades monetarias.

---

<sup>39</sup>Están formados por los valores a corto plazo del Estado y otras Administraciones Públicas, adquiridos por el público tanto en firme como temporalmente, así como las adquisiciones temporales de deuda pública a medio y largo plazo, el efectivo en manos del público, los pasivos líquidos de las cooperativas, del ICO y de las ECAOL, transferencias de activos, pasivos por operaciones de seguro y los depósitos de los particulares en el Banco de España.

2.3.- La aplicación de la política monetaria en España.-

2.3.1.- Estrategia global.-

A partir de 1973 el Banco de España comenzó a aplicar una política monetaria activa, frente a su actuación en períodos anteriores, en los que aplicaba un sistema de "dinero pasivo", según el cual la oferta monetaria se adaptaba de forma pasiva a los requerimientos de la demanda de dinero<sup>40</sup>.

El banco central español comenzó a diseñar entonces un esquema de control monetario en dos niveles<sup>41</sup>:

---

<sup>40</sup>vid. PAREJO GAMIR, J.A., CUERVO, A., RODRIGUEZ SAIZ, L. Y CALVO, A.: "Manual de Sistema Financiero...", op. cit., pág. 115. Para un análisis muy detallado de la evolución de la instrumentación de la política monetaria española desde 1973, pueden consultarse las ediciones anteriores de dicho manual.

<sup>41</sup>para un análisis teórico detallado, vid. FERNANDEZ DIAZ, A., RODRIGUEZ SAIZ, J.A., PAREJO GAMIR, A., CALVO, A. Y GALINDO, M.A.: "Teoría y política monetaria", Ed. AC, 2ª edición, Madrid 1994, cap. 2. Para una descripción detallada del caso español, vid. ROJO, L.A. y PEREZ, J.: "La política monetaria en España: objetivos e instrumentos", Servicio de Estudios del Banco de España, serie A, nº

a. En un primer nivel, las autoridades establecen unos objetivos finales en términos de crecimiento del gasto nominal, que tratan de alcanzar a través del control de un agregado de liquidez amplio, que se constituye en objetivo intermedio de la política monetaria, y que proporcionan información adelantada sobre la evolución de los objetivos últimos.

Las disponibilidades líquidas o M3<sup>42</sup> fueron el agregado monetario seleccionado inicialmente como objetivo intermedio.

b. En el segundo nivel, el objetivo de crecimiento del agregado monetario se conduce mediante el control de una variable instrumental u operativa, estrechamente relacionada con aquél. Como variable operativa se eligieron los Activos de Caja

---

10, Madrid 1977. Asimismo vid. ARIZTEGUI, J.: "La política monetaria, un período crucial", en "La economía española de la transición y la democracia", J.L. García Delgado editor, CIS, 1990.

<sup>42</sup>Definidas entonces de forma más restrictiva que hoy, como efectivo en manos del público más todo tipo de depósitos de éste en el sistema bancario.

del sistema bancario<sup>43</sup>.

La doble elección de M3 y los activos de caja suponía obviamente admitir las fluctuaciones en los tipos de interés y en el tipo de cambio que fuesen necesarias para asegurar que ambos agregados evolucionasen de acuerdo con la senda programada<sup>44</sup>.

Por último en este esquema, el control de la variable operativa se realiza a través del manejo de los instrumentos primarios disponibles de la política monetaria<sup>45</sup>.

No obstante, la existencia hasta la segunda mitad de los años 80 de importantes controles de capital limitaba la integración de los mercados monetarios y de capitales españoles con los del resto del mundo, proporcionando una notable autonomía a la instrumentación de la política monetaria para

---

<sup>43</sup>Se definen como los depósitos y disponibles en cuentas de crédito de dicho sistema en el Banco de España.

<sup>44</sup>Vid. AYUSO, J. y ESCRIVA, J.L.: "La evolución del control monetario en España", Servicio de Estudios del Banco de España, Documento de Trabajo nº 9325, Madrid 1993, pág. 5.

<sup>45</sup>Coefficiente de caja, créditos y redescuento, operaciones de mercado abierto, etc.

controlar la liquidez interna<sup>46</sup>.

Los logros de este esquema de aplicación de la política monetaria fueron notables, tanto en términos de cumplimiento del objetivo intermedio como en términos de corrección de las tensiones inflacionistas.

Ahora bien, a partir de 1984 sobre todo, empieza a producirse un fuerte proceso de innovación financiera, que supone la aparición y desarrollo de nuevos intermediarios, mercados, activos y operaciones y técnicas financieras. El Banco de España empezó a otorgar una importancia creciente a la estabilidad del sistema financiero, así como a la evolución ordenada de los mercados financieros, que contribuyeran a mejorar el funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Desde este punto de vista, la estabilidad de los

---

<sup>46</sup>Vid. RODRIGUEZ SAIZ, L. y PAREJO GAMIR, J.A.: "Déficit público, crisis económica y política monetaria", Hacienda Pública Española nº 88, Madrid 1984, págs. 74-75.

tipos de interés adquiriría una mayor relevancia<sup>47</sup>.

Como resultado de estos acontecimientos, entre otros, el Banco de España comenzó a relajar el control de los activos de caja en favor de una variable operativa de tipos de interés a muy corto plazo, de forma que el esquema vigente en la actualidad se basa, principalmente, en asegurar, a corto plazo, una fluctuación reducida de los tipos de interés en torno a los niveles fijados por las autoridades monetarias<sup>48</sup>, como veremos con más detenimiento en apartados posteriores de este capítulo de nuestra Tesis Doctoral.

A partir de 1984 el Banco de España también comenzó a preocuparse además por la evolución del tipo de cambio, y la influencia negativa que la variabilidad del mismo ejercía sobre la actividad

---

<sup>47</sup>Vid. AYUSO, J. y ESCRIVA, J.L.: "La evolución del control monetario...", op. cit., pág. 9, así como las diversas ediciones del "Manual de Sistema Financiero...", de J.A. PAREJO GAMIR y otros, op. cit., cap. 5.

<sup>48</sup>Vid. ESCRIVA, J.L. y SANTOS, R.: "Un estudio del cambio de régimen en la variable instrumental del control monetario en España", Servicio de Estudios del Banco de España, Documento de Trabajo nº 9111, Madrid 1991, págs. 28-29.

económica, en particular sobre los flujos comerciales, como también veremos posteriormente con mayor detalle. Este proceso culmina con el ingreso de la peseta en el SME el 19 de junio de 1989, con el beneficio de una banda de fluctuación ancha del +/- 6%.

En ese momento la autoridad monetaria española optó pues por la consecución de dos objetivos intermedios<sup>49</sup>:

a. Un objetivo intermedio interno, de carácter monetario, encaminado a lograr el control del crecimiento de los ALP.

b. Un objetivo intermedio externo, de carácter cambiario, dentro de los compromisos adquiridos por España dentro del mecanismo de cambios del SME.

No obstante, esta estrategia mixta seguida por el Banco de España ha puesto de manifiesto en multitud de ocasiones la dificultad de compatibilizar los objetivos interno y externo de la política

---

<sup>49</sup>Vid. FERNANDEZ DE LIS, S.: "La política monetaria española tras la integración en el SME", Economistas nº 40, Madrid, octubre-noviembre 1989, págs. 28-29.

monetaria. Cuanto más estrecho sea el control sobre uno de ellos, mayor ha de ser la flexibilidad en el control del otro<sup>50</sup>.

El banco emisor español ha optado ante este problema precisamente por una instrumentación flexible de los objetivos monetarios cuantitativos.

El esquema de control asumido por las autoridades monetarias españolas puede analizarse, teniendo en cuenta los diferentes plazos, en la figura 2.1.

En la programación monetaria realizada por el Banco de España para 1995, sin embargo, dentro del marco de su Ley de Autonomía, se ha planteado una estrategia directa de objetivos de precios, abandonando la elección del agregado ALP como objetivo intermedio de su política, e incluyendo el mismo dentro de una amplia batería de indicadores monetarios y financieros, que han de servir de

---

<sup>50</sup>Vid. RODRIGUEZ SAIZ, L. Y PAUL, J.: "La política monetaria en el nuevo marco europeo", Papeles de Economía Española, Suplementos sobre el Sistema Financiero, nº 37, pág. 54.



testigo para comprobar la evolución de los precios<sup>51</sup>.

Podemos describir esquemáticamente también el proceso de aplicación de la política monetaria española en la figura 2.2, donde aparecen definidos los objetivos últimos de dicha política , los objetivos intermedios, la variable operativa y los instrumentos primarios.

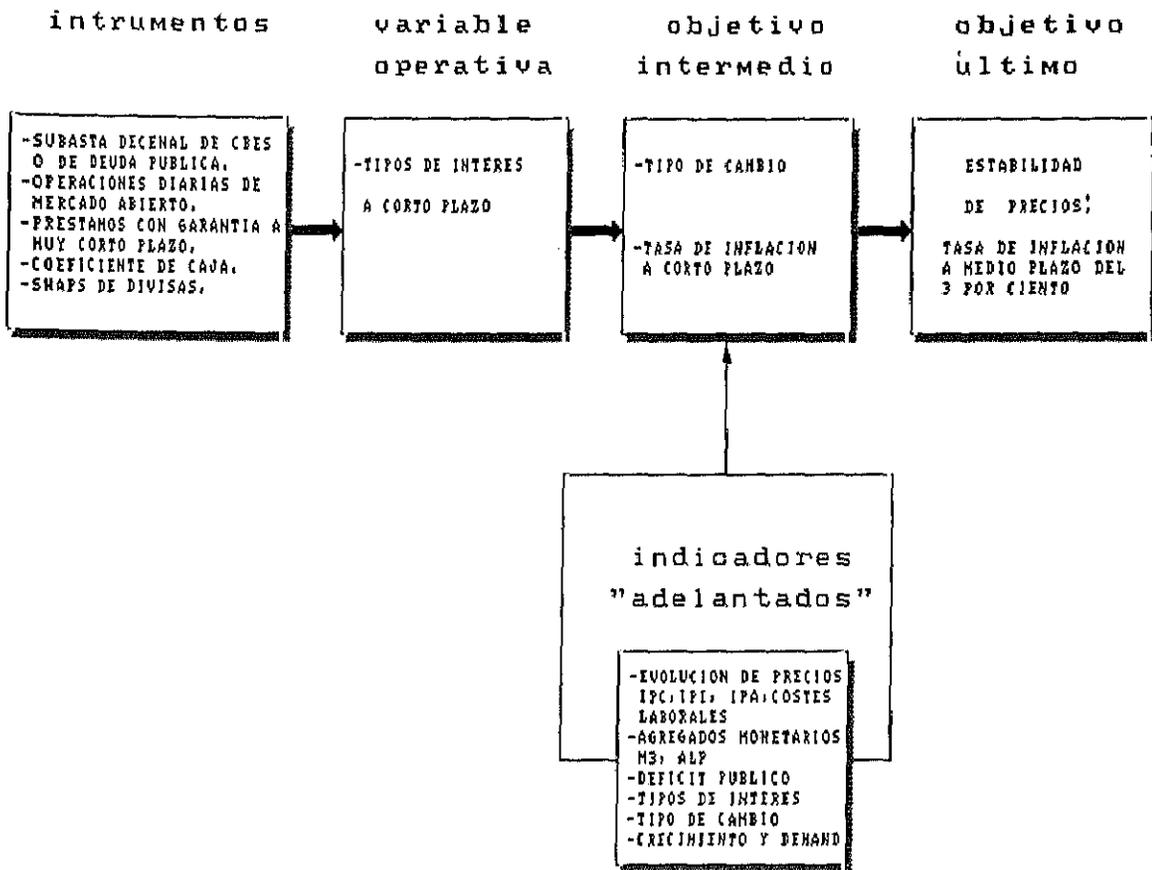
Este esquema es asumido por la propia Ley de Autonomía del Banco de España, que en su artículo 8 determina que dicho Banco formulará la política monetaria, estableciendo, en su caso, objetivos intermedios de crecimiento de las magnitudes monetarias o de tipo de interés, o utilizando otros procedimiento que juzgue convenientes.

Y el artículo 9 de la mencionada norma legal habilita al banco central español a utilizar los instrumentos que considere adecuados para alcanzar los objetivos mencionados en el artículo anterior.

---

<sup>51</sup>vid. SAIZ, F.: "El Banco de España cambia el rumbo y fija una inflación inferior al 3% en 1997", en Diario "Expansión", Madrid 26 de noviembre de 1994, pág. 27.

**FIGURA 2.2.-ESQUEMA DE LA INSTRUMENTACION DE LA POLITICA MONETARIA  
ESPAÑOLA EN LA ACTUALIDAD.**



FUENTE: Elaboración propia.

Vamos a pasar a continuación a analizar con mayor detalle los elementos y etapas fundamentales en la estrategia del Banco de España para la instrumentación de su política monetaria, una vez efectuadas estas consideraciones generales sobre el conjunto de la misma.

2.3.2.- El objetivo intermedio de la política monetaria española.-

El Banco de España viene estableciendo desde 1973 objetivos en términos de un agregado monetario amplio, como ya dijimos. Inicialmente eligió M3, por la mayor capacidad de control de este agregado, frente a los tipos de interés, y por su mayor relación con los objetivos finales de la política

monetaria<sup>52</sup>.

Tras un período de transición, en efecto, en el cual los objetivos para la cantidad de dinero sólo constituían referencias de carácter interno, siendo publicadas a posteriori, es a partir de 1978 cuando el Banco de España comenzó a hacer público su objetivo intermedio en forma de banda de expansión para M3. En el período 1978-1983 el crecimiento de este agregado monetario se mantuvo dentro de los objetivos monetarios programados, excepto en 1978 y 1979<sup>53</sup>.

El ritmo de expansión de M3 y su relación con la banda objetivo señalada por la autoridad monetaria en el período 1978-1983 puede observarse en el cuadro

---

<sup>52</sup>Una M3 definida entonces, como ya expusimos anteriormente. Vid. BANCO DE ESPAÑA, "Informe Anual 1973", pág. 115. Para un análisis detenido del por qué de la elección de M3 frente a M1 y M2 y frente a diversos agregados crediticios, vid. ROJO, L.A. y PEREZ, J.: "La política monetaria en...", op. cit., págs. 16-19.

<sup>53</sup>Vid. FERNANDEZ DIAZ, A., PAREJO GAMIR, J.A. y RODRIGUEZ SAIZ, L.: "Curso de Política Económica", ed. AC, Madrid, 2ª edición, 1993, cap. 21 y AYUSO, J. y ESCRIVA, J.L.: "La evolución del control...", op. cit., págs. 6-7. La consecución de los objetivos monetarios previstos permitió una reducción notoria de la inflación, que pasó de niveles superiores al 15% en los últimos años 70, a tasas por debajo del 10% a mitad de la década de los 80.

CUADRO 2.5.- Crecimiento porcentual de M3 y banda objetivo  
en el período 1978-1983.-

AÑO	BANDA OBJETIVO	CRECIMIENTO EFECTIVO	CONSECUION DEL OBJETIVO
1978	14,5-19,5	19,8	NO
1979	15,5-19,5	19,9	NO
1980	16-20	17,4	SI
1981	14,5-18,5	15,4	SI
1982	13,5-17,5	16,8	SI
1983	11-15	12,8	SI

Fuente: Banco de España, diversos "Boletines Estadísticos" mensuales  
y elaboración propia.

2.5.

Como puede verse en él, en el período 1980-1983 se consiguieron alcanzar los objetivos de crecimiento de M3 previstos, tras haberse rebasado en 1978 y 1979.

A partir de 1984 los objetivos de crecimiento de la cantidad de dinero se establecieron en términos de una definición de liquidez más extensa: los activos líquidos en manos del público (ALP)<sup>54</sup>.

La causa de esta sustitución hay que buscarla en la progresiva pérdida de estabilidad en la relación entre M3 y el nivel de gasto monetario. Esa creciente inestabilidad se manifiesta en la aparición de nuevos intermediarios e instrumentos financieros, dentro de un vigoroso proceso de innovación financiera<sup>55</sup> al

---

<sup>54</sup>Vid. GIL, G.: "Sistema Financiero Español", Banco de España, Servicio de Estudios, Madrid 1984, pág. 37. Estos ALP, igual que dijimos con M3, estaban definidos de una forma más restrictiva que en la actualidad.

<sup>55</sup>Entre los nuevos instrumentos podemos citar, por su importancia, los Pagarés y Letras del Tesoro, títulos hipotecarios, bonos de caja y tesorería, pagarés de empresa y bancarios, etc.

Estos títulos han tenido una notable expansión, como consecuencia de su gran liquidez y mayor rentabilidad que los depósitos tradicionales. A este respecto, vid. PAREJO GAMIR, J.A., CUERVO, A., RODRIGUEZ SAIZ, L. y CALVO, A.: "Manual de Sistema

que ya nos referimos antes.

La elección de ALP como objetivo intermedio de la política monetaria española a partir de 1984 perseguía controlar un agregado que neutralizase en el interior de su definición los desplazamientos del público hacia activos distintos de los depósitos, transformables en liquidez con facilidad y sin costes elevados<sup>56</sup>.

Podemos analizar la evolución de la estructura interna de ALP en el cuadro 2.6, apreciándose claramente este proceso de sustitución al que hemos hecho referencia, y que determinó el cambio de agregado monetario como objetivo intermedio de la política monetaria española.

Ya en el año 1983 las autoridades monetarias españolas, además de fijar un objetivo de crecimiento para M3 <sup>57</sup>, establecieron una banda objetivo para

---

Financiero...", op. cit., pág. 125.

<sup>56</sup>Vid. ESCRIVA, J.L. y MALO DE MOLINA, J.L.: "La instrumentación de la...", op. cit., pág. 39.

<sup>57</sup>Como ya vimos, la banda establecida fue del 11-15%, con una tasa de crecimiento efectiva del 12,7%.

CUADRO 2.6.- Estructura interna de ALF.

Distribución por instrumentos y evolución (1)

INSTRUMENTOS	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Efectivo	8,3	8	8	7,9	7,9	8,2	8,4	8,9	9,9	10,2	9,9
Depósitos vista	17,5	16,4	16,3	16,6	17	18	17,7	19	18,3	16,2	14,8
Depósitos ahorro	22	20,7	20,4	19,7	18,5	18,4	17,1	17,5	17,6	17	16,5
Depósitos plazo	44,2	45,7	40,1	33,9	30,6	28,4	27,7	27,4	28,3	30,1	31,5
Otros activos líquidos	8	9,2	15,2	21,9	26	27	29,1	27,2	25,9	26,5	27,2

(1) En % sobre el agregado. Cifras calculadas sobre datos a fin de mes.

(a 31 de diciembre de cada año).

Fuente: Banco de España, diversos Boletines Estadísticos y elaboración propia.

ALP entre el 14 y el 18%<sup>58</sup>. Sin embargo, esto no significa que este agregado fuera considerado en sentido estricto un objetivo intermedio en dicho año, sino sólo un indicador importante, que permitiera comprender las alteraciones en la evolución de M3.

En 1984 el Banco de España adopta, como ya se ha señalado anteriormente, el agregado ALP como objetivo intermedio de su política monetaria. Esto no supuso aún el abandono definitivo de M3, que fue considerado también un objetivo intermedio a más corto plazo, fijándose para él una banda de fluctuación entre el 8,5 y el 12,5%, situándose su tasa efectiva de expansión en el 12,8%.

Sin embargo, a partir de 1985, M3 fue considerado exclusivamente indicador de la política monetaria española, perdiendo su carácter previo de objetivo intermedio.

Los objetivos de ALP se establecen por el Banco de España también en términos de banda de crecimiento para el conjunto del año, cuya amplitud ha oscilado

---

<sup>58</sup>La tasa de crecimiento efectiva de ALP en dicho año fue del 16,1%, dentro de la banda fijada.

entre tres y cuatro puntos porcentuales.

Un primer anuncio de los objetivos tiene lugar con motivo de la presentación de los Presupuestos del Estado en el Parlamento. Posteriormente, en el primer número del Boletín Económico del Banco de España de cada año se realiza un análisis de los objetivos que van a estar vigentes a lo largo del ejercicio, así como los supuestos que sirven de base a la autoridad monetaria española para su concreción<sup>59</sup>.

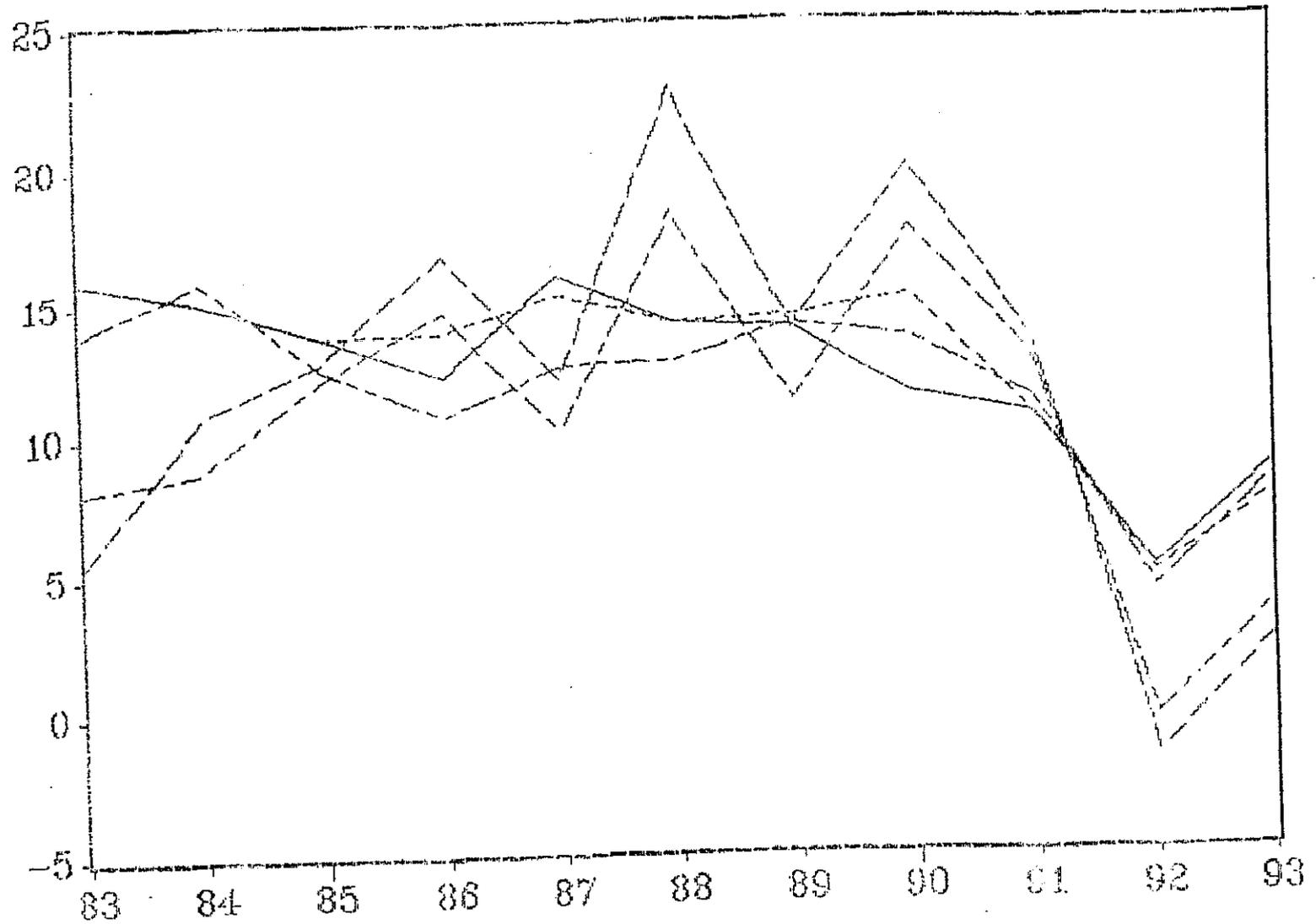
Los objetivos tienen, en principio, vigencia para el cómputo del año natural. No obstante, ante modificaciones sustanciales en los escenarios macroeconómicos, el Banco de España ha comunicado a veces su disposición a tolerar ciertas desviaciones respecto a los objetivos de partida.

En el gráfico 2.1 podemos observar los ritmos de expansión de los distintos agregados monetarios en el período 1983-1993, que nos muestran la mayor estabilidad en general de la evolución de los agregados amplios, y una fuerte inestabilidad en la

---

<sup>59</sup>Vid. ESCRIVA, J.L. y MALO DE MOLINA, J.L.: "La instrumentación de la...", op. cit., pág. 30.

EL PERIODO 1983-1993.



-199-

ALP	M1	M3
ALP2	M2	

Fuente: Banco de España, diversos Boletines Estadísticos mensuales y elaboración propia.

evolución de M1 y M2.

Asimismo, en el cuadro 2.7 pueden observarse las bandas de objetivos que para los ALP han venido estableciéndose desde 1984, así como la evolución efectiva de los activos líquidos en manos del público. También se incluyen en él los objetivos de inflación fijados por el Gobierno, así como los efectivamente alcanzados.

Tras los buenos resultados en la consecución del objetivo intermedio previsto desde 1980 hasta 1986, a pesar de haberse situado la tasa de crecimiento del agregado monetario en el límite superior de la banda objetivo de crecimiento, en 1987 se superó ampliamente el objetivo, desviándose en más de cinco puntos del centro de la banda.

Los malos resultados en la consecución del objetivo intermedio determinaron que, a partir de 1986, el Banco de España no intentara situarse en el centro de la banda de fluctuación fijada, como hiciera hasta ese año, sino que, en función de sus posibilidades de control y de las circunstancias

CUADRO 2.7.- Objetivos de inflación y de crecimiento del agregado ALP, y tasas de expansión efectivas de ambas variables en España en el período 1984-94.

AÑO	BANDA OBJETIVO PARA ALP	EVOLUCION EFECTIVA DE ALP	CUMPLIMIENTO	OBJETIVO DE INFLACION (1)	INFLACION REAL
1984	11-15	14,5	SI	10-10,5	10,9
1985	11,5-14,5	14,3	SI	7-8	8,5
1986	9,5-12,5	12,4	SI	8	11,1
1987	6,5-9,5	13,2	NO	5	5,3
1988	8-11	13,4	NO	3,8	5,7
1989	6,5-9,5	12,8	NO	4,1	7,1
1990	6,5-9,5	11,7	NO	6,8	7,4
1991	7-11	10,8	SI	6	7
1992	8-11	5,2	POR DEBAJO	5,7	6,5
1993	4,5-7,5	8,6	NO	5,2	4,5
1994	3-7	-	-	3,4	-

(1) Los datos de la inflación corresponden al deflactor del PIB, excepto para 1987, en que el objetivo se fijó para el IPC.

Fuente: Banco de España, diversos Boletines Económicos y Estadísticos; OCDE, "Economic Surveys", diversos años, y "Main Economic Indicators", y elaboración propia.

vigentes, se situaría en cualquiera de sus zonas<sup>60</sup>.

Entre 1988 y 1990 tampoco se alcanza el objetivo intermedio previsto. En 1991 la tasa de crecimiento de los ALP vuelve a situarse en el límite superior de la banda, haciendo dudar de la consecución real del objetivo previsto. A pesar de que en 1992 se situó por debajo del límite inferior de la banda, en 1993 vuelve a sobrepasarse el objetivo monetario.

A la vista de estos resultados, podemos señalar que la política monetaria española no ha sido especialmente eficaz en la consecución de sus objetivos monetarios desde 1986<sup>61</sup>.

Este hecho ha determinado que únicamente en

---

<sup>60</sup>Vid. FERNANDEZ DIAZ, A., PAREJO GAMIR, J.A. y RODRIGUEZ SAIZ, L.: "Curso de Política...", op. cit., pág. 682.

<sup>61</sup>Las autoridades del Banco de España, en sus "Informes Anuales" y en los diversos "Boletines Económicos" mensuales, han tratado de justificar estas desviaciones por diversos motivos, especialmente el comportamiento del déficit público (derivado de una política fiscal errática llevada a cabo por el Gobierno), la internacionalización creciente de nuestra economía y el acusado proceso de innovación financiera.

1992<sup>62</sup> consiguiera alcanzarse el objetivo de inflación previsto por el Gobierno en los Presupuestos Generales del Estado. La desviación al alza respecto al objetivo de inflación es especialmente relevante en el período 1987-89, manteniéndose esos resultados negativos en la consecución del objetivo estabilidad de precios hasta la actualidad.

Vamos a pasar ahora a analizar con más detalle cuál ha sido la evolución del agregado ALP mientras ha sido considerado objetivo intermedio de la política monetaria española. Dicha evolución se ha visto afectada por continuas perturbaciones, de naturaleza e intensidad variables, que determinaban que su nivel a lo largo del ejercicio no coincidiera con la senda programada por el banco central.

Las principales causas de estas perturbaciones habría que buscarlas en<sup>63</sup>:

---

<sup>62</sup>Año en el que, como hemos visto, la expansión real de los ALP se situó por debajo del objetivo monetario previsto.

<sup>63</sup>Vid. BANCO DE ESPAÑA: "Criterios empíricos que sustentan...", op. cit., pág. 30.

1. Fluctuaciones en el nivel de actividad económica.

2. Inestabilidad a corto plazo de la demanda de dinero.

3. Movimientos de los factores autónomos de creación de liquidez.

4. Dificultades para estimar con precisión el perfil estacional de las series monetarias.

Estos factores determinaron que el Banco de España tradicionalmente haya asumido estas desviaciones a corto plazo, considerando una determinada tasa de variación intermensual del agregado adaptable a sus condicionamientos estacionales<sup>64</sup>. Con este criterio se evitaban reconsideraciones frecuentes en la evolución de los objetivos, que pudieran verse influidas por

---

<sup>64</sup>A este respecto, el Banco de España ha utilizado una regla de "base drift". Esta regla teórica de fijación de objetivos supone aceptar la desviación efectiva producida hasta el momento respecto a la senda anual, estableciendo en el mes siguiente un ritmo de expansión igual a la tasa de crecimiento que rige como objetivo anual, como medida para corregir esa desviación. Para un análisis más detallado de esta técnica, vid. SANZ, B.: "Los agregados monetarios en España y su carácter como objetivos intermedios", Banco de España, Boletín Económico, diciembre 1988.

perturbaciones de carácter pasajero.

Estas tendencias han definido una línea de flexibilidad en el papel desempeñado por el objetivo intermedio de la política monetaria. Las desviaciones que se producen respecto a las sendas de referencia establecidas por el Banco de España no constituían un mecanismo de reacción automática por parte de las autoridades monetarias, como ocurrió en gran medida hasta comienzos de la década de los ochenta<sup>65</sup>.

Por lo que respecta a la evolución efectiva seguida por los ALP, tras el buen comportamiento que había experimentado dicho agregado en 1985, en 1986 se produjo una gran inestabilidad en la demanda del mismo, que "llevó al Banco de España a relegar en ciertos períodos, transitoriamente, sus objetivos de cantidades, poniendo mayor énfasis en una evolución ordenada de los tipos negociados en los mercados monetarios"<sup>66</sup>.

Estas dificultades ya aparecieron en el momento

---

<sup>65</sup>Vid. ESCRIVA, J.L. y MALO DE MOLINA, J.L.: "La instrumentación de la política...", op. cit., pág. 33.

<sup>66</sup>Vid. BANCO DE ESPAÑA: "Informe Anual 1987", pág. 43.

de realizar la programación monetaria para dicho año, en especial a la hora de realizar las previsiones de expansión de ALP, debidas fundamentalmente a la nueva normativa fiscal:

a. Las repercusiones de la implantación del IVA.

b. Cambios en la normativa fiscal de determinados activos financieros por la Ley 14/1985<sup>67</sup>.

En esta situación, el Banco de España estableció una banda de tres puntos para la expansión de ALP, entre el 9,5% y el 12,5%, aunque sin precisar a priori un punto de referencia dentro de la misma, reservándose la posibilidad de tratar de situarse en alguno de los extremos de dicha banda, en función de la evolución de la demanda de los ALP<sup>68</sup>.

---

<sup>67</sup>La Ley 14/1985, de 29 de mayo, reguladora de los aspectos fiscales de determinados activos financieros, estableció un trato fiscal favorable para los Pagares del Tesoro, lo que provocó un fuerte trasvase de fondos hacia este activo, inutilizándolos como instrumentos adecuados para la aplicación de la política monetaria. Vid. PAREJO GAMIR, J.A., CUERVO, A., RODRIGUEZ SAIZ, L. y CALVO, A.: "Manual de Sistema Financiero...", op. cit., cap. 6.

<sup>68</sup>Vid. RODRIGUEZ SAIZ, L. y PAUL, J.: "La política monetaria en el nuevo marco...", op. cit., pág. 53.

A final de 1986 la expansión efectiva de ALP fue del 11,9%, cercana al límite superior de la banda fijada a principio de año por el Banco de España.

Durante 1987 se agudizaron los problemas reseñados. La autoridad monetaria estableció una banda de crecimiento para ALP entre el 6,5% y el 9,5%, situándose el crecimiento efectivo en el 14,3%, muy por encima de los objetivos fijados.

Esta situación es el reflejo de un notable empeoramiento de la relación entre la evolución de ALP y la renta nominal, lo que puso en duda el mantenimiento de este agregado como objetivo intermedio de la política monetaria.

Tras el ingreso de España en la Comunidad Europea en 1986, se pone de manifiesto además la pérdida creciente de autonomía de nuestra política monetaria en un contexto de economías interdependientes, con una creciente influencia de

los flujos internacionales de capitales<sup>69</sup>.

El Banco de España fue prestando entonces, a partir de ese momento, cada vez mayor atención al comportamiento del tipo de cambio, aún cuando el mismo no fuese considerado todavía como objetivo intermedio de nuestra política monetaria. Así, en 1986 el banco central español comienza a observar la evolución de un "índice de posición efectiva nominal" frente a los países de la C.E., exceptuados Grecia y Portugal<sup>70</sup>. En 1988 dicho índice fue sustituido por el tipo de cambio nominal bilateral frente al marco alemán.

En 1988 vuelve a recuperarse la estabilidad

---

<sup>69</sup>Vid. ORTEGA, R.: "Algunas cuestiones relativas al presente de la política monetaria", Papeles de Economía Española nº 36, Madrid 1988, pág. 32. Para un análisis más detenido, vid. MALO DE MOLINA, J.L. y PEREZ, J.: "La política monetaria española en la transición hacia la Unión Monetaria Europea", Papeles de Economía Española nº 43, Madrid 1990.

<sup>70</sup>Hasta ese momento, y desde 1984, el Banco de España había seguido la evolución de un "índice de posición efectiva nominal" frente a los países desarrollados. Dicho índice ponderaba los tipos de cambio frente a un conjunto de países con los que se mantenía un comercio importante. A este respecto, vid. AYUSO, J. y ESCRIVA, J.L.: "La evolución del control...", op. cit., págs. 22-30; ESCRIVA, J.L. y MALO DE MOLINA, J.L.: "La instrumentación de la política...", op. cit., págs. 17-34; FERNANDEZ DE LIS, S.: "La política monetaria española tras...", op. cit., págs. 26-30.

monetaria. Las autoridades monetarias españolas establecieron una banda objetivo de expansión para los ALP entre el 8% y el 11%, situándose su crecimiento efectivo en el límite superior de la banda. Sin embargo, la aparición de tensiones inflacionistas en el último trimestre del año, como consecuencia de la fuerte expansión de la demanda interna, y la consiguiente espiral costes-precios, con un empeoramiento de las expectativas de inflación, obligaron al Banco de España a endurecer su política monetaria, con la consiguiente escalada de los tipos de interés<sup>71</sup>.

No obstante, durante el primer semestre de 1989 se mantienen las tensiones inflacionistas, a pesar del elevado nivel que alcanzaban los tipos de interés<sup>72</sup>. Así, en febrero de dicho año, las autoridades tuvieron que recurrir a un aumento en el

---

<sup>71</sup>vid. RODRIGUEZ SAIZ, L. y PAUL, J.: "La política monetaria en el...", op. cit., pág. 53.

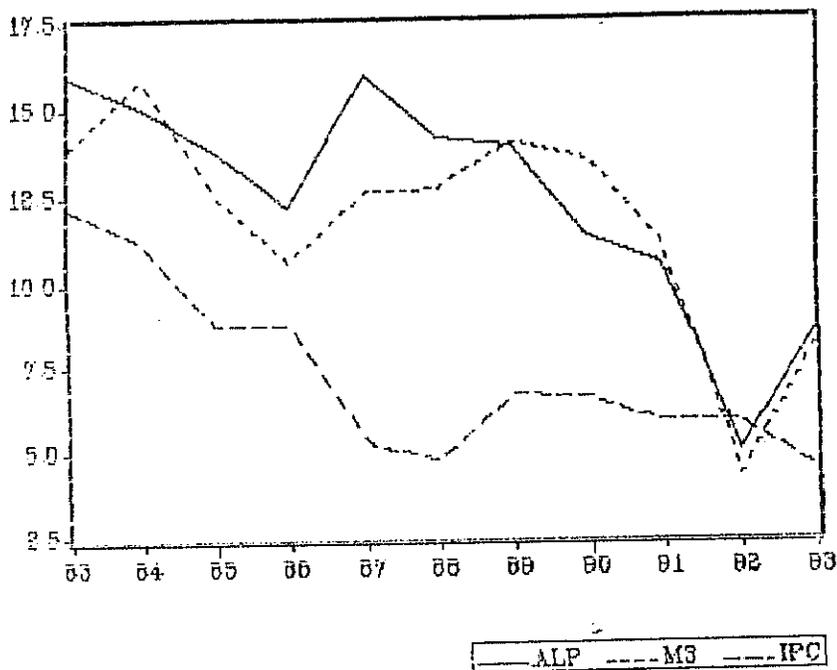
<sup>72</sup>Los tipos de interés del mercado interbancario a tres meses, tomando medias de cifras diarias, se situaron en 1989 en el 15%, frente a un 9,2% de los países pertenecientes al mecanismo de cambios del SME.

coeficiente de caja y al establecimiento de un depósito obligatorio no remunerado en el Banco de España del 30% sobre la financiación exterior obtenida por los residentes.

Podemos analizar el comportamiento en la evolución de M3 y ALP con respecto al IPC en España en el período 1983-1993 en el gráfico 2.2. En efecto, podemos observar en él que la fuerte reducción de la inflación en el período 1983-1987 coincide con un período de ralentización en los ritmos de expansión monetaria hasta el año 1986. Sin embargo, la aceleración de las tasas de crecimiento de los agregados monetarios entre 1986 y 1989 provocó un nuevo aumento de la inflación, especialmente en 1989. A partir de dicho año, y a pesar de que los agregados monetarios mostraron una evolución muy favorable, la inflación se ha mantenido estancada en los niveles de 1989, y muy por encima de los índices de precios

obtenidos por nuestros socios comunitarios<sup>73</sup>.

Gráfico 2.2.- Evolución del IPC y de los agregados monetarios M3 y ALP, en España en el período 1983-1993.-



Ante esta falta de credibilidad y eficacia de la política monetaria española en su lucha contra la inflación, las autoridades optaron por formalizar expresamente sus objetivos cambiarios, incorporando

<sup>73</sup>Las causas fundamentales de esta elevada inflación habría que buscarlas en la desastrosa política fiscal llevada a cabo por el Gobierno, así como en su falta de capacidad para negociar una política de rentas adecuada con los agentes económicos y sociales, que permitiera a la economía española obtener ganancias en términos de competitividad.

la peseta al mecanismo de cambios del SME a partir del 19 de junio de 1989, aunque dicha incorporación se produjera dentro de una banda de fluctuación ancha del +/-6% <sup>74</sup>.

De esta forma, el tipo de cambio se convertía de hecho en objetivo intermedio de la política monetaria española, buscando el anclaje a la política monetaria alemana e importar, a largo plazo, su estabilidad de precios.

Las autoridades españolas pretendían con esta actuación mejorar la eficacia de la política monetaria española a través de un doble efecto<sup>75</sup>:

a. Efecto disciplina. Es un efecto directo del tipo de cambio sobre los precios interiores. Una mayor tasa de inflación interna, ante el mantenimiento del tipo de cambio, se traduce en un

---

<sup>74</sup>A este respecto, vid. RODRIGUEZ SAIZ, L. y PAUL, J.: "La política monetaria en el...", op. cit., págs. 53-55; AYUSO, J. y ESCRIVA, J.L.: "La evolución del control...", op. cit., págs. 22-30; ESCRIVA, J.L. y MALO DE MOLINA, J.L.: "La instrumentación de la política...", op. cit., págs. 17-34; FERNANDEZ DE LIS, S.: "La política monetaria española tras...", op. cit., págs. 26-30.

<sup>75</sup>vid. FERNANDEZ DE LIS, S.: "La política monetaria española tras...", op. cit., págs. 26-30.

deterioro de la competitividad frente al exterior.

b. Efecto credibilidad. Es un efecto indirecto que se deriva de la mayor confianza de los agentes económicos respecto a un objetivo más permanente, esto es, el mantenimiento del tipo de cambio, lo que obliga a seguir la estrategia antiinflacionista de los países con una inflación más estable dentro del sistema.

Sin embargo, ambos efectos tienen éxito si la estabilidad del tipo de cambio es percibida por los agentes económicos como sostenible a medio plazo, y esto sólo es posible si el crecimiento de la cantidad de dinero es compatible, en dicho período, con una convergencia de la tasa de inflación interna con la prevaleciente en los países del SME<sup>76</sup>.

Cuando la peseta se incorpora al SME, los agregados monetarios estaban creciendo como ya hemos visto a unos ritmos incompatibles para lograr la convergencia de la inflación española con la de los países más estables del sistema.

---

<sup>76</sup>Vid. ESCRIVA, J.L. y MALO DE MOLINA, J.L.: "La instrumentación de la política...", op. cit., pág. 20.

Se planteaba entonces la necesidad de frenar la expansión del objetivo intermedio interno de la política monetaria, ALP, sin recurrir a nuevas elevaciones en los tipos de interés, que habrían sido contradictorias con la consecución del objetivo intermedio externo, la estabilidad del tipo de cambio, por cuanto dichas elevaciones de tipos hubieran supuesto una apreciación de la peseta<sup>77</sup>.

La autoridad monetaria española decidió entonces recurrir a dos grupos de medidas transitorias de urgencia<sup>78</sup>:

a. Restricciones temporales a la expansión del crédito bancario concedido a las empresas y a las familias.

b. Medidas de control de cambio que evitasen la posibilidad de eludir esas restricciones por la vía del recurso al crédito exterior, a través de la imposición de un depósito obligatorio no remunerado.

Estos controles se mantuvieron durante el

---

<sup>77</sup>vid. AYUSO, J. y ESCRIVA, J.L.: "La evolución del control...", op. cit., págs. 25-26.

<sup>78</sup>vid. RODRIGUEZ SAIZ, L. y PAUL, J.: "La política monetaria en el...", op. cit., pág. 54.

segundo semestre de 1989 y durante todo el año 1990. Sin embargo, se lograron los objetivos de enfriamiento de la demanda interna, junto con los compromisos cambiarios, gracias a estas medidas de urgencia, y a pesar de que el crecimiento de los ALP en ambos años rebasó el límite superior de la banda objetivo para dichos agregados<sup>79</sup>.

La pérdida de eficacia de los controles del crédito, unida a los costes generados en términos de una asignación ineficiente de recursos, condujo a su eliminación en enero de 1991, seguida unos meses después por el levantamiento de las restricciones a la financiación externa. Tras estas decisiones, el objetivo intermedio clave de la política monetaria española pasa a ser el tipo de cambio.

No obstante, la insuficiencia de la estabilidad cambiaria para suministrar el anclaje necesario a una

---

<sup>79</sup>Ver Cuadro 2.7.

política antiinflacionista<sup>80</sup> determinó que el Banco de España continuara estableciendo objetivos de crecimiento para los ALP para evitar comportamientos expansivos que, aunque a corto plazo no aparezcan como inconsistentes con la estabilidad de la moneda, a medio plazo puedan originar una inestabilidad cambiaria<sup>81</sup>.

Ahora bien, los compromisos cambiarios excluyen cualquier instrumentación rígida de los objetivos cuantitativos. El énfasis que debe atribuirse al seguimiento de los objetivos monetarios ha de ser diferente en función del período de tiempo considerado<sup>82</sup>:

---

<sup>80</sup>Existen otros factores que determinan la mayor o menor credibilidad antiinflacionista de la política aplicada:

- a) El crecimiento de las rentas salariales.
- b) La orientación de la política presupuestaria.
- c) Procesos de inestabilidad en el SME.

Como ya hemos señalado anteriormente el mal comportamiento de los dos primeros factores, que denominamos internos, han contribuido esencialmente a explicar la resistencia a la baja de la tasa de inflación española.

<sup>81</sup>Vid. ESCRIVA, J.L.: "Consideraciones sobre el diseño de la política monetaria en España", Papeles de Economía Española nº 54, Madrid 1993, pág. 45.

<sup>82</sup>Vid. ESCRIVA, J.L. y MALO DE MOLINA, J.L.: "La instrumentación de la política...", op. cit., págs. 27-28.

a) A corto plazo, el Banco de España da prioridad a los compromisos cambiarios frente al mantenimiento estricto de la senda de expansión de los agregados monetarios. Una política activa en función de las exigencias del control monetario supondría una amplia variabilidad de los tipos de interés para lograr dicho control, con el consiguiente aumento de la incertidumbre en los mercados financieros y la inestabilidad del tipo de cambio.

b) Sin embargo, a medio plazo, entendido como un horizonte temporal entre seis y doce meses, debe tratarse de alcanzarse una aproximación de la expansión de ALP a la senda objetivo.

Por lo tanto, el Banco de España en su formulación de la política monetaria, ha planteado una estrategia mixta, basada en una combinación flexible entre el anclaje que proporciona la estabilidad cambiaria dentro del SME y la evolución de la liquidez interna<sup>83</sup>. Esta estrategia ha buscado

---

<sup>83</sup>vid. ESCRIVA, J.L.: "Consideraciones sobre el diseño de...", op. cit., pág. 45.

compatibilizar los objetivos monetarios y cambiarios, ante las enormes dificultades que se plantean a medida que aumenta el grado de apertura de los mercados financieros al exterior.

El Banco de España ha realizado una valoración positiva del control monetario y del grado de credibilidad de la propia política antiinflacionista adoptada durante los tres primeros años de pertenencia al SME, y ello a pesar de no haberse alcanzado sus objetivos de crecimiento de la liquidez<sup>84</sup>.

Sin embargo, desde nuestro punto de vista y como ya hemos señalado anteriormente, tal credibilidad puede ser puesta en duda como consecuencia del desbordamiento de los objetivos de crecimiento de liquidez fijados por el Banco de España, así como por las fuertes desviaciones con respecto al objetivo de crecimiento de precios proyectada por el Gobierno en los Presupuestos Generales del Estado.

Esta afirmación queda corroborada por el hecho

---

<sup>84</sup>A este respecto, vid. AYUSO, J. y ESCRIVA, J.L.: "La evolución del control...", op. cit., pág. 39.

de que el Banco de España estableciera para 1991 un doble objetivo monetario, como consecuencia de la fuerte expansión monetaria registrada en nuestro país en 1990:

a. Una tasa de crecimiento de los ALP entre el 7% y el 11%. La gran amplitud de esta banda es un reflejo claro de la incertidumbre del banco emisor español respecto a la consecución de los objetivos monetarios fijados.

b. Un objetivo intermedio adicional para ALP más pagarés de empresa, entre el 7,5% y el 9,5%.

La mayor amplitud de la banda para los ALP estaba determinada por la incertidumbre sobre los trasvases previstos de fondos desde los pagarés de empresa<sup>85</sup> hacia instrumentos de los ALP. De todas formas, el Banco de España dejaba constancia del carácter restrictivo que quería imprimir a su política monetaria, sin embargo, en la banda establecida para el agregado más amplio que, en

---

<sup>85</sup>Cuyo mercado tuvo una fuerte expansión en 1990 como consecuencia de las ya citadas restricciones directas al crédito bancario al sector privado establecidas por la autoridad monetaria española, como vía alternativa de financiación.

aquellos momentos, reflejaba mejor la liquidez de la economía<sup>86</sup>.

Para la consecución de estos objetivos, en el marco de los compromisos cambiarios de la peseta en el SME, no se contaba con el apoyo que el año anterior habían prestado los límites al crecimiento del crédito al sector privado y el depósito obligatorio del 30% sobre el endeudamiento exterior de las empresas.

El crecimiento efectivamente registrado para ambos agregados fue del 12%, por encima de nuevo de los límites fijados por el Banco de España<sup>87</sup>.

En 1992 se estableció un objetivo de crecimiento para los ALP entre el 8% y el 11%. Simultáneamente, se estableció un objetivo complementario en términos

---

<sup>86</sup>Vid. BANCO DE ESPAÑA: "Informe Anual 1991", pág. 97.

<sup>87</sup>Vid. OCDE: "Economic Surveys: Spain", 1991/1992, París 1993, págs. 28-33.

del agregado armonizado M3 <sup>88</sup> con bandas entre el 7% y el 11%.

Los resultados monetarios muestran un crecimiento de ALP del 5,2% a lo largo del año, casi dos puntos porcentuales por debajo de lo previsto. Como causas de esta enorme restricción monetaria cabría citar:

a. Un crecimiento del PIB real por debajo del esperado.

b. Intensos desplazamientos financieros hacia activos no incluidos en ALP, en especial fondos colocados en deuda pública especial y en bonos y obligaciones adquiridos en firme, principalmente a

---

<sup>88</sup>Desde 1992, según dijimos, y de acuerdo con los criterios establecidos por el Comité de Gobernadores de los bancos centrales de la CE, M3 sirve de base para los ejercicios de concertación de los objetivos a nivel comunitario, en los que se materializa la coordinación de las políticas monetarias durante la primera fase de la Unión Monetaria. Sin embargo, dadas las dificultades que se plantean en España como consecuencia de la alta sustituibilidad de los instrumentos incluidos en M3 con las Letras del Tesoro adquiridas al contado y en firme, se ha optado por seguir manteniendo ALP como objetivo intermedio (M3 y ALP definidos ya, tal como vimos en el apartado 2.2). A este respecto, vid. PAREJO GAMIR, J.A., CUERVO, A., RODRIGUEZ SAIZ, L. y CALVO, A.: "Manual de Sistema Financiero...", op. cit., págs. 125-126; BANCO DE ESPAÑA: "Criterios empíricos que sustentan...", op. cit., pág. 30.

través de los fondos de inversión<sup>89</sup>.

En el último cuatrimestre de 1992, el SME sufrió una grave crisis, con la salida de la lira y la libra esterlina del mecanismo de cambios, mientras que la libra irlandesa, el escudo y la peseta experimentaron sendas devaluaciones.

En este contexto, y tras la "tormenta monetaria" que la provocó, se fijó como banda objetivo de crecimiento de los ALP el 4,5-7,5%, en una situación de gran incertidumbre en torno a los mercados de cambios, que reforzaba el papel de las referencias cuantitativas para los agregados monetarios<sup>90</sup>.

La evolución efectiva del mencionado agregado ha supuesto una tasa de crecimiento del 8,5%, rebasando en un punto el límite superior de la banda de objetivos.

Esta fuerte expansión de la liquidez se debió a un importante aumento de la tasa de ahorro privado

---

<sup>89</sup>Vid. BANCO DE ESPAÑA: "Intervención del Gobernador ante la Comisión de Economía del Congreso de los Diputados", Boletín Económico, febrero 1993, pág. 6.

<sup>90</sup>Vid. BANCO DE ESPAÑA: "Informe Anual 1992", pág. 93.

ante la profundidad de la recesión económica y el deterioro en las expectativas de rentas futuras. No refleja, por tanto, un incremento en la demanda nominal de la economía<sup>91</sup>.

Sin embargo, la prolongación de la crisis del SME trajo consigo la ampliación de las bandas de fluctuación hasta el +/-15% a primeros de agosto de 1993. Dicha ampliación ha permitido una relajación en las restricciones cambiarias y una mayor estabilidad del tipo de cambio de la peseta. Esta situación ha permitido al Banco de España aplicar una suavización general de las condiciones monetarias, que se ha visto favorecida por la desaceleración de la inflación y la fuerte caída de la demanda interna<sup>92</sup>.

Esta situación ha permitido también que en 1994 existan factores más favorables para instrumentar una política monetaria más adecuada a los objetivos internos de la política económica, al permitir la

---

<sup>91</sup>Vid. BANCO CENTRAL HISPANO: "Pulso Económico", Servicio de Estudios, febrero 1994, pág. 20.

<sup>92</sup>Vid. MALO DE MOLINA. J.L.: "Política monetaria y recuperación económica", Diario "Cinco Días", 25 de marzo de 1994, pág. 39; BANCO DE ESPAÑA: "La crisis del SME", Informe Anual 1992, págs. 17-23.

ampliación de las bandas una mayor posibilidad de fluctuación de las monedas. En estas circunstancias, no puede esperarse que el tipo de cambio sea un factor que aporte el tono monetario necesario<sup>93</sup>.

De esta manera, el agregado ALP debía aportar una referencia cuantitativa para valorar si las condiciones monetarias son adecuadas para mantener la credibilidad de la política antiinflacionista<sup>94</sup>.

Por este motivo el Banco de España estableció para 1994 una banda de expansión de los ALPs entre el 3 y el 7%, coherente con una expansión del PIB nominal entre el 4 y 4,5%.

Sin embargo, el propio Banco de España señalaba en este ámbito que, aunque la variabilidad permitida del tipo de cambio es ahora mayor, la estabilidad cambiaria continuaría siendo una referencia básica en un contexto de fuerte interrelación de la economía

---

<sup>93</sup>Vid. BANCO DE ESPAÑA: "La política monetaria en 1994", Boletín Económico, diciembre 1993, págs. 13-14. Asimismo, vid. BANCO DE ESPAÑA: "Informe Anual 1993", págs. 115-117.

<sup>94</sup>Vid. MALO DE MOLINA, J.L.: "Un año de turbulencias y cambios para la política monetaria", Economistas nº 60, Madrid 1994, págs. 176-177.

española con el resto de países europeos<sup>95</sup>.

La programación monetaria para 1995 realizada por el Banco de España ha supuesto, como ya hemos señalado anteriormente, una modificación en la estrategia de instrumentación de la política monetaria en España, pasándose a una estrategia directa de objetivos de precios.

En este nuevo esquema de instrumentación monetaria, los ALPs han perdido su carácter de objetivo intermedio interno de la política monetaria española, como consecuencia del deterioro de la relación estable que a corto plazo existía entre dicho agregado monetario y el gasto agregado de la economía<sup>96</sup>.

Las razones de esta pérdida de estabilidad habría que buscarlas:

a) En el acelerado proceso de innovación financiera.

---

<sup>95</sup>Vid. BANCO DE ESPAÑA: "Informe Anual 1993", pág. 117.

<sup>96</sup>Vid. OVEJERO, R.: "El Banco de España prescinde de los ALPs como objetivo instrumental de control", en Diario "Cinco Días", Madrid, 26 de noviembre de 1994, pág. 10.

b) En la libertad de movimientos de capitales.

Desde esta nueva perspectiva, el objetivo intermedio de la política monetaria española se establecería a un doble nivel:

1) Un objetivo externo, la evolución del tipo de cambio. Según manifestaba el propio gobernador del banco central, "una tendencia depreciadora de la peseta será un indicador claro de la necesidad de medidas restrictivas"<sup>97</sup>.

2) Un objetivo interno, que vendría determinado por la propia evolución de los precios a corto plazo.

No obstante, dada la fuerte incertidumbre que pesa sobre la evolución de los precios a corto plazo, la autoridad monetaria española ha de recurrir a un conjunto de indicadores "adelantados", que han de proporcionar información sobre la evolución de los precios. Podemos agrupar estos indicadores en seis grupos<sup>98</sup>:

---

<sup>97</sup>Intervención en la Comisión de Economía del Congreso el 28 de noviembre de 1994 del Gobernador del Banco de España, recogida por el Diario "Cinco Días", pág. 1.

<sup>98</sup>Vid. OVEJERO, R.: "El Banco de España prescinde de los ALPs como...", art. cit., pág. 10.

a) Evolución de determinados indicadores de precios: IPC, IPI (Indice de Precios Industriales), IPA (Indice de Precios Agrícolas) y costes laborales unitarios.

b) Evolución del gasto de las Administraciones Públicas: déficit público.

c) Agregados monetarios: en especial la evolución de M3 y ALP. Respecto a este último agregado, se admite que mantiene una relación relativamente estable a medio plazo con el gasto nominal. De ahí que se haya establecido también un objetivo de crecimiento a medio plazo para dicho agregado del 8%, coherente con el objetivo de inflación<sup>99</sup>.

d) Diferenciales de tipos de interés y curva de rendimientos de los mismos.

e) Evolución del tipo de cambio nominal.

f) Crecimiento económico y evolución de la demanda interna.

---

<sup>99</sup>En este sentido, podríamos señalar que el agregado monetario ALP continúa siendo un objetivo intermedio de la política monetaria española a medio plazo, solapándose dos niveles de instrumentación monetaria, uno a corto y otro a medio plazo.

2.3.3.- La variable operativa de la política monetaria española.

Como ya hemos visto, a partir de 1973 el Banco de España empezó a practicar un esquema de control monetario en dos niveles. En el segundo, la autoridad monetaria trataba de conducir el crecimiento del agregado monetario M3 (objetivo intermedio) a través del control directo de una variable operativa o instrumental: los activos de caja del sistema bancario (ACSB)<sup>100</sup>.

La relación entre los activos de caja y los ALP se expresa a través del denominado multiplicador monetario.

Para explicar dicha relación vamos a efectuar el

---

<sup>100</sup>Vid. ROJO, L.A. y PEREZ, J.: "La política monetaria en España...", op. cit., pág.10.

desarrollo analítico realizado por Escrivá y Santos<sup>101</sup>.

Se parte de las siguientes definiciones:

ACSB: Activos de caja del sistema bancario.

ALP : Activos líquidos en manos del público.

E : Efectivo en manos del público.

DBE : Depósitos en el Banco de España de bancos y cajas de ahorro.

DC : Depósitos de las cooperativas de crédito en el Banco de España.

PC : Pasivos computables.

AE : Pasivos computables no incluidos en ALP.

TP : Títulos Públicos.

OS : Operaciones de seguro.

OANC: Otros activos líquidos no computables.

La definición de los ALP será:

$$ALP = E + DBE + DC + PC - AE + TP + OS + OANC \quad [I]$$

---

<sup>101</sup>Vid. ESCRIVA, J.L. y SANTOS, R.: "Un estudio del cambio de ...", op. cit., págs. 60-63. Utilizaremos fundamentalmente el modelo expuesto por los citados autores, si bien para un análisis teórico del multiplicador monetario, vid. FERNANDEZ DIAZ, A., RODRIGUEZ SAIZ, L., PAREJO GAMIR, J.A., CALVO, A. y GALINDO, M.A.: "Teoría y política...", op. cit., págs. 7-12.

Denominamos:

$$e = E / PC; h = DBE / PC; n = DC / PC; a = AE / PC;$$
$$t = TP / PC; o = OS / PC; s = OANC / PC.$$

Si dividimos ambos miembros de la igualdad [I] por los pasivos computables (PC), obtenemos la siguiente expresión:

$$ALP/PC = E/PC + DBE/PC + DC/PC + PC/PC - AE/PC$$
$$+ TP/PC + OS/PC + OANC/PC \quad [II]$$

de donde:

$$ALP = (1 + e + h + n - a + t + o + s) PC \quad [III]$$

Si denominamos ahora

$$c = ACSB / PC$$

se obtiene la expresión básica del multiplicador:

$$ALP = \frac{1 + e + h + n - a + t + o + s}{c} ACSB \quad [IV]$$

A partir de esta expresión se deduce que la

autoridad monetaria puede conducir el ritmo de expansión de los ALP a partir del control de la evolución de los activos de caja del sistema bancario, por cuanto ambas variables están relacionadas por el multiplicador monetario.

Para justificar por qué el Banco de España optó por los activos de caja del sistema bancario como variable instrumental de su política monetaria, vamos a partir de la definición de los ALP<sup>102</sup>:

$$\text{ALP} = \text{E} + \text{D} + \text{OPB} + \text{TP} + \text{POI}$$

donde:

ALP: Activos líquidos en manos del público.

E : Efectivo.

D : Depósitos.

OPB: Otros pasivos computables del sistema bancario.

TP : Instrumentos a corto plazo emitidos por las Administraciones Públicas en firme, en las

---

<sup>102</sup>vid. PAREJO GAMIR, J.A., CUERVO, A., RODRIGUEZ SAIZ, L. y CALVO, A.: "Manual de Sistema Financiero...", op. cit., págs. 127-129. Para una justificación de la elección de los Activos de Caja del Sistema Bancario como variable operativa, vid. ROJO, L.A. y PEREZ, J.: "La política monetaria en...", op. cit., págs. 27-28.

carteras de activos de familias y empresas.

POI: Pasivos de otras instituciones financieras.

Las entidades bancarias están obligadas a mantener un determinado porcentaje de sus depósitos y otros pasivos en forma de depósitos en el banco central:

$$C_L = \frac{ACSB_1}{D + OPB}$$

siendo

$C_L$  : coeficiente legal de caja.

$ACSB_1$  : depósitos obligatorios en el Banco de España de las entidades bancarias.

Normalmente, estas entidades no adaptan sus activos de caja al nivel exacto del coeficiente legal, sino que mantienen un nivel de activos adicionales, para compensar las variaciones imprevistas en sus pasivos computables, sin tener que recurrir al coste adicional de obtener liquidez en los mercados de dinero.

Por lo tanto, mantienen una liquidez excedentaria o coeficiente voluntario que puede expresarse así:

$$C_v = \frac{ACSB_2}{D + OPB}$$

siendo  $C_v$  dicho coeficiente voluntario, y  $ACSB_2$  los depósitos voluntarios de las entidades bancarias en el banco emisor.

La suma del coeficiente legal de caja y del coeficiente voluntario será:

$$C_L + C_v = \frac{ACSB_1 + ACSB_2}{D + OPB}$$

esto es:

$$C = \frac{ACSB}{D + OPB}$$

siendo

$C$  : Coeficiente total de caja que las

entidades bancarias mantienen en forma de depósitos en el Banco de España sobre sus pasivos computables.

ACSB: Depósitos totales de las entidades bancarias en el banco central.

Despejando:

$$D + OPB = ACSB / C$$

Sustituyendo en la definición de ALP:

$$ALP = 1/C (ACSB) + E + TP + POI$$

A la vista de esta expresión se puede concluir que la única variable que puede ser objeto de control fiable por el Banco de España son los activos de caja del sistema bancario, por cuanto:

1. El efectivo en manos del público depende de la voluntad de familias y empresas de mantener efectivo frente a otros activos.

2. El nivel de títulos públicos depende de las necesidades financieras del sector público.

3. El Banco de España una vez fijado el coeficiente de caja, y determinado por las entidades bancarias su nivel de liquidez excedentaria, puede

influir sobre el ritmo de expansión de los ALP a través del control de la evolución de ACSB.

Para analizar cómo se realiza el control de los activos de caja, utilizaremos el denominado "enfoque contrapartidas", a partir del balance ajustado del Banco de España<sup>103</sup>:

$$\text{ACSB} = -\text{E} + \text{SSB} + \text{SSP} + \text{SSE} + \text{X}$$

siendo:

ACSB: Activos de caja del sistema bancario.

E: Efectivo en manos del público.

SSB: Activos del Banco de España frente al sistema bancario.

SSP: Activos del Banco de España frente al sector público.

SSE: Activos del Banco de España frente al sector exterior.

X: Partidas residuales.

Del conjunto de contrapartidas de los activos de

---

<sup>103</sup>Para un análisis teórico de dicho enfoque, vid. FERNANDEZ DIAZ, A., PAREJO GAMIR, J.A. y RODRIGUEZ SAIZ, L: "Curso de Política Económica", op. cit., págs. 498-499.

caja del sistema bancario, sólo pueden ser objeto de un control preciso por el Banco de España las operaciones con el sistema bancario (SSB) como instrumento de regulación de dichos activos de caja. El resto pueden considerarse factores autónomos de generación de liquidez, que si bien en parte pueden ser controlados por el banco emisor, su control no es lo suficientemente preciso para poder conducir la evolución de los activos de caja. La función del Banco de España consistirá pues en ejercer una función compensadora de la evolución de dichos factores autónomos a través del control de la partida SSB, para establecer una evolución de los ACSB acorde al ritmo deseado, compatible con el crecimiento de ALP fijado:

a. El efectivo, como hemos dicho, depende de la voluntad del público.

b. El saldo del sector público con el Banco de España (SSP), recoge el recurso del Tesoro al banco emisor, y los títulos públicos en poder de éste.

c. La posición total del Banco de España frente al exterior (SSE), depende de la evolución del tipo

de cambio y de la Balanza de Pagos. No es un factor estrictamente autónomo, ya que, como se ha señalado anteriormente, el tipo de cambio es objetivo intermedio de la política monetaria española y, en consecuencia, es objeto de control por la autoridad monetaria.

d. Por lo que respecta a las partidas residuales, tienen escasa relevancia como instrumento para controlar los activos de caja.

Sin embargo, la utilización de los activos de caja como variable instrumental de la política monetaria española ha tenido dificultades a lo largo de la segunda mitad de la década de los ochenta, al aparecer un componente elevado de endogeneidad en el comportamiento de dichos activos de caja, ajeno a las decisiones de las autoridades monetarias. Entre los factores que han contribuido a generar estas dificultades, podemos citar los siguientes<sup>104</sup>:

1. El crecimiento continuado e intenso del déficit público, y las necesidades de financiación

---

<sup>104</sup>Vid. ESCRIVA, J.L. y SANTOS, R.: "Un enfoque del cambio de...", op. cit., págs. 6-7.

del mismo.

2. La existencia de fuertes perturbaciones en los mercados de crédito y exteriores, cuya naturaleza es difícil de identificar, al menos a corto plazo, y que requerirá una variabilidad de los tipos de interés muy elevada para asegurar determinados ritmos de crecimiento de los activos de caja.

3. Se producen realimentaciones en el proceso de creación de dinero, a través de un ajuste de carteras por los agentes, así como una fuerte sustituibilidad entre activos interiores y exteriores, que genera modificaciones en el multiplicador monetario.

De esta forma, los ritmos de crecimiento de los activos de caja presentan cierta ruptura en su comportamiento en torno a 1984.

Dicha ruptura puede verse claramente en el gráfico 2.3.

En esta situación, y como ya dijimos al estudiar el objetivo intermedio de su política monetaria, en el apartado anterior, el Banco de España comenzó a considerar la flexibilización del esquema tradicional de control monetario, cobrando una mayor relevancia

GRAFICO 2.3.- EVOLUCION DE LOS ACTIVOS DE CAJA DEL SISTEMA BANCARIO EN ESPAÑA  
EN EL PERIODO 1980-1993.



-239-

Fuente: Banco de España, diversos Boletines Estadísticos mensuales y elaboración propia.

la estabilidad de los tipos de interés<sup>105</sup>. El control estricto de los Activos de caja estaba determinando una gran variabilidad en dichos tipos de interés, que acababa trasladándose a:

- a. Las operaciones bancarias.
- b. Los mercados de Deuda Pública.
- c. Los mercados de cambios.
- d. las expectativas de los agentes, que afectaban negativamente a sus decisiones de inversión y financiación.

Así, el Banco de España toma en consideración, como variable instrumental, los tipos de interés a muy corto plazo.

Los activos de caja pierden de esta forma su carácter de referencia fundamental en el corto plazo.

En resumen, la autoridad monetaria española ha adoptado en este ámbito una estrategia mixta de tipos y cantidades, aceptando progresivamente mayores desviaciones en los objetivos que decenalmente se han

---

<sup>105</sup>Vid. ESCRIVA, J.L. y MALO DE MOLINA, J.L.: "La instrumentación de la política...", op. cit., pág. 34.

ido fijando para los activos de caja<sup>106</sup>, en beneficio de un mayor control a corto plazo de los tipos de interés.

Como consecuencia de esta nueva estrategia se ha reducido notablemente la variabilidad de éstos, especialmente a partir de 1988. El banco central español se ha decantado pues, de hecho, por los tipos de interés a muy corto plazo como variable operativa, encaminada a equilibrar el segmento día a día, influyendo sobre los vencimientos superiores a través de las expectativas del mercado.

En este sentido, el Banco de España fija con carácter interno una franja de fluctuación máxima del tipo interbancario a un día en las operaciones de depósito<sup>107</sup>. Y en este esquema, las sendas de referencia de activos de caja que el instituto emisor establece mes a mes, no representan ningún papel como

---

<sup>106</sup>Vid. CUADRADO, P. y MELCON, C. "La instrumentación de la política monetaria en los países de la CE: tipos de interés oficiales y de intervención", Banco de España, Boletín Económico, abril 1993, pág. 42.

<sup>107</sup>Vid. PAREJO GAMIR, J.A., CUERVO, A., RODRIGUEZ SAIZ, L. y CALVO, A.: "Manual de Sistema Financiero...", op. cit., págs. 130-131.

variable operativa, sirviendo únicamente como indicador adelantado de la evolución de los ALP.

Como consecuencia de esta nueva instrumentación, se ha puesto de manifiesto la exigencia de un manejo más flexible de los tipos de interés, con un doble objetivo:

a. Prestar el apoyo que requiera el tipo de cambio de la peseta con la rapidez suficiente.

b. Mantener señales de estabilidad en la conducción de la política monetaria.

Desde este punto de vista, adquieren especial relevancia dos tipos de interés derivados de operaciones realizadas por el Banco de España<sup>108</sup>:

1. El tipo marginal de la subasta decenal de CBES, que debe suministrar el tono de la política monetaria que está siendo aplicada. Estas subastas decenales proporcionan el único tipo de interés oficial existente en este esquema.

2. El tipo de intervención de las operaciones de mercado abierto a un día, el cual debe estar dotado

---

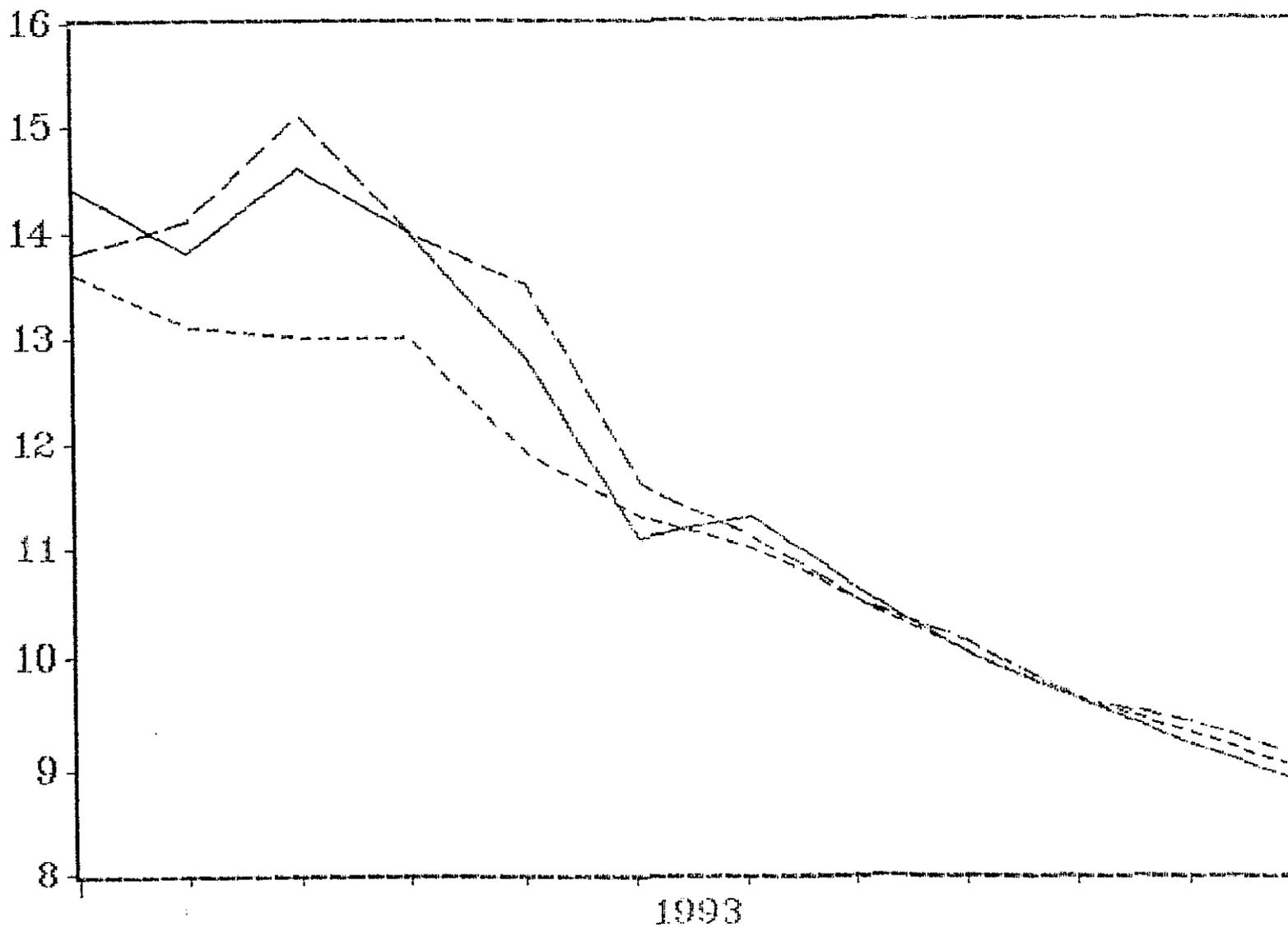
<sup>108</sup>vid. CUADRADO, P. Y MELCON, C.: "La instrumentación de la política monetaria...", op. cit., pág. 42.

de la flexibilidad suficiente para afrontar situaciones cambiantes en los mercados monetarios y cambiarios.

Podemos analizar esta estrategia en el gráfico 2.4, donde aparece la evolución del tipo marginal de la subasta decenal de CBEs, del tipo de las operaciones a un día, y del interbancario a tres meses. Asimismo, en el gráfico 2.5 observamos la relación entre los dos tipos del Banco de España y el del interbancario a un día.

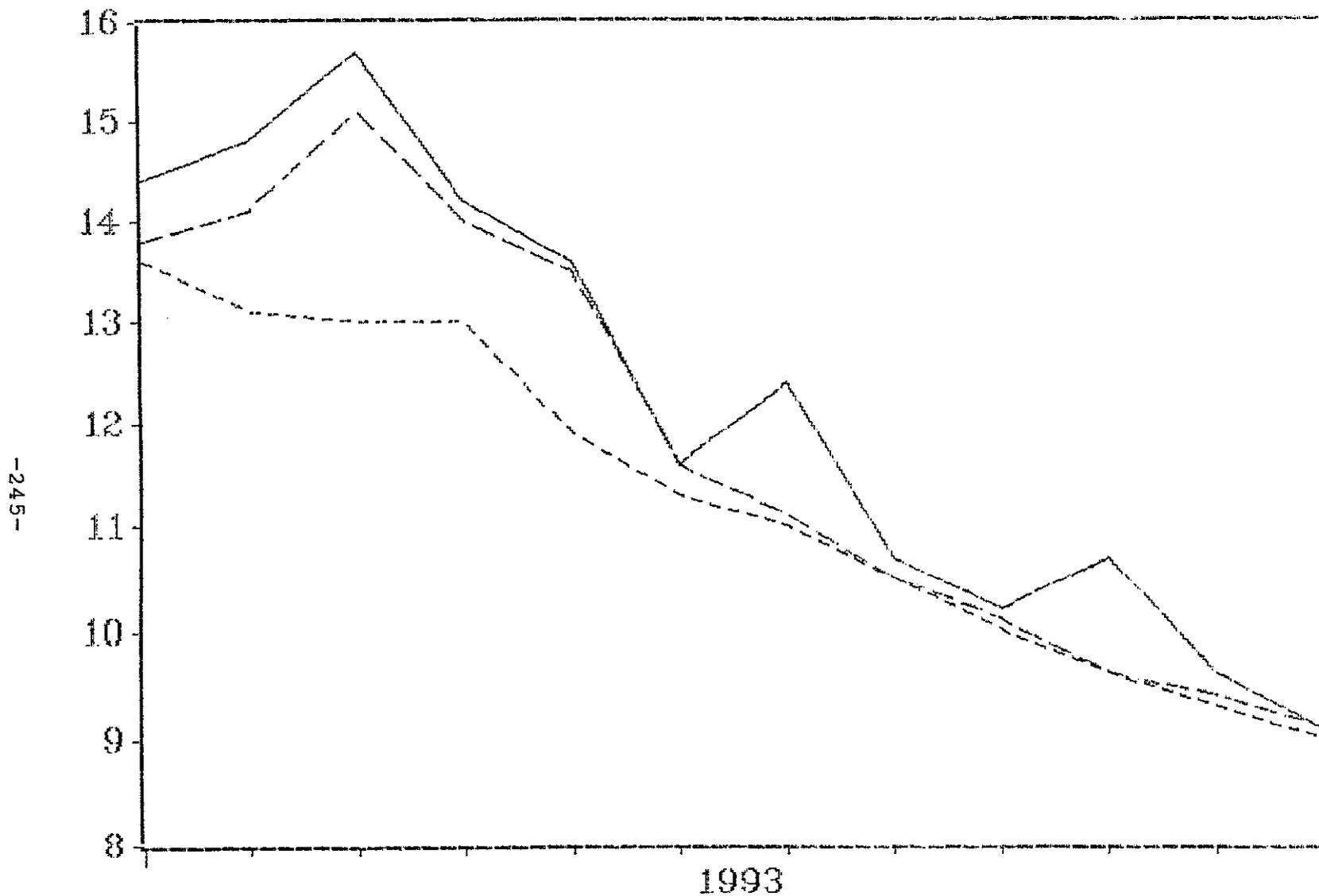
En ambos gráficos se observa que la referencia básica del tipo del mercado interbancario, tanto a un día como a tres meses, viene determinada por la evolución del tipo marginal de la subasta decenal de CBEs. Las desviaciones sobre esa senda son corregidas a través del tipo de intervención de las operaciones diarias.

GRAFICO 2.4.- EVOLUCION DEL TIPO MARGINAL DE LA SUBASTA DECENAL DE CBEs,  
DEL TIPO DE LAS OPERACIONES A UN DIA Y DEL INTERBANCARIO  
A TRES MESES.



Fuente: Elaboración propia.

GRAFICO 2.5.- EVOLUCION DEL TIPO MARGINAL DE LA SUBASTA DECENAL DE CBEs,  
DEL TIPO DE LAS OPERACIONES A UN DIA Y DEL INTERBANCARIO  
A UN DIA.



Fuente: Elaboración propia.

— INT1D    - - - TCBE    - · - TODIA

#### 2.3.4.- Los instrumentos primarios de la política monetaria española.

##### 2.3.4.1. Evolución histórica.-

Como ya hemos señalado anteriormente, a partir de 1973 el Banco de España empieza a realizar una instrumentación de la política monetaria activa y continuada, articulada en dos niveles, que pretendía controlar la expansión de un agregado monetario, a través de la disciplina en la evolución de los activos de caja del sistema bancario, que se constituían en la variable operativa de dicha política. Este método exigía la utilización de unos instrumentos primarios que permitieran al Banco de España alcanzar esos objetivos.

Desde entonces ha sido importante la variación que han ido sufriendo estas técnicas de instrumentación, para lograr los mejores resultados posibles en el entorno económico y financiero de cada ejercicio. Podemos citar, como acontecimientos que

han contribuido a esta revisión permanente de las citadas técnicas de instrumentación, los siguientes<sup>109</sup>, la mayoría de ellos ya citados inevitablemente en nuestra exposición previa:

1. Los intensos procesos de innovación financiera.

2. Cambios en el tratamiento fiscal de los activos financieros.

3. Pérdida de la capacidad informativa a corto plazo de los agregados monetarios.

4. La creciente demanda de recursos financieros por parte del Estado.

5. La necesidad creciente de una mayor coordinación entre la política monetaria y la política financiera del Tesoro.

6. La necesidad de favorecer una mayor integración de los mercados monetarios.

7. La creciente integración de la economía española en la internacional, especialmente en el ámbito de la CE, y sobre todo a partir de la

---

<sup>109</sup>Vid. AYUSO, J. y ESCRIVA, J.L.: "La evolución del control monetario...", op. cit., págs. 8-22.

incorporación de la peseta al mecanismo de cambios del SME.

8. La necesidad de compatibilizar la vertiente interna y externa de la política monetaria y, en definitiva, dotar a la autoridad monetaria de una capacidad para reducir la variabilidad de los tipos de interés.

El proceso histórico desde 1973 hasta la actualidad, por lo que respecta a los instrumentos primarios de la política monetaria española, ha sido el siguiente:

**A. Esquema de control implantado en 1973.** Giraba en torno a los siguientes instrumentos:

a. Exigencia de un coeficiente de caja a la banca privada y cajas de ahorro no remunerado, exigido un término de media decenal, y que oscilaba entre el 4% y el 7%.

Este coeficiente se complementó, a partir de enero de 1979, con la existencia de depósitos obligatorios en el Banco de España, remunerados al tipo básico del 8%, con similar estructura al coeficiente de caja, y por un importe inicial del 2%,

que fue incrementado posteriormente al 3%, y en agosto de 1983 al 4%, aumentándose también en esta fecha su retribución al 10%.

La finalidad de estos instrumentos era la de reducir la liquidez del sistema.

b. Préstamos de regulación monetaria, utilizados a partir de 1974, cuya finalidad era aumentar la liquidez del sistema bancario. Se distribuían a un plazo de 7 días de forma proporcional entre las entidades, en función de sus recursos propios.

En 1977, y dado que la discontinuidad de los préstamos a 7 días producía distorsiones en el mercado interbancario, con fuertes tensiones sobre los tipos de interés, se modificó el sistema de adjudicación de los mismos:

-Una parte se asignaba en función de los recursos totales de la entidad.

-Una segunda parte se realizaba mediante un sistema de subasta a un día, adjudicándose la cantidad total a distribuir en función de los tipos

de interés ofertados por las entidades de crédito<sup>110</sup>.

El tipo de interés de estas operaciones era inferior al de mercado, sin exigirse garantía pignoratícia.

c. Emisión de bonos del Tesoro, con objeto de drenar liquidez al sistema. Dichos bonos eran títulos que el Tesoro colocaba en el Banco de España a tipo de interés inferiores a los de mercado, y que a su vez eran distribuidos por el banco central entre las entidades bancarias, a un tipo de interés fijo, pero más próximo al de mercado que aquél<sup>111</sup>.

d. Redescuento de efectos, con un límite establecido para cada entidad.

e. Deuda pública pignorable directamente en el Banco de España.

f. Préstamos personales concedidos al sistema bancario en circunstancias excepcionales.

---

<sup>110</sup>Vid. SANZ, B. y VAL, M.: "Las técnicas de instrumentación monetaria en España", Banco de España, Boletín Económico, marzo 1993, pág. 26.

<sup>111</sup>Vid. PAREJO GAMIR, J.A., CUERVO, A., RODRIGUEZ SAIZ, L. y CALVO, A.: "Manual de Sistema Financiero...", op. cit., pág. 115.

B.- Período 1980-1982. El fuerte efecto expansivo sobre los agregados monetarios provocado a partir de 1978 por los factores autónomos, en especial el sector público y el exterior, aconsejaba una progresiva retirada de liquidez del sistema.

El primer paso se produce, como ya hemos dicho, en 1979, con la imposición a las entidades bancarias de un depósito obligatorio en el Banco de España.

En enero de 1980, una vez que se alcanzaron los límites globales fijados por el Ministerio de Hacienda para la emisión de bonos del Tesoro, se crearon los certificados de depósito del Banco de España, que fueron colocados entre las entidades bancarias, con las mismas condiciones operativas y de rentabilidad que los bonos del Tesoro<sup>112</sup>.

Estos títulos se materializaban en simples anotaciones en los registros contables del Banco de España.

Las crecientes necesidades de retirar liquidez

---

<sup>112</sup>Vid. RODRIGUEZ SAIZ, L., PAREJO GAMIR, J.A. y CUERVO, A.: "Manual de Sistema Financiero Español", Ed. Ariel, 3ª edición, Barcelona 1990, pág. 115. Para un análisis más detenido de dicha evolución, pueden consultarse las distintas ediciones de dicho manual.

del sistema determinaron la supresión de la pignoración automática de la deuda pública y la reducción paulatina del redescuento, hasta su total desaparición en 1982.

Sin embargo, la función del Banco de España como prestamista de última instancia le impulsó a establecer una segunda línea de liquidez para las entidades bancarias, las cuales podían solicitar préstamos al banco central a un día, a un tipo previamente anunciado.

#### C.- Período 1982-1984.

En 1982 se suspendió la emisión de bonos del Tesoro y certificados de depósito, que fueron sustituidos por los Certificados de Regulación Monetaria (CRM) como instrumento único de absorción de liquidez.

Pueden observarse las características fundamentales de los CRM, en relación con los bonos del Tesoro y los Certificados del Banco de España, en el cuadro 2.8.

Los instrumentos vigentes en 1982 eran los

CUADRO 2.8.- Características fundamentales de los Bonos del Tesoro, Certificados de Depósito del Banco de España y Certificados de Regulación Monetaria.

CARACTERISTICAS	BONOS TESORO	C.D.DEL BANCO DE ESPAÑA	CRM
Agente emisor	Ministerio de Hacienda que los entregaba al Banco de España para su puesta en circulación	Banco de España	Banco de España
Finalidad	Monetaria	Monetaria	Monetaria
Vencimiento	Entre 1 y 3 meses	6 - 12 meses	1 - 12 meses
Mecanismo de emisión	El Banco de España hacía ofertas diarias a las entidades financieras, que las aceptaban o no, pudiendo demandar bonos en otras condiciones. Era, por tanto, una venta directa con recompra posterior	Igual que los bonos del Tesoro	Emisión decenal, a plazos previamente conocidos, por mecanismo de subasta y al descuento
Vigencia	1973 - 1982	1980 - 1982	1982 - 1983
Tenedores	Banco, Cajas de Ahorro, Cooperativas de Crédito, Compañías de Seguros, Entidades de capitalización y ahorro, y sociedades y fondos de inversión mobiliaria	Banca y Cajas de Ahorro	Entidades de depósito, EOC, SMMD, Compañías de Seguros, Compañías y Fondos de inversión mobiliaria, y Organismos Financieros Internacionales

Fuente: PAREJO GAMIR, J.A., RODRIGUEZ SAIZ, L., CUERVO, A., y CALVO, A.: "Manual de Sistema Financiero...", op.cit., pag. 149-

siguientes<sup>113</sup>:

a) Subasta diaria de préstamos de regulación monetaria, como instrumento para inyectar liquidez al sistema.

b) Subasta de CRM a tres meses, celebrada dos días antes del cierre de la decena para el cómputo del coeficiente de caja, de forma que las entidades podían ajustar sus excesos de liquidez.

c) Emisiones de CRM a plazos inferiores a tres meses, con el fin de evitar fluctuaciones intensas de los tipos de interés.

d) Ventanilla de última instancia, donde las entidades bancarias podían obtener liquidez a un tipo penalizado.

e) El coeficiente de caja, cuya nueva estructura básica se estableció en 1983. Analizaremos posteriormente con mayor profundidad dicha reforma.

#### D.- Período 1984-1987.

El esquema de control monetario establecido en

---

<sup>113</sup>Vid. SANZ, B. y VAL, M.: "Las técnicas de instrumentación...", op. cit., pág. 27.

1982 comenzó a provocar tensiones, como consecuencia de la centralización en el mercado de CRM de abultadas operaciones de drenaje, que presionaron al alza los tipos de interés de todo el sistema.

Así, en 1984 se sustituyeron los CRM por ventas temporales de pagarés del Tesoro de la cartera del Banco de España. Dichos pagarés se habían comenzado a emitir en octubre de 1980, para colaborar a la financiación del déficit público, con lo que a partir de 1984 pasan a emplearse también como instrumento de control monetario.

Se mantuvieron, a pesar de todo, los mismos plazos de emisión que los CRM:

-De forma regular, a tres meses (tres veces al mes).

-A plazos inferiores, en caso necesario.

La emisión era al descuento, al igual que los CRM, y se materializaban en anotaciones en cuenta.

Este sistema se completaba a través de operaciones de compraventa de pagarés del Tesoro con pacto de retrocesión a través de las Sociedades Mediadoras del Mercado de Dinero (SMMD), para modular

a corto plazo los tipos de interés.

En 1987, los pagarés del Tesoro fueron sustituidos por las Letras del Tesoro, debido al alejamiento de aquellos títulos respecto a los tipos de interés de mercado, como consecuencia de que quedaban como únicos valores fiscalmente opacos, tras la citada ley de 1985 de régimen fiscal de los activos financieros.

#### **E. La reforma de 1987.**

A mediados de 1987 se produjo una modificación importante en los instrumentos primarios del Banco de España, tras la reorganización de los mercados de deuda pública en torno a un Sistema de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado (SACDE)<sup>114</sup>.

El control de liquidez se articuló a través de los siguientes instrumentos:

- 1) Préstamos diarios de regulación monetaria al

---

<sup>114</sup>Para un análisis más detallado, vid. UBIRIA, S.: "La Central de Anotaciones y su operativa", Papeles de Economía Española, Suplementos sobre el Sistema Financiero nº 19, Madrid 1987 y SAEZ, F.: "El funcionamiento del mercado de deuda pública anotada en España", Banco de España, Servicio de Estudios, Documento de Trabajo nº 9212, Madrid 1992.

sistema bancario, adjudicados por el procedimiento de subasta.

2) Cesiones temporales a tres meses de letras del Tesoro, emitidas a un año, de la cartera del Banco de España.

3) Operaciones de mercado abierto, mediante compraventa de títulos de deuda pública.

4) Préstamos de apoyo en última instancia o "segunda ventanilla".

5) Préstamos con garantía exclusivamente personal, concedidos en circunstancias excepcionales.

6) El sistema se completaba con la exigencia de un coeficiente de caja, con carácter medio decenal, a la banca privada y a las cajas de ahorro<sup>115</sup>. Su nivel era, en ese momento, del 19,5%. Se remuneraban 17 puntos a un tipo inferior al del mercado, y los 2,5 puntos restantes no recibían remuneración alguna.

#### F- La reforma de 1990.

En marzo de 1990 va a realizarse de nuevo una

---

<sup>115</sup>Este coeficiente también era obligatorio para otros intermediarios, con características en parte diferentes.

amplia reforma desde el punto de vista de la instrumentación monetaria<sup>116</sup>. El origen de la misma habría que buscarlo en la fuerte reducción del coeficiente de caja desde el 17% hasta el 5% en dicho mes<sup>117</sup>. La consiguiente expansión en la liquidez del sistema fue compensada mediante la emisión de Certificados del Banco de España (CBEs), de suscripción obligatoria para las entidades obligadas a cubrir el citado coeficiente, remunerados a un tipo del 6%, inferior al del mercado, con una amortización escalonada, con vencimientos que se extienden desde marzo de 1993 hasta el año 2000.

Estos hechos trajeron consigo en efecto una serie de modificaciones relevantes en la instrumentación monetaria<sup>118</sup>:

1. Desaparecieron los préstamos de regulación

---

<sup>116</sup>A este respecto, vid. BANCO DE ESPAÑA: "Cambios en la instrumentación de la política monetaria", Boletín Económico, mayo 1990.

<sup>117</sup>La reducción del coeficiente de caja al 5%, así como su reforma, se realizó en la Circular del Banco de España nº 2/1990, de 27 de febrero.

<sup>118</sup>Vid. RODRIGUEZ SAIZ, L. y PAREJO GAMIR, J.A.: "La banca privada en España", Economistas nº 52-Extra, diciembre 91-enero 92, pág. 125.

diarios al sistema bancario, adjudicados por el procedimiento de subasta, siendo sustituidos por compras temporales a 10 días de CBEs a las entidades.

2. Se suprimieron las cesiones temporales a tres meses de letras del Tesoro de la cartera del Banco de España.

3. Se introduce la posibilidad de utilizar CBEs en las operaciones diarias de mercado abierto, además de la cartera de valores públicos.

Por lo tanto, la reducción del coeficiente de caja, junto a la emisión de CBEs en una cuantía importante, así como la utilización de estos últimos valores como instrumento de control monetario, permitió a la autoridad monetaria española solucionar el problema de la escasez de instrumentos, proporcionándole los ya citados que, con algún cambio, como ahora veremos, continúan vigentes, por lo que luego nos ocuparemos de su análisis más detallado.

#### G. La reforma de 1993.

La tormenta monetaria que se desencadenó en

Europa en el segundo semestre de 1992, y que continuó durante 1993, determinó un aumento de la incertidumbre de los agentes económicos sobre la evolución de los mercados financieros.

De ahí que a partir de febrero de 1993 el Banco de España modificase sus operaciones de intervención (mercado abierto) a un día, poniendo únicamente en conocimiento de los creadores de mercado la decisión de intervenir, sin anunciar el tipo de interés al que se iba a realizar la intervención.

Los agentes deben formular sus ofertas de cantidades y tipos, decidiendo el Banco de España cuándo cierra las operaciones.

Con esta reforma se pretende dotar al tipo diario de una mayor flexibilidad para afrontar situaciones cambiantes en los mercados monetarios y financieros, frente al tipo de intervención decenal, que refleja el sentido global de la política monetaria española<sup>119</sup>.

De esta forma, los instrumentos primarios de los

---

<sup>119</sup>Vid. SANZ, B. y VAL, M.: "Las técnicas de instrumentación...", op. cit., pág. 32.

que actualmente dispone el Banco de España podemos clasificarlos de la forma siguiente<sup>120</sup>:

1. Operaciones de mercado abierto. Pueden ser:

a. De carácter regular (períodos decenales): proporcionan el tipo de interés básico de orientación de la política monetaria y el grueso de la liquidez suministrada al sistema.

b. Operaciones diarias: Modulan las fluctuaciones de los tipos de interés de los mercados monetarios.

2. Préstamos contra póliza. Pueden ser utilizados:

a. Como instrumento complementario a las operaciones de intervención diarias, en cuyo caso no tienen carácter penalizador.

b. Como préstamos de última instancia, con carácter penalizador.

3. Acuerdos de compraventa con pacto de retrocesión, por períodos de hasta quince días, con CBEs y con títulos de deuda pública.

---

<sup>120</sup>A este respecto, vid. CUADRADO, P. y MELCON, C.: "La instrumentación de la política monetaria en...", op. cit., pág. 42.

Cuadro 2.9. Técnicas de instrumentación de la política monetaria en España.

Tipo de interés	Instrumento	Naturaleza de la operación	Función	Características
Tipo de la subasta de certificados del Banco de España (a)	Acuerdos con pacto de recompra de títulos (por periodos de 10 días)	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Operación de mercado abierto</li> <li>— Carácter regular (I)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Suministro regular de liquidez al sistema bancario (80 % aproximadamente)</li> <li>— Enviar una señal al mercado sobre la orientación de la política monetaria</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Frecuencia: decenal (el primer día del periodo de cumplimiento del coeficiente de caja)</li> <li>— Método: subasta de tipo de interés variable (no uniforme, modelo americano no uniforme, condicionado por los pagos de los bancos)</li> <li>— Títulos: certificados del BC, de negociación exclusivamente interbancaria o con el BC, en operaciones temporales o en firme, y vencimiento gradual desde el año 1993 al año 2000</li> </ul>
Tipo de intervención diaria	Acuerdos con pacto de recompra de títulos (a un día)	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Operación de mercado abierto</li> <li>— Carácter regular (I)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Ajustar necesidades de liquidez diarias del sistema bancario</li> <li>— Modular la evolución de los tipos de interés en el mercado interbancario, estabilizándolos en torno a los niveles deseados por el BC. Se intenta marcar una referencia a los tipos de interés del mercado, pero no enviar una señal sobre cambios en la política monetaria</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— A iniciativa del BC</li> <li>— Método: subasta de tipo de interés variable, modelo americano (no uniforme, condicionado por las pujas de los bancos), en la que se comunica oficialmente sólo el tipo de interés medio de las operaciones cruzadas y la liquidez global dada finalmente al sistema</li> <li>— Títulos: certificados del BC y títulos públicos (deuda pública a corto, medio y largo plazo)</li> </ul>
Tipo de los préstamos contra póliza	Préstamos con garantía (a muy corto plazo)	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Facilidad de crédito</li> <li>— Carácter regular (I)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Suministro marginal de liquidez al sistema, bien como complemento a las operaciones de intervención diaria, o bien, en algunos casos, asociado a préstamos de última instancia, en cuyo caso tienen carácter penalizador</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— A iniciativa de los bancos</li> <li>— Restricciones cuantitativas: 80 % de los recursos propios</li> <li>— Garantía: títulos públicos (del Tesoro o de entes públicos pagarés del Tesoro, cédulas de inversión, obligaciones del INI)</li> <li>— Estos préstamos son utilizados por los bancos para evitar descubiertos en cuenta en el BC al final de jornada o para cubrir el coeficiente de caja al final del periodo de cumplimiento. No constituye un instrumento importante ni por la función de su tipo de interés (no es utilizado como señal o indicador del tono monetario) ni como vía de suministro de liquidez</li> </ul>

(a) Tipo de interés básico de la política monetaria.  
(I/VD) Instrumento de inyección/drenaje de liquidez.

4. Préstamos de apoyo a la liquidez, con garantía personal.

5. Swaps con divisas.

6. Coeficiente legal de caja.

En el cuadro 2.9 aparecen recogidos resumida y esquemáticamente los principales instrumentos primarios utilizados por el Banco de España. En él se reflejan la naturaleza de la operación, su función, sus características y el tipo de interés ligado a la misma.

Vamos sin embargo nosotros a analizar ahora con mayor detalle, como antes dijimos, cada uno de estos instrumentos de política monetaria utilizados actualmente en España.

#### 2.3.4.2. El coeficiente de caja.

La estructura básica actual del coeficiente de caja en España tiene su origen en la Ley 26/1983, de 26 de diciembre, la cual en su artículo 1 autoriza al Ministerio de Economía y Hacienda a imponer a los

intermediarios financieros un coeficiente de caja, con objeto de controlar el proceso de creación de dinero y activos líquidos.

Tanto los activos como los pasivos computables a efectos del coeficiente de caja serán determinados por el Ministerio de Economía y Hacienda<sup>121</sup>.

Asimismo, se estableció un límite máximo de los coeficientes de caja del 20% de los saldos computables<sup>122</sup>. Este límite fue modificado posteriormente por la Ley de Presupuestos para 1990, que situó el tope máximo en el 7%, reducido al 5% por la Ley 13/1994, de Autonomía del Banco de España.

En el art. 6 de la mencionada Ley 26/1983, se atribuye al Banco de España la competencia para fijar los niveles del coeficiente de caja, por debajo del tope máximo señalado por la Ley, así como los métodos para su cómputo.

Esta norma general fue inicialmente desarrollada

---

<sup>121</sup>Artículos 3 y 4 de la Ley 26/1983, de 26 de diciembre.

<sup>122</sup>Art. 5 de la mencionada Ley 26/83.

por la Orden Ministerial de 26 de diciembre de 1983<sup>123</sup>, modificada por la Orden de 29 de enero de 1992, y también por diversas Circulares del Banco de España<sup>124</sup>.

De esta forma, la estructura actual del coeficiente de caja en España queda establecida de la siguiente manera:

1. Quedan sometidas al coeficiente de caja<sup>125</sup> las siguientes entidades:

a. La banca privada (incluido el Banco Exterior).

b. Cajas de Ahorro Confederadas, CECA y Caja Postal.

c. Cooperativas de crédito.

d. Sociedades Mediadoras en el Mercado de

---

<sup>123</sup>Dicha Orden fue ampliada por las Ordenes Ministeriales de 21 de febrero de 1990 y de 24 de septiembre de 1990.

<sup>124</sup>Podemos citar las siguientes Circulares del Banco de España:

- nº 5/1992, de 30 de enero.
- nº 6/1992, de 28 de febrero.
- nº 9/1992, de 26 de mayo.
- nº 9/1993, de 28 de junio.
- nº 10/1993, de 17 de septiembre.

<sup>125</sup>Norma 1ª de la Circular del Banco de España nº 2/90, de 27 de febrero.

Dinero.

- e. Sociedades de crédito hipotecario.
- f. Entidades de financiación.
- g. Sociedades de arrendamiento financiero.
- h. Entidades oficiales de crédito (BCA, BHE, y BCL)<sup>126</sup>.

2. En cuanto a los activos computables, la norma 2ª de la Circular del Banco de España 2/1990, de 27 de febrero, dispone que estarán formados por la respectiva cuenta corriente de las Entidades en el Banco de España.

3. Por lo que respecta a los pasivos, hay que distinguir en función de las entidades obligadas<sup>127</sup>:

a. Bancos privados y públicos, Cajas y Cooperativas:

- Acreedores, sectores residentes: cuentas

---

<sup>126</sup>Se extiende a estas últimas entidades el coeficiente de caja por el Real Decreto 527/1992, de 22 de mayo, desarrollado por la Circular del Banco de España nº 10/92, de 26 de mayo.

<sup>127</sup>Norma 4ª de la Circular del Banco de España nº 2/90, modificada por la Norma 1ª de la Circular del B.E. nº 5/92, de 30 de enero.

corrientes, cuentas de ahorro, imposiciones a plazo, participaciones de activos, cesión temporal de activos<sup>128</sup> y acreedores por valores.

- Empréstitos y otros valores negociables.

- Avales prestados a pagarés de empresa.

- Efectos redescontados o endosados.

- Financiaciones subordinadas.

- Pasivos en pesetas de no residentes.

b. Sociedades Mediadoras del Mercado de Dinero.

- Cesiones temporales de activos al sector privado (sin incluir la Deuda Pública anotada).

- Títulos redescontados o endosados.

- Depósitos a plazo.

- Saldos transitorios de la clientela.

c. Sociedades de Crédito Hipotecario, Entidades de Financiación y Sociedades de Arrendamiento Financiero.

- Depósitos a plazo.

- Cesión temporal de activos (sin incluir la Deuda Pública anotada).

---

<sup>128</sup>Se excluyen de la cesión temporal de activos las cesiones temporales de deuda del Estado anotadas.

- Participaciones hipotecarias.
- Empréstitos y otros valores negociables.
- Financiación subordinada.
- Efectos redescontados o endosados.
- Pasivos en pesetas de no residentes.

Como se ha señalado anteriormente, el Banco de España es competente para fijar el coeficiente de caja, con el límite máximo establecido por el Ministerio de Economía y Hacienda.

En virtud de estas atribuciones, se ha dictado la Circular nº 10/1993, de 17 de septiembre, según la cual el nivel del coeficiente de caja queda hoy fijado en el 2% de los recursos computables, sin remunerar.

El cálculo del coeficiente se realizará con carácter decenal, incluyendo domingos y festivos, para la banca privada y pública y cajas de ahorro, y mensual para el resto de entidades obligadas<sup>129</sup>.

La posible utilización del coeficiente de caja como instrumento primario de política monetaria

---

<sup>129</sup>Norma 6ª de la Circular del B.E. nº 2/1990. Las cooperativas de crédito que lo deseen podrán, no obstante, cubrir decenalmente este coeficiente.

presenta un inconveniente insalvable: su discontinuidad.

Los cambios frecuentes en dicho coeficiente generarían una notable incertidumbre en las entidades obligadas, que se verían forzadas a establecer excedentes de liquidez por encima de sus verdaderas necesidades, con la consiguiente pérdida de rentabilidad.

Este hecho ha determinado básicamente que el Banco de España haya renunciado a utilizarlo como instrumento primario, fijando un nivel mínimo del 2%<sup>130</sup>.

Por su parte, la Ley de Autonomía del Banco de España de junio de 1994 establece, en su artículo 9.2, los puntos básicos de la nueva regulación legal del coeficiente de caja, en línea con la del 93. Las características fundamentales de la misma son las siguientes:

- 1) La cuantía de los fondos inmovilizados por el

---

<sup>130</sup>Para un excelente análisis de la situación y perspectivas de este instrumento monetario en el marco de la U.E., vid. SANTOS, R.: "Coeficiente de caja y proceso de unión monetaria: algunas reflexiones", Banco de España, Boletín Económico, septiembre de 1993, págs. 11-19.

coeficiente no podrá ser superior al 5%, como ya dijimos.

2) El Banco de España, por debajo de ese tope máximo, podrá establecer la cuantía que considere necesaria, pudiendo ser un coeficiente único o diferenciado para las distintas clases de operaciones.

3) Los fondos inmovilizados se materializarán en depósitos en el Banco de España o, en su caso, en instrumentos emitidos por el propio Banco para detraer liquidez.

4) En la base de cálculo del coeficiente sólo se integrarán los recursos ajenos de las entidades de crédito, si bien los elementos a incluir en dicha base, método de cálculo y periodicidad, serán establecidos discrecionalmente por el Banco de España.

2.3.4.3. La subasta decenal de Certificados del Banco de España o de Deuda Pública.

La ya citada reforma del coeficiente de caja de 1990, conjuntamente con la emisión de Certificados del Banco de España para compensar la liberación de liquidez derivada de la reducción del mencionado coeficiente, supuso un importante cambio en el procedimiento operativo seguido por el Banco de España.

La emisión de estos títulos permitió al Banco de España regular la liquidez a través de operaciones de mercado abierto, imposibles de realizar con anterioridad por la escasez de deuda pública en las carteras de las entidades de crédito.

A partir del 14 de mayo de 1990 el Banco de España empezó pues a realizar operaciones de carácter regular para establecer un nivel estable de liquidez para toda la decena de cómputo del coeficiente legal de caja, para evitar las tensiones en los tipos diarios del mercado interbancario que se habrían

producido de continuar el sistema anterior de subasta de préstamos de regulación monetaria<sup>131</sup>.

El procedimiento elegido por el Banco de España para realizar dichas operaciones fue la convocatoria de subastas competitivas de adquisición temporal de CBEs o de deuda pública en poder del sistema bancario, con compromiso de reventa.

La función de dichas operaciones es suministrar regularmente liquidez al sistema bancario, así como enviar una señal al mercado sobre la orientación de la política monetaria<sup>132</sup>.

La frecuencia de las subastas es decenal. Antes del inicio de cada decena legal de cómputo del coeficiente de caja, el Banco de España calcula cuáles son las necesidades de liquidez del sistema

---

<sup>131</sup>vid. ESCRIVA, J.L. y MALO DE MOLINA, J.L.: "La instrumentación de la política...", op. cit., pág. 37.

<sup>132</sup>A través de este instrumento se suministra actualmente en torno al 80% de la liquidez al sistema bancario. A este respecto, vid. CUADRADO, P. y MELCON, C.: "La instrumentación de la política...", op. cit., pág. 41.

bancario en ese período<sup>133</sup>.

Tras el cierre de los mercados monetario y de deuda, el último día de la decena de cómputo del coeficiente de caja, los bancos privados, cajas de ahorro y cooperativas de crédito sujetas a cómputo decenal del citado coeficiente, realizan sus solicitudes de liquidez al Banco de España a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero (STMD), entre las 13:30 y las 14:00 horas<sup>134</sup>.

Estas peticiones reflejarán el importe efectivo total que cada entidad desea percibir mediante la venta, con pacto de recompra, de CBEs o de deuda pública.

Las condiciones de dichas solicitudes serán las siguientes:

1. El importe mínimo de la misma será de 100

---

<sup>133</sup>Para un análisis detenido de la operativa de estas subastas, vid. PAREJO GAMIR, J.A., CUERVO, A., RODRIGUEZ SAIZ, L. y CALVO, A.: Manual de Sistema Financiero...", op. cit., págs. 132-133.

<sup>134</sup>No obstante, aquellas entidades que están conectadas informáticamente con el Banco de España, podrán realizar por ordenador sus ofertas, desde las 13:30 horas del último día de la decena de cómputo del coeficiente de caja hasta las 8:15 de la mañana siguiente.

millones de pesetas.

2. Las peticiones deberán ser múltiplos de 1 millón.

3. Deben expresar el tipo de interés al que están dispuestos a tomar prestado, el cuál se expresará en 1/20 de punto.

La resolución de estas subastas decenales se realiza al día siguiente de las mismas, a las 9:30 horas.

Dicha resolución puede realizarla el banco central español en función del tipo de interés o en función de la cantidad.

Sin embargo, el Banco de España determina normalmente el tipo de interés al cual adjudica la subasta, teniendo en cuenta que dicho tipo proporciona al mercado la referencia básica del tono que el Banco emisor trata de imprimir a la política monetaria.

No obstante, si la autoridad monetaria trata de evitar excesos en las cantidades adjudicadas, el Banco puede recurrir al prorrateo, provocando entonces cierta tensión en los tipos de interés del

mercado de dinero.

A través de los movimientos del tipo marginal de la subasta decenal de CBEs, las autoridades monetarias transmiten señales estables sobre el sentido de la política monetaria que pretenden instrumentar, condicionada por el objetivo de estabilidad cambiaria.

Las elevaciones del mencionado tipo muestran un mayor grado de rigor de la política monetaria y, por el contrario, recortes del mismo suponen una actitud menos restrictiva de las autoridades<sup>135</sup>.

La Ley de Autonomía del Banco de España recoge, por último, en este sentido, en su artículo 9.1, al regular la instrumentación de la política monetaria, la posibilidad del banco emisor español de operar en los mercados financieros, comprando y vendiendo al contado, a plazo o con pacto de recompra, valores y otros instrumentos financieros, denominados en cualquier moneda o unidad de cuenta.

---

<sup>135</sup>vid. EZQUIAGA, I. y FISICO, J.M.: "Las intervenciones del Banco de España", Diario "El País", 21 de febrero de 1993.

2.3.4.4.- Las operaciones diarias de mercado abierto.

Para lograr el ajuste diario de los tipos de interés a corto plazo a la senda de referencia establecida para los mismos al comienzo de la decena, así como para suministrar la liquidez necesaria a las entidades de crédito para cubrir la demanda de activos de caja<sup>136</sup>, el Banco de España realiza operaciones diarias de mercado abierto mediante compraventas temporales de CBES o de deuda pública, a través de los creadores de mercado, con vencimiento a un día<sup>137</sup>.

Cuando el Banco emisor español decide intervenir

---

<sup>136</sup>Normalmente, las cantidades adjudicadas en la subasta decenal no suelen ser suficientes para cubrir las necesidades de liquidez de las entidades de crédito.

<sup>137</sup>Vid. PAREJO GAMIR, J.A., CUERVO, A., RODRIGUEZ SAIZ, L. y CALVO, A.: "Manual de Sistema Financiero...", op. cit., pág. 133.

en el mercado mediante operaciones a un día<sup>138</sup>, en función de la evolución de los tipos de interés y de la liquidez del sistema, lo pone en conocimiento únicamente de los creadores de mercado, sin anunciar el tipo de interés al que se realizará la intervención.

Estas intervenciones diarias no son anunciadas previamente, pudiendo intervenir a lo largo del día, a distintos tipos. Este sistema está vigente desde el 22 de enero de 1993.

Las intervenciones diarias del Banco de España, tanto de inyección como de drenaje de liquidez, están encaminadas a gestionar la liquidez del sistema bancario y los tipos de interés que aplica el banco central están sujetos a una mayor variabilidad, ligados a la situación tanto cambiaria como monetaria del más corto plazo<sup>139</sup>.

De todas formas, el hecho de conocerse a

---

<sup>138</sup>La operativa de estas intervenciones a un día se modificó en febrero de 1993, en el sentido que ya explicamos anteriormente.

<sup>139</sup>Vid. EZQUIAGA, I. y FISICO, J.M.: "Las intervenciones del Banco...", art. cit., pág. 33.

posteriori el volumen de liquidez inyectado y/o drenado, así como el tipo medio de las intervenciones, sin desagregar entre CBEs y deuda, genera unas señales menos claras acerca del rigor de las autoridades monetarias en la gestión de la liquidez diaria y de los tipos de interés a muy corto plazo.

2.3.4.5.- Sistema de apoyo en última instancia:  
la "segunda ventanilla".

El cambio en las intervenciones diarias por parte del Banco de España desde enero de 1993 ha incidido, además, dada la desigual distribución entre las entidades tanto de la liquidez global como las carteras totales de deuda, en que el banco central tenga que inyectar liquidez adicional a través de la vía extraordinaria de préstamos en última instancia.

Estos préstamos pueden ser de diversos tipos<sup>140</sup>:

1. Préstamos contra póliza. Pueden utilizarse:

a. Como instrumento complementario a las operaciones de intervención diaria, en cuyo caso no tienen un carácter penalizador.

b. Como préstamo en última instancia, sobre los que el Banco de España establece un tipo de interés penalizador.

Estos préstamos se conceden a iniciativas de las entidades bancarias. Se establece sobre los mismos una restricción cuantitativa: no pueden exceder del 80% de los recursos propios.

Las entidades bancarias han de garantizar estas operaciones con títulos públicos<sup>141</sup>.

Estos préstamos son utilizados por los bancos para evitar descubiertos en su cuenta en el Banco de España al final de la jornada, o para cubrir el

---

<sup>140</sup>Vid. SANZ, B. y VAL, M.: "Las técnicas de instrumentación...", op. cit., págs. 32-33.

<sup>141</sup>Los títulos pueden haber sido emitidos por el Tesoro o por entes públicos: pagarés del Tesoro, cédulas de inversión, obligaciones del INI, etc.

coeficiente de caja al final del período de cómputo.

No constituye un instrumento importante, ni por la función de su tipo de interés, ya que no es utilizado como señal o indicador del tono de la política monetaria, ni como vía de suministro de liquidez<sup>142</sup>.

2. Préstamos de apoyo a la liquidez con garantía personal, con un coste todavía más elevado para la entidad.

---

<sup>142</sup>Vid. CUADRADO, P. y MELCON, C.: "La instrumentación de la política...", op. cit., pág. 42.

## CAPITULO 3

# LA POLITICA MONETARIA EN FRANCIA

## CAPITULO 3.- LA POLITICA MONETARIA EN FRANCIA.

3.1. El Banco de Francia y la política monetaria francesa.

3.2. Los objetivos últimos de la política monetaria francesa.

3.3. Los agregados monetarios en Francia.

3.4. La aplicación de la política monetaria francesa.

3.4.1. La elección del objetivo intermedio.

3.4.2. La variable operativa.

3.4.3. El mecanismo de transmisión de la política monetaria francesa.

3.4.4. Los instrumentos primarios.

3.4.4.1. Clasificación.

3.4.4.2. El sistema de reservas obligatorias.

3.4.4.3. Intervenciones del Banco de Francia en el mercado interbancario.

3.4.4.4. Operaciones de mercado abierto en sentido estricto.

3.1.- El Banco de Francia y la política monetaria francesa.

El Banco de Francia fue creado el 18 de enero de 1800, y nacionalizado posteriormente por la Ley de 2 de diciembre de 1945. En 1973 se aprueban los Estatutos por los que había de regirse dicha institución, adaptando la estructura del banco central francés a la evolución del entorno económico y financiero, precisando las relaciones entre el Banco de Francia y el Estado.

Precisamente en el artículo 1º de la Ley 7/73, que aprobó estos estatutos, se le definía como "la institución que, en el marco de la política económica y financiera de la nación, recibe del Estado la misión general de vigilar la moneda y el crédito. A estos efectos, cuida del buen funcionamiento del sistema bancario".

El artículo 4º de la citada norma establecía además la contribución del instituto emisor francés

a la preparación y aplicación de la política monetaria, según las directrices establecidas por el Gobierno. Al mismo tiempo, se le reconocía la competencia para regularizar las relaciones entre el franco francés y las divisas extranjeras y administrar las reservas exteriores del país.

No obstante, en diciembre de 1993 se aprobó la Ley nº 1444, de Autonomía del Banco de Francia, norma que ha introducido todos los compromisos asumidos por Francia en el Tratado de Maastricht, relativos a la independencia de los bancos centrales de los países de la CE<sup>1</sup>.

En la mencionada Ley de Autonomía se recogen cinco principios básicos para garantizar la independencia efectiva del banco central francés<sup>2</sup>:

1. El Banco de Francia es el encargado de definir la política monetaria. Para ello, determinará

---

<sup>1</sup>Vid. GOODHART, C. y VIÑALS, J.: "Strategy and tactics of monetary policy: examples from Europe and the Antipodes", Banco de España, Servicio de Estudios, Documento de Trabajo nº 9425, Madrid 1994, pág. 9.

<sup>2</sup>Vid. TRICHET, J.C.: "La Banque de France et son nouveau statut", ECU nº 27, Bruselas 1994, pág. 45.

los objetivos de dicha política. Por lo tanto, su papel ya no está limitado exclusivamente a la aplicación de la política monetaria, como establecía la ley de 1973.

2. La ley de Autonomía establece un objetivo prioritario a lograr por la política monetaria, que deberá tenerse en cuenta por el Banco de Francia con independencia de cuáles sean las demás circunstancias económicas: la estabilidad de los precios<sup>3</sup>.

3. La independencia se ve reforzada por la colegialidad de sus órganos de gobierno: el nuevo Consejo de Política Monetaria está expresamente investido de la responsabilidad de definir la política monetaria<sup>4</sup>.

4. Para asegurar su autonomía, se prohíbe a los miembros del Consejo de Política Monetaria solicitar o aceptar instrucciones del gobierno o de cualquier otra institución<sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup>Artículo 1º de la Ley 1444/93, de Autonomía del Banco de Francia.

<sup>4</sup>Artículo 7.1.

<sup>5</sup>Artículo 1.2.

5. Se prohíbe la financiación de las Administraciones Públicas por el Banco de Francia, de conformidad con lo establecido en el artículo 104 del Tratado de Maastricht.

De esta forma, y a la vista de los anteriores principios, puede concluirse que el Banco de Francia es la autoridad máxima a la hora de diseñar, decidir y aplicar la política monetaria en este país.

En cuanto a los órganos de gobierno del banco central francés, son los siguientes:

1. El Gobernador, apoyado por dos subgobernadores, nombrado por el Gobierno, por un período de 6 años, renovable una vez, y cuyas funciones, en el campo de la política monetaria, son las siguientes:

a. Ostentar la representación del Banco de Francia frente a terceros (FMI, Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales de la CE, etc.)

b. Presidir el Consejo General.

c. Decidir las intervenciones del Banco de Francia en los diversos mercados.

2. El Consejo General del Banco de Francia, que está formado por el Gobernador, los dos Subgobernadores y diez Consejeros.

Su función principal es la gestión del banco central francés: personal, presupuesto del banco, aprobación de las cuentas y balances, etc<sup>6</sup>.

3. El Consejo de Política Monetaria, formado por nueve miembros:

-El gobernador y los subgobernadores.

-Seis miembros elegidos conjuntamente por los Presidentes de la Asamblea Nacional, el Senado y el Consejo Económico y Social, entre personas de reconocido prestigio en el ámbito económico y monetario.

El Consejo de Política Monetaria se renueva por tercios, cada tres años.

En cuanto a sus funciones principales, son las recogidas en el artículo 1º de la ley de Autonomía del Banco de Francia, esto es, la definición y aplicación de la política monetaria.

---

<sup>6</sup>Las funciones del Consejo de Gobierno están establecidas en el artículo 11 de la ley de Autonomía del Banco de Francia.

Dentro del organigrama general del Banco de Francia, es necesario también hacer mención al Comité de Dirección, órgano interno encargado de coordinar las actuaciones de los distintos departamentos en que se encuentra distribuido el instituto emisor francés.

Está formado por el Gobernador, los Subgobernadores, los directores generales del Banco, el director general de la Secretaría General de la Comisión Bancaria, el secretario general del Consejo Nacional del Crédito y el del Comité de Reglamentación Bancaria, así como otros cuatro altos cargos del Banco de Francia<sup>7</sup>.

Señalemos también, por último, en este apartado introductorio, que los instrumentos y las reglas de la política monetaria francesa son definidos fundamentalmente a través de las Instrucciones

---

<sup>7</sup>Para un análisis más detenido de estos órganos y sus funciones, en especial las relacionadas con la supervisión y vigilancia de las entidades de crédito, vid. BANQUE DE FRANCE: "La Banque de France: Son histoire, son organisation, son rôle", París 1991, págs. 11-14 y 21-37; PAREJO GAMIR, J.A., CALVO, A. Y PAUL, J: "El sistema financiero en los países de la CE", Ed. AC, Madrid 1993, págs. 5-13; RAYMOND, R.: "Les institutions monétaires en France", PUF, París 1986, pág. 49 y ss., y GUALANDRI, E.: "Sistema finanziario e normativa di vigilanza: Gran Bretagna, Francia e Italia", Giuffré, Milán 1987, págs. 111-117.

dictadas por el Banco de Francia en al ámbito de sus competencias. Junto a dichas normas, conviene destacar la importancia de las disposiciones sobre política crediticia emanadas del Comité de Reglamentación Bancaria, organismo dependiente del Ministerio de Economía, Finanzas y Presupuesto, y que de alguna forma pueden suponer una limitación a la independencia del banco central francés<sup>8</sup>. No obstante, la propia Ley de Autonomía del Banco de Francia, al reafirmar el papel del instituto emisor en la supervisión del sistema bancario, señala que el gobernador mantendrá una estrecha relación de trabajo con el Comité de Reglamentación Bancaria, del cual es miembro.

---

<sup>8</sup>La "Ley bancaria" francesa de 24 de enero de 1984 le atribuye, en su artículo 30, la competencia para elaborar la normativa aplicable a los establecimientos de crédito, en el marco de las orientaciones definidas por el Gobierno, disponiendo de poderes muy amplios para asegurar su buen funcionamiento, su seguridad y las condiciones de su vigilancia. Por lo que respecta a la política monetaria, la citada ley de 1984 le atribuye también la definición de los instrumentos y las normas de la política crediticia, sin perjuicio de las competencias atribuidas al Banco de Francia por su Ley de Autonomía. Para un análisis más detenido de los objetivos y principios que guían su actuación, vid. COMITE DE REGLAMENTACION BANCARIA: "Rapport 1990", París 1991.

### 3.2.- Los objetivos últimos de la política monetaria francesa.-

Los objetivos finales de toda política económica y, por lo tanto, también de la política monetaria, suponen la realización del con frecuencia denominado "cuadrado mágico": la estabilidad de los precios, el equilibrio exterior, el pleno empleo y el crecimiento económico, todos ellos objetivos últimos tradicionalmente de la política aplicada por el Banco de Francia<sup>9</sup>.

Sin embargo, hoy día la política monetaria francesa está orientada fundamentalmente hacia el logro de la estabilidad monetaria a medio y largo plazo<sup>10</sup> y, en definitiva:

- a) Pretende alcanzar la estabilidad de precios.
- b) Como consecuencia de lo anterior, preservar

---

<sup>9</sup>Vid. BANQUE DE FRANCE: "La Banque de France: Son histoire, son...", op. cit., pág. 16.

<sup>10</sup>Vid. LAROSIERE, J.: "How has monetary policy influenced the French economy?", Central Banking, vol. II, nº 4, Londres, primavera de 1992, págs. 14-15.

el poder de compra del franco francés<sup>11</sup>.

Esa estabilidad monetaria tiene una doble vertiente<sup>12</sup>:

1) Una vertiente interna. Francia tiene una larga tradición de una fuerte expansión monetaria, que ha facilitado el funcionamiento de la economía, pero que ha generado inflación. De ahí la necesidad de limitar la expansión monetaria.

2) Una vertiente externa. El segundo imperativo de la política monetaria francesa consiste en limitar el déficit por cuenta corriente exterior.

Todo ello explica el hecho de que la dirección de la política monetaria francesa haya sido en los últimos años establecida por el Banco de Francia, en estrecha relación con el Ministerio de Economía, como parte de una estructura presupuestaria global, con el objetivo de mantener el equilibrio interno y el externo a través de la estabilidad de los precios y

---

<sup>11</sup>Vid. FRANÇOIS, G.: "La politique monétaire française en question", La Revue Banque n° 522, París, diciembre 1991, págs. 1106-1108.

<sup>12</sup>Vid. PATAT, J.P.: "La politique monétaire", La Revue Banque n° 514, París, marzo 1992, pág. 241.

el equilibrio de la balanza de pagos<sup>13</sup>.

La Ley de Autonomía del Banco de Francia, a la que antes hemos hecho referencia, ha establecido sin embargo como objetivo prioritario del Banco de Francia asegurar la estabilidad de los precios<sup>14</sup>, sin aceptar instrucciones del gobierno, e incluso con independencia de cualquier otra circunstancia, con el fin de aumentar la credibilidad del banco central francés frente a los agentes económicos y los mercados financieros nacionales e internacionales<sup>15</sup>.

---

<sup>13</sup>Así, los Informes anuales del Banco de Francia, hasta 1991 denominados "Compte Rendu", y a partir de 1992 "Rapport", incluyen un Cuadro resumen de la política de objetivos monetarios y sus resultados. En dichos cuadros aparecen recogidas las previsiones del Banco de Francia, junto con las proyecciones del Gobierno en la Ley de Presupuestos, y los resultados efectivos, de las siguientes variables:

-Crecimiento del PIB real.

-Deflactor del PIB.

-Expansión del agregado monetario elegido como objetivo intermedio de su política monetaria.

Junto a estas variables fundamentales, aparece reflejada la evolución de otros indicadores de su política monetaria:

-Expansión de otros agregados monetarios.

-Expansión del Crédito Interno.

-Velocidades medias de circulación de los distintos agregados monetarios.

<sup>14</sup>Artículo 1.1 de la citada Ley.

<sup>15</sup>vid. TRICHET, J.C.: "La Banque de France et son nouveau ...", op. cit., pág. 27 y GOODHART, C. y VIÑALS, J.: "Strategy and tactics of monetary policy...", op. cit., págs. 13-16.

Podemos ver la evolución reciente de los objetivos últimos de la política monetaria francesa en el Cuadro 3.1.

**CUADRO 3.1** Evolución de los objetivos últimos de la política monetaria francesa en el período 1987-1993

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994 (1)
IPC (tasa de var.)	3,1	3,1	3,6	3,4	3,1	2,8	2,1	1,7
Tasa de paro	10,5	10	9,4	9	9,6	10,2	11,7	12,3
Tasa aumento del PIB	2,3	4,2	3,9	2,8	1,2	1,3	-0,9	1,8
Superávit/déficit balanza corriente (2)	-0,8	-0,8	-0,6	-1,3	-0,6	0,3	0,9	1,4

(1) Los datos referentes a 1994 corresponden a la tasa interanual a 30 de octubre de 1994.

(2) En % del PIB

Fuente: Banque de France, "Compte Rendu", diversos ejercicios; FMI, "Estadísticas Financieras Internacionales"; Banco Central Hispano, "Pulso Económico", diversos informes mensuales y elaboración propia.

Del análisis de los datos en él recogidos podemos comprobar, en primer lugar, la satisfactoria evolución experimentada por los precios internos (IPC) en el período considerado, consecuencia inmediata en gran medida de la notable restricción en la expansión monetaria. En 1994 vuelven a confirmarse

las buenas expectativas en la evolución de los precios, situándose la tasa de inflación anual acumulada en agosto de dicho año en el 2,7%, que según las estimaciones de la OCDE puede situarse en el 1,7% para final de año, con una proyección para 1995 del 1,4%<sup>16</sup>.

En segundo lugar, por lo que respecta al crecimiento económico, hay que señalar que a partir de 1991 empezó a producirse una caída importante en la tasa de crecimiento del PIB, derivada básicamente de una importante caída en la inversión desde 1990. En este sentido, las autoridades económicas francesas determinaron la necesidad de provocar una disminución de los tipos de interés para estimular la producción, bajada de tipos que se produjo en octubre de 1991<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup>Vid. OCDE: "Perspectives Economiques de l'OCDE", París, junio 1994. Asimismo vid. las proyecciones macroeconómicas efectuadas por el BANCO CENTRAL HISPANO: "Pulso Económico", Servicio de Estudios, octubre 1994.

<sup>17</sup>Así, se produjo una bajada de los dos tipos "oficiales" del Banco de Francia:

-El 17 de octubre se redujo el tipo de interés de las operaciones permanentes con pacto de retrocesión de 5 a 10 días del 10% al 9,75%.

-El 18 de octubre se redujo el tipo de interés de las operaciones con pacto de retrocesión con petición de ofertas del 9% al 8,75%.

La disminución progresiva de ambos tipos (de los

Sin embargo, las presiones inflacionistas surgidas en Alemania tras la reunificación<sup>18</sup>, generaron una fuerte inconsistencia entre el sentido de la política monetaria alemana, fuertemente restrictivo al objeto de frenar esas tensiones, y la política monetaria francesa, que pretendía provocar una reducción de tipos de interés para reanimar la economía, lo que se tradujo en un período de tensión en el SME, por la ausencia de mecanismos de coordinación suficientemente sólidos<sup>19</sup>.

Esta inconsistencia entre el objetivo interno y externo de la política monetaria francesa se corrigió a través de la aplicación de una fuerte restricción

---

que nos ocuparemos en el apartado 3.4.4) se había venido produciendo desde abril de 1990, donde el primero de los tipos "oficiales" mencionados estaba situado en un 10,75%, y el segundo en el 10%. A este respecto vid. BANQUE DE FRANCE: "Compte Rendu 1991", París 1992.

<sup>18</sup>El análisis de dichas tensiones ya ha sido realizado en el Capítulo 1 de nuestra Tesis, dedicado a la política monetaria en Alemania, como se recordará.

<sup>19</sup>Vid. GALINDO, M.A y ALGARRA, A.: "La política monetaria en la CE: Evolución y perspectivas", Revista de Economía Aplicada e Historia Económica nº 2/1992, UNED, págs. 138-139.

monetaria a finales de 1991<sup>20</sup>.

Esta situación volvió a repetirse no obstante en la segunda mitad de 1992, con fuertes tensiones monetarias en toda la CE, como es sabido, que afectaron notablemente al tipo de cambio del franco francés, y que concluyeron en el mes de agosto de 1993 con la ampliación de las bandas de fluctuación dentro del mecanismo de cambios del SME al +/-15%<sup>21</sup>.

Tras esta situación adversa respecto a la expansión del PIB, que ha llegado a situarse en una tasa negativa del 0,7% en 1993, y una tasa de paro de casi el 12% en dicho año, se contempla en 1994 una reactivación de la actividad económica, con las expectativas favorables que proporciona la estabilidad de precios alcanzada.

Dicha estabilidad de precios ha contribuido

---

<sup>20</sup>Dicha política generó una subida del tipo de interés de las operaciones permanentes con pacto de retrocesión de 5 a 10 días hasta el 10,5% el 23 de diciembre de 1991, y del tipo de las operaciones con petición de ofertas hasta el 9,60% en esa misma fecha. Este aumento provocó el fin de las tensiones en el SME.

<sup>21</sup>A este respecto, y para un mayor detalle, vid. BANCO DE ESPAÑA: "La crisis del S.M.E.", Boletín Económico, Madrid, enero 1993.

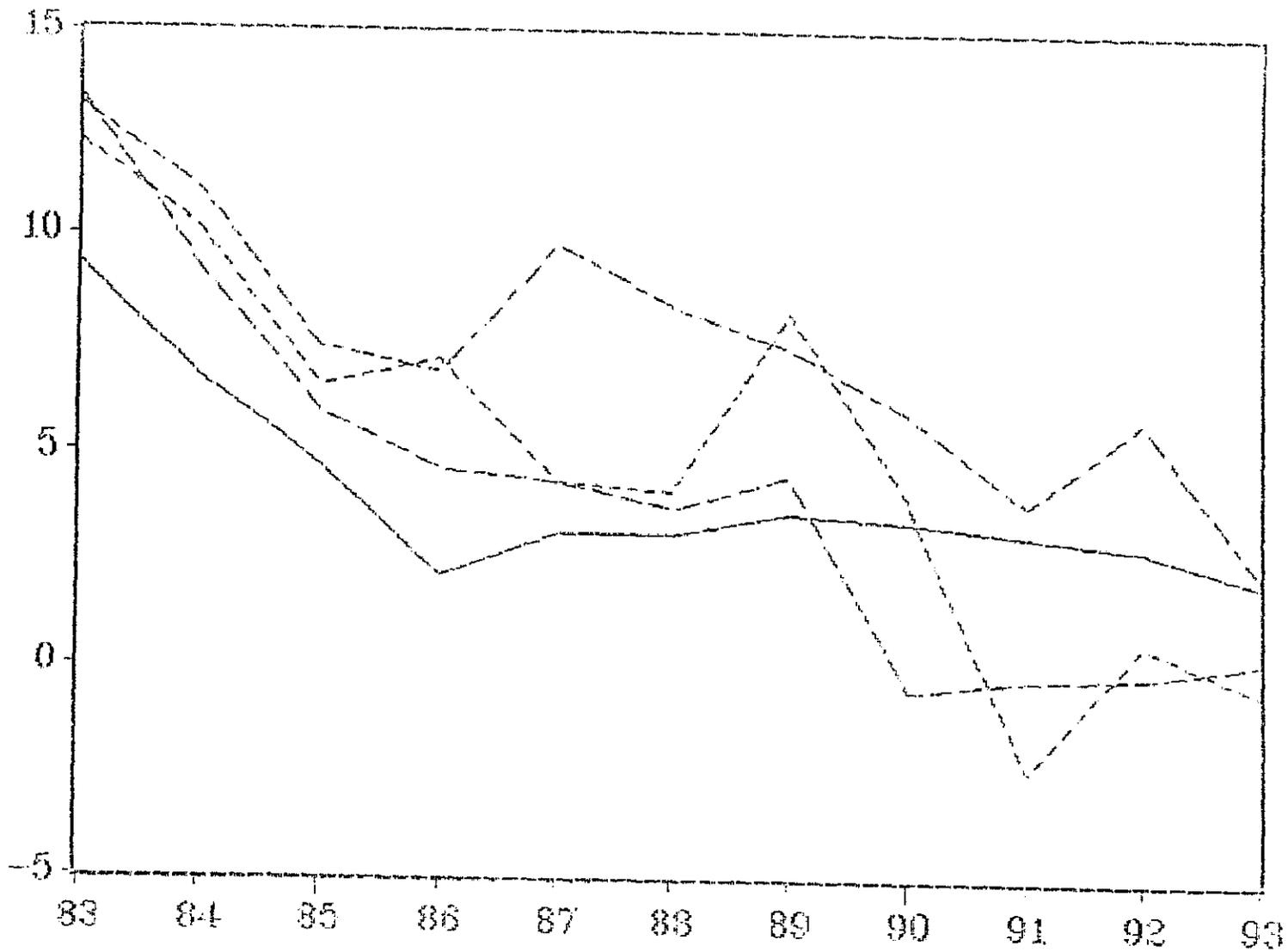
también a conseguir mejoras en la competitividad de la economía francesa, que junto con la evolución del franco francés dentro de la banda del +/-15% establecida en el SME tras la "tormenta monetaria", de 1993, han permitido a Francia mejorar notablemente los saldos de sus balanzas comercial y corriente<sup>22</sup>.

Por último, podemos analizar la relación entre la evolución de los precios y la de los principales agregados monetarios en el gráfico 3.1, donde se puede ver la evolución del IPC francés y de los agregados M1, M2 y M3. En él podemos observar la fuerte relación que existe entre la evolución del IPC y los agregados M2 y M3, y una mayor inestabilidad respecto a M1. Posteriormente analizaremos la elección de M3 como objetivo intermedio de la política monetaria francesa.

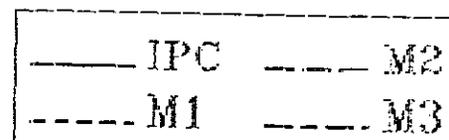
---

<sup>22</sup>A este respecto, vid. BANQUE DE FRANCE: "Rapport 1993", París 1994. También vid. BANCO DE ESPAÑA: "Informe Anual 1993", Madrid 1994, págs.33-36.

GRAFICO 3.1.- EVOLUCION DE LA TASA DE CRECIMIENTO DEL IPC Y DE LOS AGREGADOS MONETARIOS M1, M2 y M3 EN FRANCIA EN EL PERIODO 1983-1993.



Fuente: Elaboración propia.



### 3.3.- Los agregados monetarios en Francia.-

Como paso previo para el análisis de los demás elementos de la política monetaria francesa, vamos a continuación, como estamos haciendo con los demás países de la CE., a estudiar cómo define el Banco de Francia los principales agregados monetarios, algunos de los cuales utiliza como objetivo intermedio, variable operativa e indicadores de su estrategia de control monetario.

El Banco de Francia, al definir los distintos agregados monetarios, distingue dos grandes grupos<sup>23</sup>:

1) Agregados monetarios en sentido estricto: se definen por integración de los distintos activos financieros de carácter monetario.

En este grupo se consideran:

a) M1: Incluye los medios de pago utilizables en

---

<sup>23</sup>vid. BANQUE DE FRANCE: "Rapport 1993", París 1994, Anexo 2 y BANQUE DE FRANCE: "Les agrégats monétaires", Bulletin de la Banque de France nº 4, París, abril 1994, págs. 63-67. Asimismo, vid. EUROSTAT: "Money and finance", nº 4/ 1993, Bruselas 1993, C.E., pág. 36.

Francia:

- Los billetes emitidos por el Banco de Francia en el territorio metropolitano.

- Las monedas emitidas por el Tesoro y puestas en circulación por el Banco de Francia.

- Los depósitos a la vista en francos franceses.

No se incluyen en este agregado los depósitos a la vista en divisas.

b) M2: Incluye:

- Los componentes de M1.

- Depósitos a la vista en francos, remunerados, no movilizables mediante cheques.

Son las denominadas libretas de depósito:

\* Libretas A.

\* Libretas de Mutualidades de Crédito.

\* Cuentas de ahorro-vivienda.

\* Cuentas de desarrollo industrial

(CODEVI).

\* Libretas de ahorro popular.

\* Libretas fiscales.

c) M3: Incluye:

- Los componentes de M2.
- Depósitos en divisas.
- Depósitos a plazo.
- Títulos de crédito negociables emitidos

por los establecimientos de crédito:

\* Certificados de depósito.

\* Bonos emitidos por las sociedades e instituciones financieras especializadas o asimiladas.

- Participaciones en fondos de inversión ordinarios con plazo de vencimiento inferiores a 5 años.

- Participaciones y títulos de los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (organismes de placement collectif en valeurs mobilières- OPCVM)<sup>24</sup> a corto plazo.

d) M4: Incluye:

---

<sup>24</sup>Se incluyen dentro de los OPCVM:  
- Sociedades de inversión de capital fijo.  
- Sociedades de inversión de capital variable (SICAV).  
- Fondos de inversión ordinarios (FCP).

- Componentes de M3.
- Bonos del Tesoro.
- Pagarés emitidos por sociedades no financieras<sup>25</sup>.

Podemos ver esquemáticamente la composición de los distintos agregados monetarios en Francia en el Cuadro 3.2, donde se incluyen asimismo los porcentajes de cada componente en el total del agregado, calculados sobre datos correspondientes a diciembre de 1993.

Así, en M2 destacan por su importancia cuantitativa los depósitos a la vista en francos franceses (48%), seguidos de las Libretas A (26%). En M3 el componente de mayor importancia cuantitativa lo constituyen los Títulos de los OPCVM a corto plazo a los que antes habíamos hecho referencia, con un 27% sobre el total del agregado.

2) Agregados de inversión: incluyen los

---

<sup>25</sup>Para un análisis más detenido del comportamiento y propiedades estadísticas de cada uno de estos agregados monetarios, vid. BANQUE DE FRANCE: "Politique monétaire et agrégats de monnaie en France", Boletín Trimestral nº 78, París, junio 1991, págs. 79-89.

... los agregados monetario en Francia y porcentaje sobre el total de cada uno de los componentes(\*)

	<u>M 1</u>	<u>M 2</u>	<u>M 3</u>	<u>M 4</u>
Efectivo en mano del público	15'6	8'9	4'7	4'7
Depósitos a la vista en F.F.	84'4	48'0	25'6	25'4
M 2- M 1				
Libretas A		25'9	13'8	13'6
Cuentas ahorro-vivienda		4'7	2'5	2'5
CODEVI		3'9	2'1	2'0
Libretas de ahorro popular		2'8	1'5	1'5
Libretas fiscales		5'8	3'1	3'1
M 3- M 2				
Depósitos en divisas			1'5	1'5
Depósitos a plazo			11'2	11'1
Título de crédito negociables emitidos por establecimientos de crédito			6'5	6'4
Títulos de OPCVM a corto plazo			27'1	26'9
Participaciones en fondos de inversión ordinarios(vcto<5 años)			0'4	0'4
M 4- M 3				
Títulos valores negociables en FF emitidos por instituciones no financieras				0'9

(\*) Los porcentajes están calculados sobre datos correspondientes a diciembre de 1993

Fuente: BANQUE DE FRANCE, "Bulletin de la Banque de France", nº 4, abril 1994 y elaboración propia.

distintos activos no monetarios agrupados en función de su liquidez por orden decreciente.

a) P1: Incluye las inversiones de carácter permanente no negociables en ningún mercado:

- Planes de ahorro-vivienda.
- Libretas de ahorro- empresa.
- Contratos de ahorro vinculados a sociedades de crédito diferido.
- Planes de ahorro popular.
- Bonos de capitalización, emitidos por empresas aseguradoras.

b) P2: Incluye:

- Obligaciones.
- Obligaciones de los OPCVM.
- Reservas técnicas de seguro.

c) P3: Incluye:

- Las acciones.
- Acciones de los OPCVM<sup>26</sup>.

---

<sup>26</sup>Vid. LEHMANN, P.J.: "Les circuits financiers", 2ª ed, Dalloz, París 1989, págs. 188 y ss, para un análisis de cada uno de los activos citados.

### 3.4.- La aplicación de la política monetaria francesa.

La estrategia actual de la política monetaria francesa aparece resumida en la figura 3.1., donde pueden verse las variables fundamentales de la misma, así como los papeles atribuidos a cada una<sup>27</sup>.

Asimismo, podemos analizar la evolución de la política monetaria francesa desde el período anterior a 1960 hasta la actualidad, de forma más detallada, en la figura 3.2.

En enero de 1987, las autoridades monetarias francesas sustituyeron el mecanismo previo de aplicación de la política monetaria, basado en las restricciones de crédito y tipos de interés administrados, por otro orientado hacia la liberalización del mercado, basado en la utilización de instrumentos indirectos para controlar la

---

<sup>27</sup>Para un análisis teórico del tema, vid. FERNANDEZ DIAZ, A., RODRIGUEZ SAIZ, L., PAREJO GAMIR, J.A., CALVO, A. y GALINDO, M.A.: "Teoría y Política Monetaria", Ed. AC, Madrid, 2ª ed., 1994, caps. 2 y 3.

FIGURA 3.1: Esquema de la estrategia actual de la política monetaria francesa

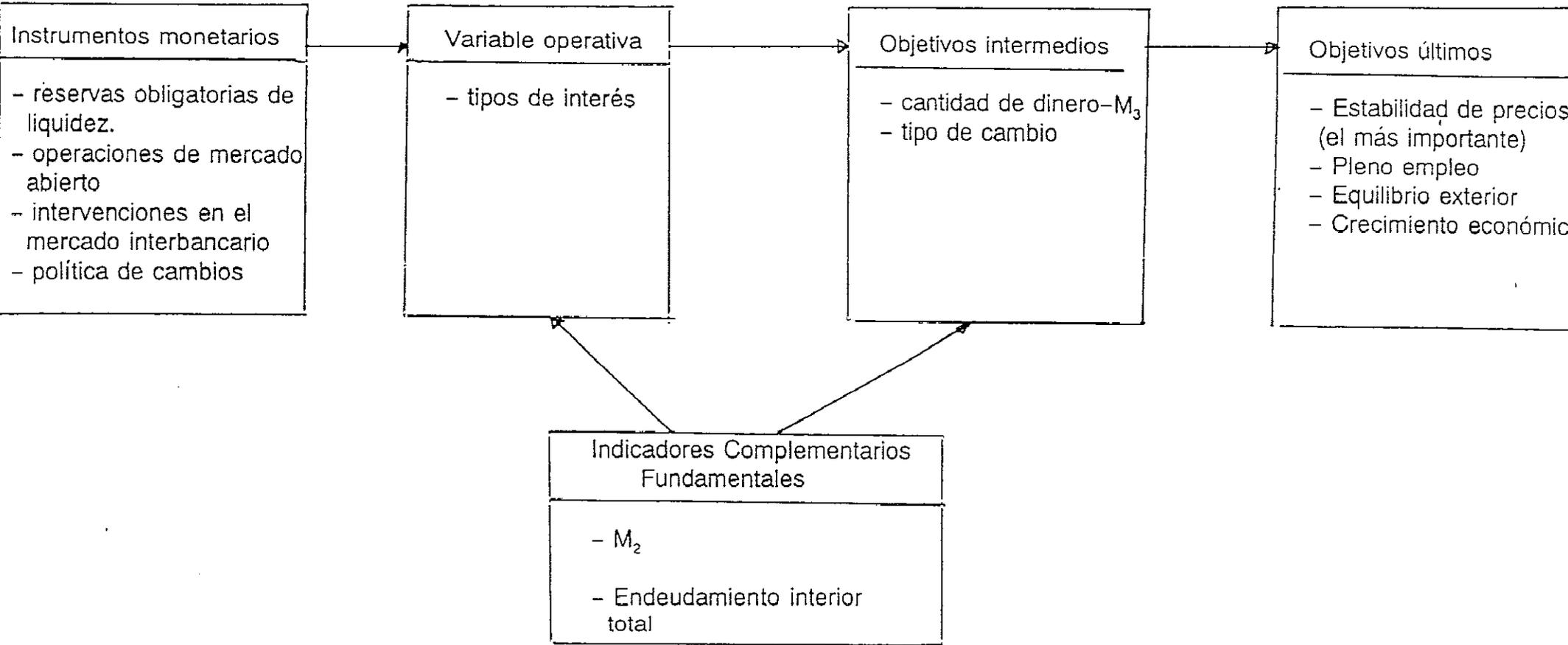
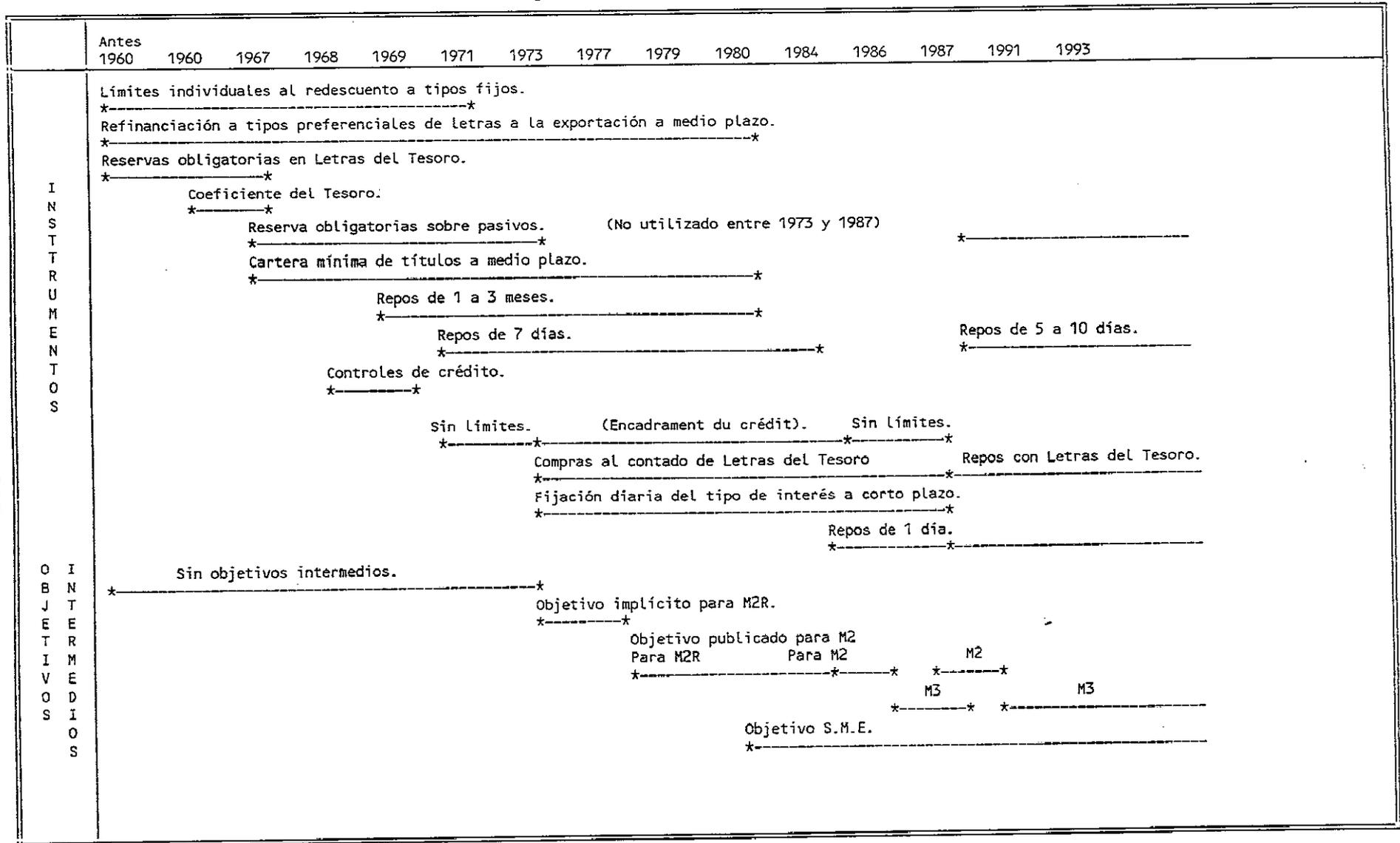


FIGURA 3.2: EVOLUCION EN LA APLICACION DE LA POLITICA MONETARIA FRANCESA DESDE EL PERIODO ANTERIOR A 1960 HASTA LA ACTUALIDAD.-



Fuente: M.QUINTYN "From direct to indirect monetary policy instruments: The french experience reconsidered", FMI, 1991 y elaboración propia.

evolución de los tipos de interés, sistema complementado con la utilización de reservas obligatorias<sup>28</sup>.

Vamos a pasar a analizar ahora con más detalle cada uno de los elementos que intervienen en esta estrategia de aplicación de la política monetaria.

#### 3.4.1.- La elección del objetivo intermedio.-

La estabilidad de precios es un objetivo que no es alcanzable de forma directa por la política monetaria, como ya sabemos. De ahí que la actividad del Banco de Francia, como la del resto de bancos centrales, se centre en controlar un objetivo intermedio, variable monetaria que puede controlar y que se encuentra relacionada de forma estable con el

---

<sup>28</sup>Vid BATTEN, D.S, BLACKWELL, M.P., KIM, I.S., NOCERA, S.E. y OZEKI, Y.: "The conduct of monetary policy in the major industrial countries: instruments and operating procedures", FMI, Occasional Paper nº 70, Washington D.C. 1990, págs. 6-7.

objetivo último<sup>29</sup>.

Las autoridades monetarias francesas han establecido dos objetivos intermedios para su política monetaria:

a) Un objetivo interno: el control de un agregado monetario.

b) Un objetivo externo: la estabilidad del tipo de cambio, en el marco del SME.

Analicemos en primer lugar cuál ha sido el agregado monetario elegido como objetivo interno.

Desde 1991, el Banco de Francia ha elegido como objetivo intermedio el agregado M3, después de haber controlado la evolución de M2 durante catorce años<sup>30</sup>.

---

<sup>29</sup>Vid. BANQUE DE FRANCE: "L'action de la Banque de France en matière de politique monétaire et de surveillance du système bancaire", Problèmes Economiques n° 2292, 23 de septiembre de 1992, París 1992, pág. 1. Para un análisis teórico detallado sobre el tema, vid. FERNANDEZ DIAZ, A., PAREJO GAMIR, J.A. y RODRIGUEZ SAIZ, L.: "Curso de Política Económica", Ed. AC, 2ª ed., Madrid 1993, caps. 15 y 16.

<sup>30</sup>Vid. BANQUE DE FRANCE: "La Banque de France: Son histoire, son...", op. cit., pág. 16. Para un análisis histórico de la evolución de los objetivos monetarios en Francia, vid. BORDES, C. y STRAUSS-KAHN, M.O.: "1977-1986: dix ans de politique d'objectifs en France", SUERF Papers on Monetary Policy, n° 4, 1987.

**CUADRO 3.3.** Evolución del objetivo intermedio fijado por el Banco de Francia desde 1977 hasta 1994, y grado de cumplimiento de dicho objetivo.-

AÑO	Agregado elegido	Objetivo del B.F.	Crecimiento real	Cumplimiento del objetivo
1977	M2	12,5	13,9	NO
1978	M2	12	12,2	NO
1979	M2	11	14,4	NO
1980	M2	11	9,8	SI
1981	M2	10	11,4	NO
1982	M2	12,5-13,5	11,5	SI
1983	M2	9	10,2	NO
1984	M2	5,5-6,5	7,6	NO
1985	M2	4-6	6,9	NO
1986	M3	3-5	4,5	SI
1987	M2	4-6	4,2	SI
	M3	3-5	9,2	NO
1988	M2	4-6	4	SI
1989	M2	4-6	4,5	SI
1990	M2	3,5-5,5	-0,7	POR DEBAJO
1991	M3	5-7	4	POR DEBAJO
1992	M3	4-6	5,8	SI
1993	M3	4-6,5	-1,2	POR DEBAJO
1994	M3	5 (*)	-	-

(\*) Objetivo a medio plazo, compatible con un crecimiento del PIB potencial real del 2,5-3% y una tasa de inflación inferior al 2%.

Fuente: Banque de France, "Compte Rendu", diversos ejercicios, "Rapport 1993", "Bulletin de la Banque de France", septiembre 1994 y elaboración propia.

Podemos analizar la evolución del objetivo monetario intermedio fijado por el Banco de Francia desde 1977 hasta la actualidad en el Cuadro 3.3.

En él podemos ver, en efecto, que la política de control de un agregado monetario como objetivo intermedio de la política monetaria francesa fue aplicada por primera vez en 1977<sup>31</sup>, como parte del Plan de Estabilización emprendido por el Gobierno Barre como vía para controlar una tasa de inflación que en esos momentos se situaba por encima del 10%.

Dicho Plan estaba basado en dos pilares fundamentales:

- a) Disminución del déficit público.
- b) Mantener una tasa de crecimiento del agregado M2 por debajo del crecimiento previsto para el PIB nominal<sup>32</sup>.

La elección del agregado M2 vino a justificarse por diversos motivos:

---

<sup>31</sup>Vid. RAYMOND, R.: Les institutions monétaires en...", op. cit., pág. 82.

<sup>32</sup>Vid. MELITZ, J.: "Monetary policy in France", Discussion Paper nº 509, enero 1991, Center for Economic Policy Research, Londres, págs. 7-8.

1. Se veía menos afectado por las innovaciones financieras.

2. Era relativamente inmune a los cambios en la elección de cartera.

3. Estaba más relacionado con el comportamiento de la actividad económica, por cuanto sus saldos podían utilizarse más rápidamente en los mercados de bienes y servicios<sup>33</sup>.

Era más fácil de controlar, por cuanto no incluía activos financieros que generasen tipos de interés de mercado<sup>34</sup>.

En el período 1977-1985 se aplicaron en Francia técnicas de control cuantitativo del crédito como instrumento principal para ayudar a moderar las presiones inflacionistas, técnicas conocidas como "encadrement du crédit"<sup>35</sup>.

---

<sup>33</sup>Vid. BATTEN, D.S. y otros: "The conduct of monetary policy in the major...", op. cit., pág. 7.

<sup>34</sup>Vid. FOURNIER, P.E. y ALLERON, M.: "The monetary policy decision-making process", Basilea, abril 1991, págs. 59 y 63.

<sup>35</sup>Vid. QUINTYN, M.: "From direct to indirect monetary policy instruments: the french experience reconsidered", FMI, marzo 1991, págs. 5-11. Los controles del crédito se establecían basándose en los

A pesar de todo, en el período 1977-1985 el Banco de Francia sólo consiguió alcanzar el objetivo monetario previsto en los años 1980 y 1982, superando ampliamente el nivel de crecimiento fijado en los demás.

Sin embargo, los bancos consiguieron evitar estos controles buscando la financiación en el mercado de capitales, generando una rápida expansión de M2. A este hecho contribuyó también la rápida aceleración de los créditos no sujetos al "encadrement"<sup>36</sup>.

Entre los años 1983 y 1985, M2 se situó en una tasa de crecimiento que superaba ampliamente el

---

siguientes líneas:

a) El Banco de Francia fijaba anualmente el objetivo de crecimiento de los créditos concedidos por los bancos comerciales al sector privado.

b) El control se realizaba sobre una base mensual, exigiendo a los bancos que incumplieran dicho requisito el establecimiento de un depósito sin interés en el banco central, en una cuenta especial.

c) Estaban excluidos del sistema de "Encadrement du crédit" varios tipos de créditos:

- Créditos en moneda extranjera.
- Créditos a la exportación a medio y largo plazo.
- Créditos especiales: viviendas sociales, promoción de las exportaciones, inversiones en ahorro de energía, etc.

<sup>36</sup>Vid. MELITZ, J.: "Monetary policy in...", op. cit., págs. 7-9.

objetivo fijado a principios del año<sup>37</sup>. Ese mal comportamiento se explica fundamentalmente como consecuencia del aumento de la velocidad media de circulación del agregado M2, expresada por la ratio PIB/M2. La causa fundamental de dicha aceleración hay que buscarla en la creciente dificultad para distinguir entre saldos para transacciones y saldos especulativos derivados del proceso de innovación financiera<sup>38</sup>.

Como consecuencia de la insatisfactoria evolución del agregado M2 con respecto a sus objetivos de crecimiento fijados por el Banco de Francia, las autoridades monetarias francesas eliminaron el sistema de "encadrement du crédit",

---

<sup>37</sup>En efecto, para 1983 la tasa de crecimiento fijada como objetivo fue del 9%, mientras que la real fue del 10,2%. Para 1984 se fijó una banda objetivo del 5,5-6,5%, alcanzándose un aumento real del 7,6%. Para 1985 la banda objetivo fue del 4-6%, mientras la tasa real se situó en el 6,9%.

<sup>38</sup>Vid. FOURNIER, P.E. y ALLERON, M.: "The monetary policy decision...", op. cit., pág. 59. Para un análisis en profundidad del proceso de innovación financiera en Francia, vid. RAYMOND, R.: "The effects of financial innovation and deregulation on French Monetary Policy", en "Monetary policy and financial innovations in five industrial countries" editado por S.F. FROWEN y D. KATH, MacMillan, Londres 1992, págs.82-100.

promoviendo una liberalización de los movimientos de capitales y un programa de desregulación financiera<sup>39</sup>.

Y así, en 1986 se realizó una profunda reforma en los agregados monetarios al objeto de introducir en los mismos los nuevos instrumentos financieros, tales como los certificados de depósito.

Tras esta reforma de los agregados monetarios, el Banco de Francia comenzó a observar el comportamiento de M3, por cuanto parecía más consistente con el control de la evolución del crédito que el de M2<sup>40</sup>. Este hecho determinó en efecto que el Banco de Francia eligiera M3 como objetivo intermedio de su política monetaria para el año 1986, año en el que sí se alcanzó el objetivo fijado.

El buen comportamiento del agregado M3 en 1986 determinó que el Banco de Francia eligiera para 1987

---

<sup>39</sup>A pesar de todo, los controles cuantitativos al crédito interno no fueron totalmente eliminados hasta enero de 1987.

<sup>40</sup>Vid. QUINTYN, M.: "From direct to indirect monetary...", op. cit., págs. 8-9.

un doble objetivo monetario: una banda de fluctuación para M2 entre el 4-6%, y para M3 una banda entre el 3-5%. Sin embargo, en dicho año M2 se ajustó al objetivo previsto, mientras que M3 superaba en más de cuatro puntos el objetivo fijado.

Para 1988 se volvió a elegir M2 como objetivo intermedio, alcanzándose el objetivo monetario en dicho período y también en 1989.

En 1990 el crecimiento de M2 fue negativo, como puede verse también en el cuadro 3.3, situándose cuatro puntos por debajo del límite inferior de la banda prevista.

La introducción en 1990 de nuevos instrumentos de ahorro, en especial del Plan de Ahorro Popular (PEP), aumentó además la aceleración de la velocidad renta de M2<sup>41</sup>, como puede observarse en el cuadro 3.4.

---

<sup>41</sup>Vid. FOURNIER, P.E. y ALLERON, M.: "The monetary policy decision...", op. cit., pág. 60.

CUADRO 3.4. Evolución de la velocidad-renta de los agregados monetarios M1, M2 y M3 en el período 1987-1991 en Francia.

Agregado	1987	1988	1989	1990	1991
M1	3,9	4,1	4,2	4,2	4,3
M2	2,1	2,2	2,2	2,3	2,5
M3	1,5	1,4	1,4	1,4	1,3

Fuente: Banque de France, "Compte Rendu", ejercicio 1992.

Este hecho determinó que el Banco de Francia volviera a observar el comportamiento del agregado M3, que incluye los pasivos monetarios de todas las instituciones de crédito y, además, mostraba una velocidad media de circulación más estable que la de M2.

A pesar de todo, el Banco de Francia mostraba aún su preferencia por M2, por cuanto el agregado M3 se veía distorsionado por dos factores:

a) La colocación de activos monetarios en el extranjero, una vez que se produjo la liberalización completa de los movimientos de capitales desde el 1

de enero de 1990.

b) Los planes de ahorro popular, creados en 1990, tampoco se encontraban incluidos en M3. Este hecho afectaba también a M2, explicando parte de la inestabilidad de ambos agregados<sup>42</sup>.

Sin embargo, en 1991 se elige definitivamente M3 como objetivo intermedio de la política monetaria francesa, tras la reforma de los agregados monetarios realizada en octubre de 1990<sup>43</sup>. Dicha elección supone, según el Banco de Francia, facilitar la coordinación y el análisis de resultados de las políticas monetarias en el seno del SME<sup>44</sup>.

Los objetivos a lograr como resultado de la elección de M3 como objetivo intermedio de la

---

<sup>42</sup>Vid. MELITZ, J.: "Monetary policy in...", op. cit., págs. 14-15.

<sup>43</sup>Dicha reforma consistió básicamente en la integración directa de títulos a corto plazo de los Organismos de Inversión Colectiva de Valores Mobiliarios (OPCVM) en el agregado M3. Para un análisis de dicha reforma vid. GIUCCA, P. y LEVY, A.: "Monetary aggregates and monetary policy coordination: on the way to Economic and Monetary Union", Banca d'Italia, Temi di discussione nº 162, febrero 1992, págs. 24-29.

<sup>44</sup>Vid. BANQUE DE FRANCE: "L'action de la Banque de France...", op. cit., pág. 2.

política monetaria francesa en 1991 son los siguientes:

1) Dar a los mercados financieros un elemento de referencia sobre la orientación de la política monetaria.

2) Contribuir a la creación de un entorno apropiado para el comportamiento de la inflación<sup>45</sup>.

De forma complementaria, las autoridades monetarias examinan también la evolución de dos agregados:

\* M2.

\* Endeudamiento interior total<sup>46</sup>.

Dichas variables son consideradas por el Banco de Francia como indicadores complementarios fundamentales de la política monetaria francesa<sup>47</sup>.

Para la determinación del objetivo anual, así como para el posterior seguimiento de su evolución,

---

<sup>45</sup>Vid. BANQUE DE FRANCE: "La Banque de France: son histoire, son...", op. cit., pág. 16.

<sup>46</sup>Vid. BANQUE DE FRANCE: "L'action de la Banque de France...", op. cit., pág. 2.

<sup>47</sup>Vid. PAREJO GAMIR, J.A., CALVO, A. y PAUL, J.: "El sistema financiero en...", op. cit., págs. 16-17.

el Banco de Francia utiliza las informaciones que proceden de sus propios servicios estadísticos<sup>48</sup>:

1. Encuestas mensuales de coyuntura económica y financiera.

2. Centralización anual de balances presentados de forma voluntaria por determinadas empresas.

3. Estadísticas bancarias y monetarias mensuales y trimestrales obtenidas por los servicios centrales de las entidades de crédito y de los OPCVM.

4. Balanza de pagos mensual.

5. Estadísticas financieras trimestrales y anuales.

6. Situación económica y financiera de los principales países extranjeros.

7. Coyuntura económica y financiera de las principales regiones francesas<sup>49</sup>.

---

<sup>48</sup>Vid. BANQUE DE FRANCE: "La Banque de France: son histoire...", op. cit., pág. 17.

<sup>49</sup>Dichas estadísticas son publicadas sintéticamente en los "Boletines" mensual y trimestral del Banco de Francia, y con más detalle, en otras publicaciones de éste como su "Balanza de Pagos", "Estudios y Análisis Comparativos", "Estadísticas Monetarias y Financieras", etc. Vid. PAREJO GAMIR, J.A., CALVO, A. y PAUL, J.: "El sistema financiero en...", op. cit., pág. 17.

Junto al control del crecimiento del agregado M3, elegido como objetivo intermedio interno de la política monetaria francesa, las autoridades monetarias de este país establecen asimismo, como ya dijimos, un objetivo intermedio externo: la estabilización del tipo de cambio, dentro de los acuerdos derivados de la pertenencia de Francia al SME.

Esta voluntad de mantener la estabilidad del franco francés frente al resto de divisas comunitarias parte de la idea de que un tipo de cambio fuerte tiene efectos muy favorables en el valor interno de la moneda<sup>50</sup>.

La pertenencia del franco francés al mecanismo de cambios del SME y, en consecuencia, la necesidad de mantener la estabilidad del tipo de cambio, evita el efecto negativo que sobre los precios internos provocan las oscilaciones de dicho tipo de cambio, a través de su incidencia sobre los precios de los

---

<sup>50</sup>Vid. PATAT, J.P.: "La politique monétaire", op. cit., pág. 241. Vid. también FRANÇOIS, G.: "La politique monétaire...", op. cit., págs. 1106 y ss.

productos importados<sup>51</sup>.

Por lo tanto, existe una fuerte correlación entre el objetivo de estabilidad del tipo de cambio y el objetivo último de la política monetaria, esto es, la estabilidad de precios<sup>52</sup>.

La persecución de un objetivo intermedio dual puede provocar un conflicto cuando la evolución de los objetivos interno y externo divergen, especialmente a corto plazo. Sin embargo, este problema queda superado en parte por cuanto las autoridades monetarias francesas realizan un control diario de la evolución del tipo de cambio, mientras que el control de la cantidad de dinero se realiza a medio plazo, tolerando algunas desviaciones pasajeras para mantener la estabilidad del tipo de cambio<sup>53</sup>.

El problema de la incompatibilidad entre los

---

<sup>51</sup>Vid. PAREJO GAMIR, J.A., CALVO, A. y PAUL, J.: "El sistema financiero en...", op. cit., pág. 15.

<sup>52</sup>Vid. BANQUE DE FRANCE: "La Banque de France: son histoire...", op. cit., pág. 16.

<sup>53</sup>Vid. PATAT, J.P.: "La politique monétaire", op. cit., pág. 242. Vid. también FOURNIER, P.E. y ALLERON, M.: "The monetary policy desision...", op. cit., págs. 62-65.

objetivos interno y externo de la política monetaria se ha visto reducido tras la ampliación de las bandas de fluctuación permitidas dentro del mecanismo de cambios del SME al 15% en agosto de 1993.

Después del buen resultado obtenido por la política monetaria francesa entre 1991 y 1993, alcanzando siempre el objetivo de crecimiento monetario, e incluso situándolo por debajo de la banda objetivo, lo que se ha traducido en una moderación notable de la tasa de inflación, en 1994 el Banco de Francia ha modificado ligeramente su estrategia.

En este sentido, ha fijado un objetivo de crecimiento de M3 a medio plazo de un 5%, compatible con un crecimiento del PIB potencial real del 2,5-3%, y un aumento de la inflación (medida a través del deflactor del PIB) inferior al 2%.

Esta nueva estrategia parece dar por sentado que se ha logrado la estabilidad de precios en Francia, y lo que se pretende es potenciar un crecimiento

sostenido de la economía a medio plazo sin inflación<sup>54</sup>.

#### 3.4.2.- La variable operativa.-

Las autoridades monetarias francesas han tomado iniciativas para adoptar un enfoque de su política monetaria basado en el mercado en dos momentos básicamente:

a. Un primer intento en el período 1967-1971, que fracasó por dos motivos fundamentales:

1. La mezcla de instrumentos fue poco efectiva, utilizando las reservas obligatorias para la gestión de los tipos de interés.

2. La fuerte segmentación del sistema financiero dificultaba notablemente la transmisión de las operaciones que el Banco de Francia efectuaba en el mercado interbancario a otros sectores financieros

---

<sup>54</sup>A este respecto, vid. BANQUE DE FRANCE: "Rapport 1993", París 1994.

(mercado de capital a largo plazo y mercado hipotecario), mediante variaciones en el tipo de interés.

La política monetaria debía ser aplicada entonces a través de restricciones cuantitativas del crédito. Esta política no afectaba de forma uniforme a todos los segmentos del sistema financiero<sup>55</sup>.

b. Como siguiente intento, desde 1985 se empiezan a aplicar importantes cambios estructurales en el sistema financiero francés, que culminan en 1987 con la adopción de un enfoque de la política monetaria basado en instrumentos indirectos, en especial la intervención en el mercado interbancario, con el objetivo de influenciar los niveles de los tipos de interés, que se convierten, a partir de este momento, en la variable operativa de la política monetaria francesa<sup>56</sup>.

---

<sup>55</sup>Vid. QUINTYN, M.: "From direct to indirect monetary...", op. cit., págs. 1-5.

<sup>56</sup>Como se sabe, la evolución de los tipos de interés representa un papel básico en la del tipo de cambio y en la de la cantidad de dinero. A este respecto, vid. PAREJO GAMIR, J.A., CALVO, A. y PAUL, J.: "El sistema financiero en...", op. cit., pág. 18.

Para aumentar la sensibilidad del mercado interbancario a la política de tipos de interés aplicada por las autoridades monetarias, la reforma emprendida se centró en los siguientes aspectos:

1. Se desarrolló el mercado financiero, incluyendo en él todos los vencimientos, desde el muy corto plazo al largo plazo, permitiendo que todos los agentes económicos tuvieran acceso a él.

2. En diciembre de 1985 se introducen nuevos instrumentos financieros, entre los que se incluyen:

- Letras del Tesoro.
- Certificados de depósito.
- Efectos comerciales.

El objetivo de estos nuevos instrumentos era aumentar la competitividad y liquidez a corto plazo del mercado monetario<sup>57</sup>.

En este nuevo marco de la política monetaria francesa, las variaciones en la orientación de la misma se realizan a partir de los cambios en los tipos de interés "oficiales" del Banco de Francia:

---

<sup>57</sup>Vid. RAYMOND, R.: "The effects of financial innovations and deregulation...", op. cit., págs. 82-94.

a. El tipo de interés de las operaciones con pacto de retrocesión con petición de ofertas "taux des pensions sur appels d'offres", conocido como "tipo de intervención" (APPDO).

b. El tipo de interés de operaciones permanentes con pacto de retrocesión de 5 a 10 días "taux des pensions à 5-10 jours", a un tipo superior en 1/2 ó 3/4 de punto porcentual al "tipo de intervención", y que tienen el carácter de facilidad crediticia marginal (PENS)<sup>58</sup>.

Los tipos interbancarios fluctúan en una banda determinada por los dos tipos anteriores controlados por el Banco de Francia:

a. El tipo de interés de las operaciones con pacto de retrocesión con petición de ofertas se constituye como límite inferior de dicha banda.

b. El tipo de interés de operaciones permanentes con pacto de retrocesión de 5 a 10 días se constituye

---

<sup>58</sup>Vid. BATTEN, D.S. y otros: "The conduct of monetary policy in...", op. cit., págs. 8-9.

como límite superior de la banda de fluctuación<sup>59</sup>.

Podemos observar esta situación en los gráficos 3.2, 3.3 y 3.4, donde observamos que el tipo medio ponderado a un día se mueve estrictamente dentro de esa banda. A medida que los tipos reflejan plazos superiores (a un mes y a tres meses), se sobrepasa en determinados momentos la banda superior, aún cuando mantienen todos ellos una alta correlación con la evolución de los tipos "oficiales".

Las variaciones en uno u ambos de los tipos de interés oficiales son interpretadas por los mercados financieros como un cambio de orientación de la política monetaria seguida por el Banco de Francia<sup>60</sup>. Dichas variaciones, como hemos visto, influyen decisivamente sobre los tipos del mercado interbancario a corto plazo.

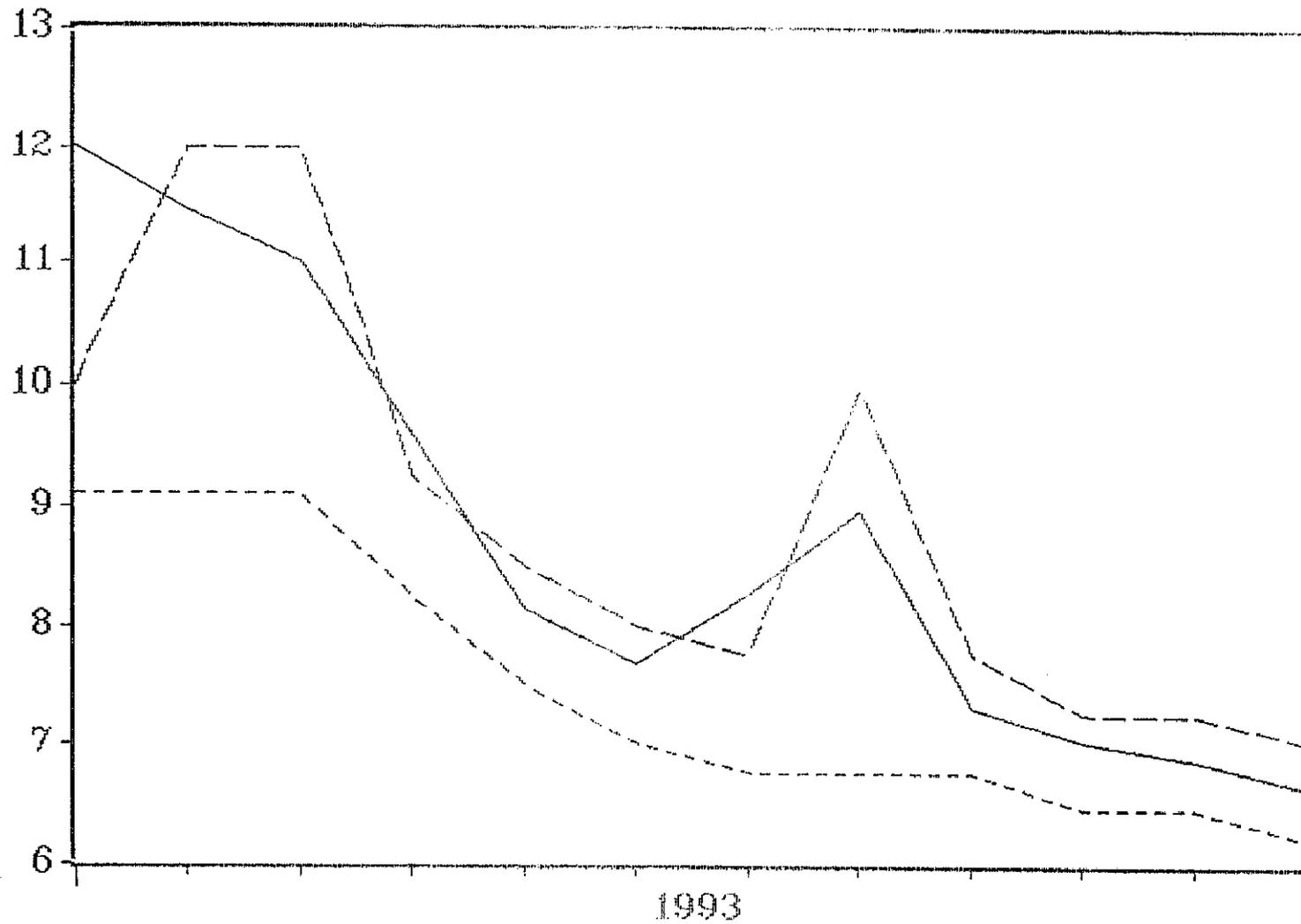
La influencia del Banco de Francia sobre los tipos de interés a largo plazo es indirecta. A través

---

<sup>59</sup>Vid. FERRANDIER, R. y KOEN, V.: "Marchés de Capitaux et techniques financières", 2ª ed., Economica, París 1991, págs. 122-123.

<sup>60</sup>Vid. GOODHART, C. y VIÑALS, J.: "Strategy and tactics of monetary policy...", op, cit., pág. 29.

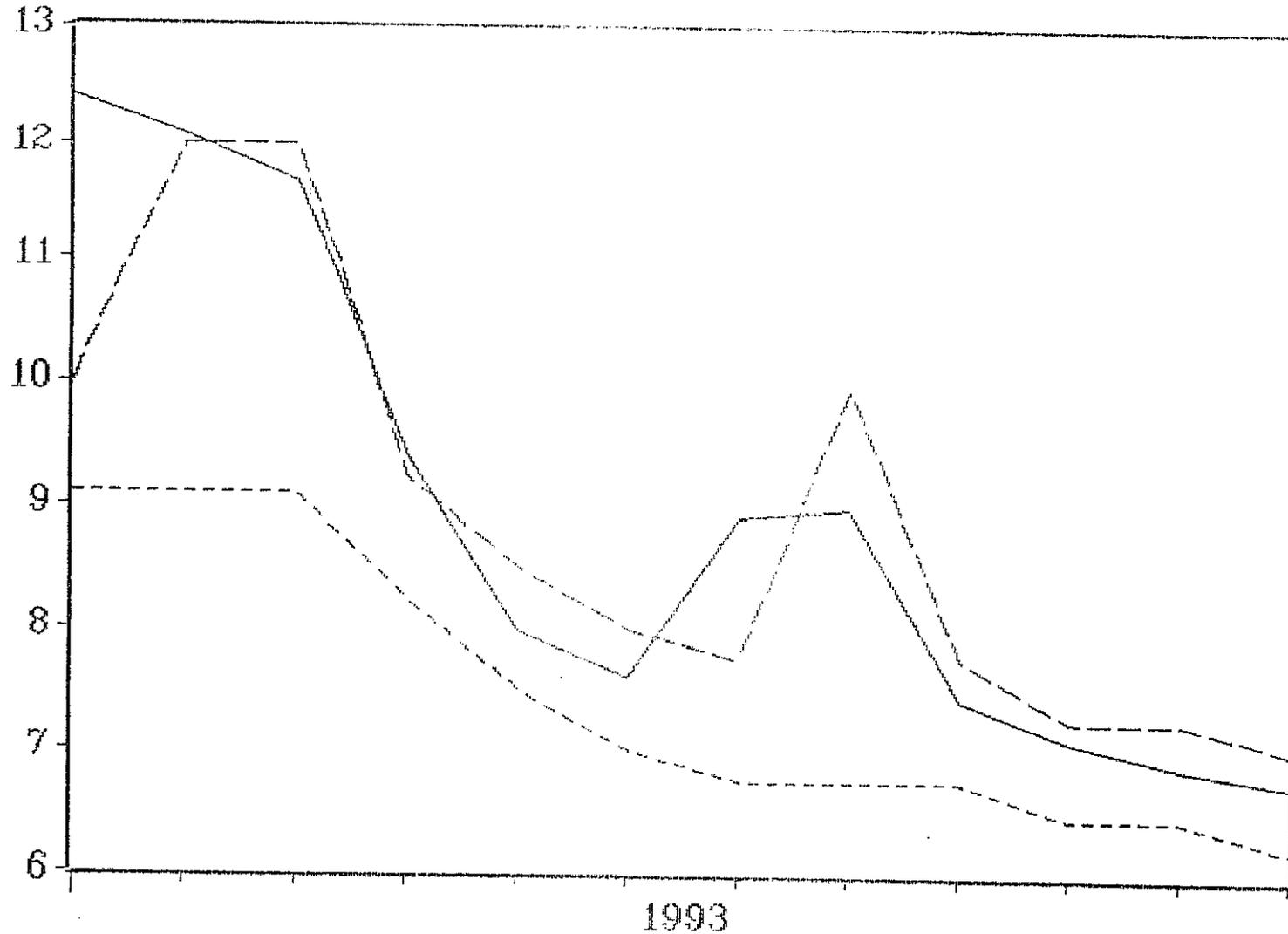
EVOLUCIÓN DEL TIPO LIBRE POLIGRAFADO DEL MERCADO  
interbancario francés en relación con los dos tipos  
"oficiales" del Banco de Francia.



Fuente: Banque de France, "Rapport 1993".

— TMP    - - - APPDO    - . - PENS

GRAFICO 3.3.- Evolución del tipo de interés a un mes del mercado interbancario francés en relación con los dos tipos "oficiales" del Banco de Francia

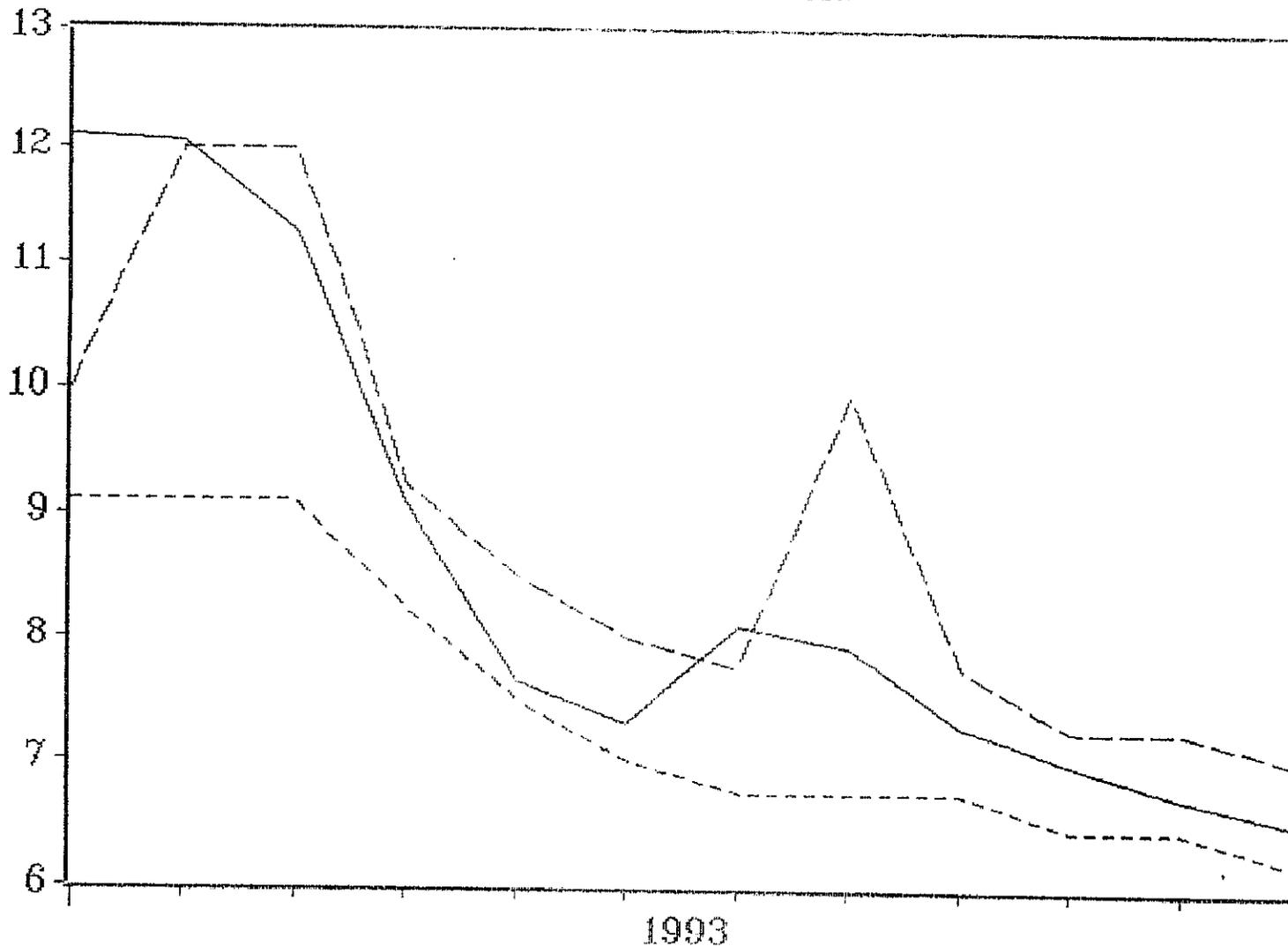


-330-

Fuente: Banque de France, "Rapport 1993".

— TIOP1 M — APPDO — PENS

GRAFICO 3.4.— Evolución del tipo de interés a tres meses del mercado interbancario francés en relación con los dos tipos "oficiales" del Banco de Francia.



Fuente: Banque de France, "Rapport 1993".

— TIOP3M    - - - APPDO    - - - PENS

del arbitraje, los tipos de interés a largo plazo reflejan las expectativas del mercado sobre los tipos de interés futuros a corto plazo. Por lo tanto, el impulso del Banco de Francia sobre los tipos de interés a largo plazo se produce a través de su influencia sobre las expectativas de los mercados financieros<sup>61</sup>.

#### 3.4.3.- El mecanismo de transmisión de la política monetaria francesa.-

Una vez estudiados los objetivos intermedios y la variable operativa de la política monetaria francesa, vamos a analizar el mecanismo de transmisión de dicha política, esto es, el impacto que los instrumentos monetarios tienen sobre el agregado monetario a través de su influencia sobre

---

<sup>61</sup>Vid. KASMAN, B.: "A comparison of monetary policy operating procedures in six Industrial Countries", Federal Reserve Bank of New York, 1992, pág. 8.

los tipos de interés a corto plazo<sup>62</sup>.

Para ello vamos a utilizar un modelo sencillo desarrollado por J. Mélitz<sup>63</sup>, modelo que parte de las siguientes restricciones:

a. Todas las variables externas se consideran exógenas.

b. La autoridad monetaria determina de forma directa la cantidad de dinero.

c. El banco central realiza operaciones de mercado abierto exclusivamente con títulos a corto plazo.

d. En dicho modelo se va a evitar utilizar el mecanismo de transmisión consistente únicamente en relacionar la oferta monetaria (M) y la base monetaria (B) a través del multiplicador monetario (m), es decir  $M = mB$  <sup>64</sup>.

La instrumentación de la política monetaria

---

<sup>62</sup>Para un análisis teórico detallado de este tema, vid. FERNANDEZ DIAZ, A., RODRIGUEZ SAIZ, L., PAREJO GAMIR, J.A., GALINDO, M.A. y CALVO, A.: "Teoría y Política Monetaria", op. cit., págs. 47-60.

<sup>63</sup>A este respecto vid. MELITZ, J.: "Monetary policy in...", op. cit., págs. 19 y ss.

<sup>64</sup>Ibidem, pág. 19.

francesa presenta, según Mélitz, dos características esenciales:

1. El impacto del sistema de reservas obligatorias.

2. El significado de la ratio M/B, siendo M la oferta monetaria.

Las ecuaciones del modelo son las siguientes<sup>65</sup>:

[I] Función de demanda de liquidez por los bancos:

$$B = b (i_{cb}, T+F+OM, rr)$$

(-)      (+)      (+)

siendo:

$i_{cb}$  = tipo de interés de los préstamos concedidos a los bancos por el banco central.

T = Créditos concedidos al Sector Público por el

---

<sup>65</sup>Este modelo presenta notables similitudes con el presentado por P. Artus referente al sistema financiero francés. Para un análisis más detenido del mismo, vid. ARTUS, P.: "La politique monétaire dans les années 1990", Caisse des Dépôts et Consignations, Document de Travail n° 4, París 1990.

Banco de Francia (variable exógena).

F = Activos frente al sector exterior (variable exógena).

OM = Fondos Públicos en poder del Banco emisor.

rr = Reservas mínimas exigidas (variable exógena).

[II] La tasa de beneficios obtenidos por el sistema bancario viene dada por la siguiente expresión:

$$\pi = \pi ( i_{cb}, T+F+OM, rr )$$

(-)            (+)            (-)

siendo:

$\pi$  = la citada tasa de beneficios del sistema bancario, y las demás variables con los significados

ya expuestos.

[III] La ratio deseada de liquidez por los bancos será<sup>66</sup>:

$$M/B = m (rr, \rho)$$

(-) (+)

siendo:

m = el multiplicador monetario

[IV] Demanda de dinero en términos nominales:

$$M^d = M (i, \rho, Y, P)$$

(-) (+) (+) (+)

---

<sup>66</sup>A este respecto, vid. BORDES, C.: "L'objectif de stabilité monétaire et sa mise en oeuvre", Coloquio organizado por el Ministère de l'Economie et des Finances, "Vers l'union économique et monétaire", París, 21 de junio de 1990.

siendo:

$M^d$  = Demanda de dinero.

$i$  = Tipo de interés a corto plazo.

$Y$  = Renta real.

$P$  = Nivel general de precios.

[V] Equilibrio en el mercado de dinero:

$$M^d = M$$

[VI] Balance del Banco de Francia:

$$B = T + F + OM + RD$$

siendo:

$RD$  = Créditos al sistema bancario.

Según el modelo expuesto, las autoridades han de elegir entre controlar:

a. Fondos públicos en poder del Banco de Francia

(OM).

b. Tipo de interés a corto plazo ( $i$ ).

Los instrumentos de que dispone para ello son:

1. El sistema de reservas obligatorias ( $rr$ ).

2. El tipo de interés de los créditos al sistema bancario concedidos por el banco central ( $i_{cb}$ ). Aquí se incluirán los dos tipos de interés oficiales que utiliza el Banco de Francia que, como ya hemos indicado anteriormente al analizar la variable operativa, son:

- El tipo de interés de las operaciones con pacto de retrocesión con petición de ofertas, que actúa como tipo de "intervención".

- El tipo de interés de las operaciones permanentes con pacto de retrocesión de 5 a 10 días, que actúa como facilidad crediticia marginal.

Supongamos, en primer lugar, que el Banco de Francia decide controlar el volumen de fondos públicos en su poder (OM), utilizando como instrumentos " $i_{cb}$ " y " $rr$ ".

Dados T, F, Y, P obtenemos:

- \* B a partir de la ecuación [I]
- \*  $\cap$  a partir de la ecuación [II]
- \* M a partir de la ecuación [III]
- \* i a partir de la ecuación [IV].

Supongamos ahora que las autoridades monetarias francesas deciden controlar los tipos de interés a corto plazo (i), utilizando como instrumentos " $i_{cb}$ " y "rr".

Dados T, F, Y, P, obtenemos.

- \*  $\cap$  a partir de [IV]
- \* B a partir de [III]
- \* OM a partir de [II]
- \* M a partir de [V].

En ambos supuestos, el volumen de créditos al sistema bancario (RD) se determina a partir de la

identidad [VI] que, como hemos dicho, recoge el Balance ajustado del Banco de Francia<sup>67</sup>.

Actualmente la política monetaria francesa se instrumenta a través del segundo sistema, como ya hemos comprobado en los apartados previos de este capítulo de nuestra Tesis Doctoral:

a. Los instrumentos primarios de la políticas monetaria son " $i_{cb}$ " y "rr".

b. La variable operativa son los tipos de interés a corto plazo ( $i$ ), controlables a través del uso de los anteriores instrumentos.

c. El objetivo intermedio es un agregado monetario (M3), aunque también representa este papel, como ya dijimos y justificamos, el tipo de cambio.

---

<sup>67</sup>Vid. MELITZ, J.: "Monetary policy in...", op. cit., págs. 22-23. También vid. LACOUÉ-LABARTHE, D.: "Les taux d'intérêt dans le mécanismes d'ajustement et de régulation monétaires en France", Banque de France, Cahiers économiques et monétaires n° 25, París 1986, págs. 305-340.

#### 3.4.4.- Los instrumentos primarios.-

##### 3.4.4.1.- Clasificación.-

Podemos clasificar los instrumentos primarios que utiliza actualmente el Banco de Francia para controlar los tipos de interés en tres grandes grupos<sup>68</sup>:

a. El sistema de reservas obligatorias: la reglamentación de estas reservas obligatorias establece que las entidades de crédito han de mantener determinados saldos no remunerados en cuentas abiertas en el Banco de Francia en proporción a los pasivos que generan.

Este instrumento de política monetaria completa la acción sobre los tipos de interés<sup>69</sup>.

---

<sup>68</sup>vid. BANQUE DE FRANCE: "Rapport 1993", París 1994, anexo 4. También vid. CUADRADO, P. y MELCON, C.: "La instrumentación de la política monetaria en los países de la CE: tipos de interés oficiales y de intervención", Banco de España, Boletín Económico abril 1993, págs. 27-30.

<sup>69</sup>vid. BANQUE DE FRANCE: "L'action de la Banque de France...", op. cit., pág. 3

b. Intervenciones en el mercado interbancario:  
Podemos clasificarlas, a su vez, en dos grandes grupos:

b.1. Operaciones efectuadas a tipos oficiales:  
el Banco de Francia interviene bajo la forma de operaciones con pacto de retrocesión con entidades que intervienen como "market makers" en el mercado interbancario, a tipos determinados por el Banco Central, y que tienen la característica de ser tipos "directores".

Estas operaciones revisten dos formas principales<sup>70</sup>:

b.1.1. Operaciones con pacto de retrocesión con petición de ofertas por el Banco de Francia.

b.1.2. Operaciones permanentes con pacto de retrocesión de 5 a 10 días.

b.2. Operaciones efectuadas a tipos de mercado, complementarias de las anteriores.

c. Operaciones de mercado abierto en sentido estricto: se trata de compras o ventas en firme de

---

<sup>70</sup>Vid. BANQUE DE FRANCE: "La Banque de France: Son histoire, son...", op. cit., págs. 17-19.

CUADRO 3.5: Intervenciones del Banco de Francia en el mercado monetario.

CLASES DE OPERACIONES	ENTIDADES ADMITIDAS A OPERAR CON EL BANCO DE FRANCIA	APOYO DE LAS OPERACIONES	CONDICIONES
<p>1.- Efectuadas a iniciativa del Banco de Francia en función de la liquidez disponible.</p> <p>a) Con peticiones de ofertas.</p> <p>b) Compras o ventas de títulos de mercado monetario (open market).</p> <p>c) Inyecciones o detracciones de liquidez a 24, 48 horas o más.</p>	<p>Operadores principales del mercado, por cuenta propia o de terceros.</p> <p>Cualquier contrapartida.</p> <p>Todas las admitidas en el mercado interbancario.</p>	<p>Bonos del Tesoro transferidos a la cuenta del Banco de Francia. Certificados globales de movilización representativos de los valores privados con las características fijadas por el Banco de Francia</p> <p>Bonos del Tesoro y otros títulos valores negociables.</p> <p>Inyecciones: Bonos del Tesoro transferidos a la cuenta del Banco de Francia. Certificados globales de movilización representativos de los valores privados con las características fijadas por el Banco de Francia. Detracciones: Remisión a petición de la entidad prestamista de una carta de prenda de los valores retenidos en cartera por el Banco de Francia.</p>	<p>Tipo fijado por el Banco de Francia.</p> <p>Condiciones de mercado.</p> <p>Condiciones de mercado.</p>
<p>2.- Dejadadas a la iniciativa de las entidades de crédito. Repos a 5-10 días</p>	<p>Operadores principales del mercado, por cuenta propia o de terceros</p>	<p>Bonos del Tesoro transferidos a la cuenta del Banco de Francia. Certificados globales de movilización representativos de los valores privados con las características fijadas por el Banco de Francia.</p>	<p>Tipo fijado por el Banco de Francia.</p>

títulos valores negociables<sup>71</sup>.

Las principales características de las intervenciones del Banco de Francia en el mercado monetario aparecen resumidas en el Cuadro 3.5.

Además de estos tres grandes grupos de instrumentos, el Banco de Francia interviene en los mercados de cambios europeos al objeto de controlar la evolución del tipo de cambio del franco, en el marco de los compromisos adquiridos dentro del SME.

Así, el banco central francés puede realizar cualquier operación con oro, medios de pago y títulos nominativos en divisas o definidos por un peso de oro<sup>72</sup>.

Sin embargo, en la práctica no suele efectuar operaciones por cuenta propia<sup>73</sup>, sino:

1. A través de terceros: otros bancos centrales, organismos internacionales, administraciones públicas

---

<sup>71</sup>vid. BATTEN, D.S y otros: "The conduct of monetary policy in...", op. cit., pág. 7.

<sup>72</sup>vid. PAREJO GAMIR, J.A., CALVO, A. y PAUL, J.: "El sistema financiero en...", op. cit., pág. 22.

<sup>73</sup>Con excepción de los servicios por ventanilla de compraventa a los viajeros.

y clientela.

2. A través del Fondo de Estabilización de Cambios, que es una cuenta especial del Tesoro cuya función principal es la de regularizar las paridades del franco frente a las demás divisas europeas<sup>74</sup>.

Una vez clasificadas en términos generales, vamos a pasar a analizar con mayor detenimiento estas intervenciones del Banco de Francia que constituyen los instrumentos centrales de su política monetaria interna actual.

#### 3.4.4.2.- El sistema de reservas obligatorias.-

El Banco de Francia, con objeto de modificar el coste de los recursos de los bancos y, en definitiva, de regular el crédito, determina que los bancos y otras entidades obligadas por este sistema han de depositar en una cuenta no remunerada en el banco

---

<sup>74</sup>Vid. BANQUE DE FRANCE: "La Banque de France: Son histoire, son...", op. cit., págs. 19-20.

central, como ya apuntamos, unos saldos mínimos de liquidez en proporción a los pasivos captados de su clientela<sup>75</sup>.

Este sistema ha conocido a lo largo del tiempo diversas formulaciones<sup>76</sup>:

a. Fue creado por un decreto de 9 de enero de 1967, afectando únicamente a los depósitos.

b. En 1971 se incluyen los préstamos concedidos por las entidades sujetas.

c. Desde finales de 1972 hasta finales de 1984, se aplican límites cuantitativos a la expansión del crédito ("encadrement du crédit"), que supusieron la aplicación de tipos penalizadores progresivos, justificados por la coyuntura inflacionista mundial<sup>77</sup>.

d. En 1985 y 1986 se va flexibilizando

---

<sup>75</sup>Vid. PAREJO GAMIR, J.A., CALVO, A. y PAUL, J: "El sistema financiero en...", op. cit., pág. 18.

<sup>76</sup>Vid. CABALLERO, C.: "Le marché monétaire", ed. Dalloz, 2ª ed., París 1990, pág. 3.

<sup>77</sup>Vid. FERNANDEZ DIAZ, A. PAREJO GAMIR, J.A. y RODRIGUEZ SAIZ, L.: "Curso de Política...", op. cit, págs. 396-398, para un análisis detenido sobre las causas de dichas tensiones inflacionistas.

progresivamente esta formulación.

e. A principios de 1987, se produce la transición hacia una política monetaria dirigida a controlar la evolución de los tipos de interés, sistema complementado con la utilización de reservas obligatorias sobre los depósitos, suprimiendo los controles de créditos. En dicho año las autoridades monetarias eliminan los porcentajes que afectaban a los préstamos bancarios, aunque el Banco de Francia ha manifestado que mantiene la potestad de reintroducir este requisito en circunstancias excepcionales.

f. La regulación legal de este instrumento está actualmente constituida por las siguientes normas, cuyo contenido estudiaremos a continuación:

- Reglamento nº 14/86, de 24 de noviembre, del Comité de Reglamentación Bancaria.

- Reglamentos núms. 1/87, 11/88, 9/89 y 14/90 que modifican el anterior.

- Circular 1/91, de 15 de enero, del Banco de Francia, modificada por la Circular nº 3/91, de 27 de noviembre.

De acuerdo con lo en ellas establecido, las entidades obligadas a mantener esas reservas mínimas son:

\* Todos los establecimientos de crédito.

\* Establecimientos recogidos en el artículo 99 de la Ley bancaria de 24 de enero de 1984, con excepción de la Caja Central de Cooperación Económica<sup>78</sup>.

Son excluidas, sin embargo, las entidades que justifiquen un volumen de depósitos menor o igual a 100 millones de francos.

Los pasivos computables, a efectos de las reservas mínimas exigidas, son los siguientes<sup>79</sup>:

1. Pasivos a la vista en francos y operaciones asimiladas, incluidas las operaciones repos, con un vencimiento inicial inferior a 10 días.

---

<sup>78</sup>Estas instituciones administran las carteras de valores mobiliarios de su clientela. Están pues especializadas en la inversión y gestión de valores transferibles e instrumentos financieros negociables. Son conocidas como Entidades de cartera (Maisons des titres). A este respecto, vid. PAREJO GAMIR, J.A., CALVO, A. y PAUL, J.: "El sistema financiero en...", op. cit., pág. 72.

<sup>79</sup>Vid. BANQUE DE FRANCE: "Rapport 1993", op. cit., anexo estadístico.

2. Cuentas de ahorro de régimen especial, con excepción de cuentas y planes de ahorro a largo plazo<sup>80</sup>.

3. Pasivos denominados en francos con un vencimiento inicial de 10 días a 2 años.

4. Pasivos en divisas con vencimiento originario inferior a dos años.

El cómputo de las reservas obligatorias tiene carácter mensual, estando comprendido el período considerado entre el 16 de cada mes y el 15 del mes siguiente<sup>81</sup>.

En cuanto al importe exigido, el porcentaje determinado por el Banco de Francia varía según el tipo de pasivos. Además, el Banco central francés modifica periódicamente dichos porcentajes.

Así, a partir del 16 de mayo de 1992 el Banco de Francia modificó los porcentajes, fijando los hoy

---

<sup>80</sup>Se incluyen, entre éstas, los acuerdos y planes de ahorro popular, cuentas y planes de ahorro-vivienda, cuentas de ahorro-empresa, planes de jubilación y libretas infantiles en cajas de ahorro.

<sup>81</sup>Este período es tenido en cuenta desde el 16 de agosto de 1987. A este respecto, vid. CABALLERO, C.: "Le marché monétaire", op. cit., pág. 5.

vigentes, que pueden ser analizados en el Cuadro 3.6.

**CUADRO 3.6.** Modificación de los porcentajes de reservas obligatorias exigidas por el Banco de Francia en mayo de 1992.

Depósitos de residentes en francos	Situación a 01.12.1991	Situación a 16.05.1992
Depósitos a la vista	4,1	1
Libretas de ahorro	2	1
Pasivos de 10 días a un año	0,5	0,5
Pasivos con vcto. superior a un año	0	0

Fuente: Banque de France, "Rapport 1993".

Dicha modificación, introducida por la Instrucción del Banco de Francia 2/1992, de 14 de mayo, ha supuesto una fuerte reducción de los coeficientes obligatorios. De esta forma, el coeficiente aplicable a los pasivos a la vista se ha reducido del 4,10% al 1%; los depósitos de ahorro,

del 2% al 1%, mientras que permanecía inalterada la ratio aplicable a los depósitos entre 10 días y un año, en un 0,5%.

De igual manera, podemos ver la evolución de los porcentajes exigidos por el Banco de Francia en concepto de reservas obligatorias desde el 21.1.1987 hasta la actualidad en el Cuadro 3.7.

CUADRO 3.7. Porcentajes de reservas obligatorias desde el 21.01.1987 hasta la actualidad.-

	Pasivos en francos				Pasivos en divisas
	A la vista	Libretas	De 10 días a un año	De un año a 2 años	
1987 21.01	5	1	1	1	-
21.07	5	1	2	2	-
1988 01.06	5	2,5	2,5	2,5	-
1989 16.10	5,5	3	3	3	-
1990 10.01	5,5	3	3	3	0
16.10	5,5	2	0,5	0,5	0
1991 01.12	4,1	2	0,5	0	0
1992 16.05	1	1	0,5	0	0

Fuente: Banque de France, "Rapport 1993".

Como instrumento de política monetaria, el Banco de Francia utiliza el sistema de reservas obligatorias para amortiguar las fluctuaciones diarias de los tipos de interés, por cuanto las

entidades obligadas han de hacer frente al requisito que él impone en media mensual, como ya dijimos, lo que les permite situarse por debajo o por encima de dicha media temporalmente, sin que por ello modifiquen íntegramente su tipo de interés<sup>82</sup>.

3.4.4.3.- Intervenciones del Banco de Francia en el mercado interbancario.-

Estas intervenciones pueden realizarse a tipos de interés oficiales o a los de mercado, como ya dijimos y se encuadran por otro lado en el cambio del mecanismo de aplicación de la política monetaria del Banco de Francia acaecido en enero de 1987, y al que también nos hemos referido brevemente antes, cuando las autoridades monetarias francesas establecieron un

---

<sup>82</sup>Para un análisis teórico de la política de reservas obligatorias en Francia, vid. DE LA GENIERE, R.: "Défense des Réserves obligatoires des banques", la Revue Banque nº 513, París, febrero 1991, págs 156-157. Vid. también SANTOS, R.: "Coeficiente de caja y proceso de unión monetaria: algunas reflexiones", Banco de España, Boletín Económico septiembre 1993, págs. 11-19.

sistema dirigido hacia la liberalización del mercado monetario, orientando su política hacia la utilización de instrumento monetarios indirectos con objeto de afectar a los niveles de los tipos de interés<sup>83</sup>.

El Banco de Francia aplica la política monetaria a corto plazo, interviniendo en el mercado interbancario en base a sus estimaciones y a las condiciones macroeconómicas generales.

La intervención puede simplemente realizarse para aliviar tensiones sobre los tipos de interés y, en consecuencia, no supondría en este caso un cambio de la orientación de la política monetaria aplicada. En este supuesto, como veremos posteriormente, el Banco de Francia actúa a través de operaciones en el mercado interbancario a tipos de interés de mercado<sup>84</sup>.

Sin embargo, cuando el banco emisor francés decide aplicar un cambio de orientación en su

---

<sup>83</sup>Vid. QUINTYN, M.: "From direct to indirect monetary...", op. cit., págs. 5-7.

<sup>84</sup>Vid. BATTEN, D.S. y otros: "The conduct of monetary policy in the major...", op. cit., pág. 9.

política monetaria, va a realizar operaciones en el mercado interbancario a tipos de interés "oficiales": se trata de las operaciones con pacto de retrocesión, que actualmente son el principal instrumento que utiliza el Banco de Francia para controlar la expansión de la liquidez del sistema bancario<sup>85</sup>.

Estas operaciones son realizadas por el Banco de Francia con los denominados "operadores principales del mercado" (OPM)<sup>86</sup>, siendo de dos tipos<sup>87</sup>:

---

<sup>85</sup>Vid. CUADRADO, P. y MELCON, C.: "La instrumentación de la política monetaria en...", op. cit., pág. 30.

<sup>86</sup>Los OPM son establecimientos de crédito con los cuales el Banco de Francia tiene unos acuerdos especiales para que sean sus intermediarios exclusivos a estos efectos, elegidos en función de la importancia y calidad de su presencia en el mercado. A este respecto, vid. PAREJO GAMIR, J.A., CALVO, A. y PAUL, J.: "El sistema financiero en...", op. cit., pág. 56.

Asimismo, para una relación de los 25 existentes en 1991, así como de las condiciones que deben cumplir en términos de fondos propios mínimos (250 millones de francos), de todos los coeficientes obligatorios y de actividad, vid. CABALLERO, C.: "Le marché monétaire", op. cit., págs. 21-22.

<sup>87</sup>vid. COMITE DE GOBERNADORES DE LOS BANCOS CENTRALES DE LA CE: "Informe Anual 1992", Bruselas 1993, págs. 47-52; BATTEN, D.S. y otros: "The conduct of monetary policy in the major...", op. cit., págs. 8-9; BANQUE DE FRANCE: "L'action de la Banque...", op. cit., pág. 3; BANQUE DE FRANCE: "La Banque de France: Son histoire, son...", op. cit., págs. 17-19; BANQUE DE FRANCE: "Rapport 1993", op. cit., en cuyo anexo 4 se recoge la Instrucción nº 3/90 del Banco de Francia, hoy vigente, que regula los dispositivos de

A. Operaciones con petición de ofertas  
(operations sur appel d'offres) por parte del Banco  
de Francia:

Constituyen la forma habitual a través de la  
cual el Banco de Francia inyecta liquidez en la  
actualidad.

Se realizan de forma discrecional por el banco  
central francés, el cual decide a qué entidades  
invita para que realicen sus ofertas. Por lo tanto,  
las entidades de crédito no pueden acceder a esta  
facilidad crediticia a su voluntad.

En función de las previsiones que el Banco de  
Francia realiza sobre la liquidez de las entidades de  
crédito, a primera hora de la mañana invita pues a  
determinadas instituciones financieras a que

---

intervención del banco central francés en el mercado  
monetario; FERRANDIER, R. y KOEN, V.: "Marchés de  
capitaux et...", op. cit., págs. 121-125; CABALLERO,  
C: "Le marché monétaire", op. cit., págs. 10-19;  
QUINTYN, M.: "From direct to indirect...", op. cit.,  
págs. 9-10; LEHMANN, P.J.: "Les circuits financiers",  
op. cit., págs. 332-346; PAREJO GAMIR, J.A., CALVO,  
A. y PAUL, J: "El sistema financiero en...", op.  
cit., págs. 19-21; KNEESHAW, J.T. y VAN DEN BERGH,  
P.: "Changes in Central Bank money market operating  
procedures in the 1980s", BIS Economic Papers nº 23,  
Basilea 1989, págs. 34, 54 y 60-62, y CUADRADO, P. y  
MELCON, C.: "La instrumentación de la política  
monetaria en...", op. cit., pág. 29.

especificuen las cuantías de recursos que desean que se les preste.

Esa invitación incluye también:

a. El tipo de títulos aceptables como garantía y vencimientos de los mismos. En la actualidad, el Banco de Francia admite los siguientes títulos como garantía de las operaciones con pacto de retrocesión con petición de ofertas:

- Bonos del Tesoro, sin límite de vencimiento.
- Pagars de empresa y otros títulos a corto plazo con vencimiento inicial inferior a dos años, emitidos por empresas que hayan sido previamente evaluadas de forma positiva por el banco central<sup>88</sup>.

b. La fecha en la cual el importe de dicha operación será depositado en la cuanta de la entidad

---

<sup>88</sup>Vid. PAREJO GAMIR, J.A., CALVO, A. y PAUL, J.: "El sistema financiero en...", op. cit., pág. 20 y BATTEN, D.S. y otros: "The conduct of monetary policy in...", op. cit., pág. 8.

No obstante, desde febrero de 1993, el Banco de Francia organiza dos subastas, una para los títulos públicos y otra para los privados, que permiten al banco central francés aplicar un grado distinto de racionamiento de cantidades, menor en la segunda subasta, por corresponder a títulos mantenidos casi exclusivamente en las carteras de los bancos comerciales y no en la de otras entidades, con una operativa de carácter más especulativo. A este respecto, vid. CUADRADO, P. y MELCON, C.: "La instrumentación de la política monetaria en los países...", op. cit., pág. 29.

oferente.

c. El período de tiempo durante el cual el Banco de Francia aceptará las ofertas.

A la vista de todos estos factores, las entidades invitadas deberán especificar:

1. La cantidad de títulos, públicos o privados, que están dispuestas a entregar como garantía de la operación.

2. Los tipos de interés que están dispuestas a pagar por obtener esos recursos.

Una vez recibidas las distintas ofertas, el Banco de Francia fija el tipo de interés al cual efectuará las operaciones. Sólo serán atendidas aquellas ofertas cuyos tipos sean iguales o superiores al "tipo de intervención".

La cantidad total de fondos a prestar se repartirá entonces en igual porcentaje a las cantidades solicitadas por las entidades oferentes<sup>89</sup>.

Podemos analizar la aplicación de este

---

<sup>89</sup>Este método se denomina sistema de adjudicación "a la francesa".

instrumento a partir del siguiente ejemplo práctico:

Supongamos que el Banco de Francia, ante una invitación realizada a los bancos A y B, recibe de cada uno de ellos diversas ofertas sobre cantidad de títulos que están dispuestos a entregar como garantía de la operación, así como el tipo de interés que están dispuestos a pagar. Dichas ofertas aparecen recogidas en el cuadro 3.8.

**CUADRO 3.8.** Ejemplo de ofertas recibidas en una operación con pacto de retrocesión con petición de ofertas. (en millones de FF).-

Tipo de interés	Oferta del Banco A	Oferta del Banco B	Total	Acumulativo
8	100	300	400	400
7 3/4	300	1400	1700	2100
7 1/2	1400	500	1900	4000
7 1/3	500	600	1100	5100
7 1/4	600	700	1300	6400

Fuente: BATTEN, D.S. y otros: "The conduct of monetary policy in the major...", op. cit., pág. 8.

El Banco de Francia, tras analizar estas ofertas, decide fijar un tipo de interés del 7,5%, y distribuir 2000 millones de FF, lo que equivale al 50% de las ofertas recibidas al tipo de interés del 7,5% y superiores.

De acuerdo con este criterio, el Banco de Francia repartirá dichos fondos de la siguiente forma:

- Al banco A, el 50% de sus ofertas al tipo 7,5% ó superior.  $1800 \cdot 50\% = 900$  millones FF.

- Al banco B, el 50% de sus ofertas al tipo 7,5% ó superior.  $2200 \cdot 50\% = 1100$  millones FF.

El tipo de interés de estas operaciones con pacto de retrocesión con petición de ofertas constituye, como hemos visto al estudiar la variable operativa de la política monetaria francesa, el límite inferior que fija el Banco de Francia a las oscilaciones de los tipos de interés a corto plazo del mercado interbancario<sup>90</sup>.

La regulación legal de estas operaciones aparece

---

<sup>90</sup>En este sentido, pueden verse los Gráficos 3.5, 3.6, 3.7 y 3.8 del apartado dedicado a la variable operativa de la política monetaria francesa.

recogida en el Título IV de la Ley nº 1444/93, de Autonomía del Banco de Francia.

B. Operaciones permanentes con pacto de retrocesión de 5 a 10 días (pensions à 5-10 jours). A diferencia de las anteriores operaciones que, como se ha visto, se realizan de forma discrecional por el Banco de Francia, en éstas son las propias entidades de crédito las que deciden cuándo acudir al Banco de Francia, siempre y cuando dispongan de suficientes títulos públicos o privados para garantizarlas<sup>91</sup>.

Estas operaciones constituyen una facilidad crediticia marginal para ellas<sup>92</sup>, siendo el tipo de interés de las mismas 1/2 ó 3/4 de punto porcentual superior al tipo de las operaciones con petición de ofertas. Dicho tipo de interés constituye el límite superior que fija el Banco de Francia a las oscilaciones de los tipos de interés del mercado

---

<sup>91</sup>Los últimos admitidos por el Banco de Francia son los mismos que los de las operaciones con pacto de retrocesión con petición de ofertas que ya hemos expuesto.

<sup>92</sup>Tienen, por lo tanto, características similares a los créditos lombardos concedidos por el Bundesbank a las entidades de crédito alemanas.

interbancario.

En la práctica, esta facilidad crediticia es utilizada por las entidades de crédito sólo cuando el tipo del mercado interbancario es superior al de las operaciones permanentes con pacto de retrocesión de 5 a 10 días. En este supuesto, el exceso de demanda de fondos en el mercado interbancario, que genera un aumento de dicho tipo, se verá compensado a través de esta facilidad crediticia<sup>93</sup>.

Por lo tanto, estas operaciones permiten aliviar las tensiones alcistas sobre el tipo interbancario, que tiende a situarse al nivel del tipo de interés de las operaciones permanentes con pacto de retrocesión de 5 a 10 días.

Junto a estas operaciones realizadas a tipos "oficiales", el Banco de Francia interviene en el mercado interbancario con operaciones con pacto de retrocesión a muy corto plazo (24-48 horas), operaciones que se realizan con un número reducido de entidades financieras, y a tipos de mercado.

---

<sup>93</sup>Vid. CUADRADO, P. y MELCON, C.: "La instrumentación de la política monetaria en...", op. cit., pág. 29.

Si existen tensiones alcistas (a la baja) sobre los tipos del interbancario, el banco central francés inyectará (drenará) recursos comprando (vendiendo) con pacto de retrocesión los mismos títulos utilizados en las operaciones oficiales ya estudiadas<sup>94</sup>.

El Banco de Francia ha suspendido la realización de estas operaciones desde el 5 de enero al 3 de febrero de 1993, y desde el 22 de julio al 5 de agosto de ese mismo año, siendo sustituidas por préstamos a un día<sup>95</sup>.

#### 3.4.4.4.- Operaciones de mercado abierto en sentido estricto.-

Tras la reforma de 1986, el Banco de Francia completa su acción monetaria a través de compras y

---

<sup>94</sup>vid. BATTEN, D.S. y otros: "The conduct of monetary policy in...", op. cit., pág. 9.

<sup>95</sup>vid. BANCO DE ESPAÑA: "Informe Anual 1993", Madrid 1994, pág. 41.

ventas en firme de títulos negociables, con el objetivo fundamental de amortiguar las fluctuaciones diarias de los tipos de interés a corto plazo. Estas operaciones no van a indicar, por lo tanto, cambios en el signo e intensidad de la política monetaria.

A pesar de que en 1989 el Consejo General del Banco de Francia posibilitó realizar estas operaciones con todos los valores negociables (certificados de depósito, pagarés de empresa y bonos de sociedades financieras, además de bonos del Tesoro, que eran los únicos utilizados por el Banco de Francia hasta la fecha), sólo se realizan actualmente con bonos del Tesoro, debido a la escasa dimensión del mercado secundario de los demás títulos<sup>96</sup>.

Al contrario de lo que sucede con las operaciones oficiales con pacto de recompra, realizadas exclusivamente con los participantes en el mercado interbancario, las operaciones de mercado abierto pueden ser acordadas en principio con todos

---

<sup>96</sup>Vid. BANQUE DE FRANCE: "L'action de la Banque de France...", op. cit., pág. 3.

los agentes económicos<sup>97</sup>.

Para terminar, habría que señalar que el instrumento principal de suministro de liquidez a las entidades de crédito durante 1993 han sido las operaciones con pacto de retrocesión con petición de ofertas por el Banco de Francia, que supusieron ese año un 77,3% del total suministrado.

Por su parte, las operaciones permanentes con pacto de retrocesión de 5 a 10 días únicamente supusieron un 3,2% de la liquidez suministrada, lo que corrobora su consideración como instrumento de refinanciación marginal, mientras que a través de operaciones de mercado abierto en sentido estricto se suministró un 19,5% del total inyectado por el Banco de Francia<sup>98</sup>.

---

<sup>97</sup>Sin embargo, dichas operaciones se realizan fundamentalmente con los OPM y con los "especialistas en valores del Tesoro". Estos últimos son 15 bancos o cajas que, a cambio de diversos privilegios, se comprometen a cotizar precios de compra y venta de estos títulos, a participar en sus adjudicaciones, etc. A este respecto, vid. PAREJO GAMIR, J.A, CALVO, A. y PAUL, J.: "El sistema financiero en...", op. cit., pág. 20.

<sup>98</sup>Estos datos están calculados a partir del Informe Anual del Banco de Francia correspondiente a 1993. A este respecto, vid. BANQUE DE FRANCE: "Rapport 1993", op. cit., anexo estadístico.

**ABRIR TOMO II**

