

Els canvis necessaris en la política monetària espanyola(*)

Antonio Argandoña(**)

Cap el 1972 el Banc d'Espanya va posar en marxa un nou esquema d'elaboració i implementació de la política monetària. El resultat va ser un maneig modern i eficient de les magnituds monetàries, al nivell dels millors bancs centrals del món, el que dóna idea de la qualitat tècnica de l'equip que estudia, planeja i executa aquesta política. Durant els anys següents continuà millorant aquell esquema i adaptant els instruments a les necessitats canviants de l'entorn nacional i internacional.

Potser per tot això, la política monetària espanyola ha estat ben acceptada i poc criticada; en tot cas, s'han censurat qüestions properes a ella, com la quantia i finançament del dèficit o el grau de depreciació desitjable de la pesseta. Queda pendent, doncs, un debat més profund sobre la política monetària espanyola(1).

L'objecte d'aquest article és contribuir a aquest debat, formulant algunes crítiques a la política desenvolupada en els darrers anys i fent suggerències sobre com millorar-la(2). Evitaré entrar en arguments doctrinals, donat que el Banc d'Espanya sosté precisament que el seu plantejament és pragmàtic.

La política monetària en vigor

La política monetària posada en pràctica a principis de la dècada dels setanta és una política bietàpica(3). Per aconseguir els fins últims de la política econòmica -estabilitat de preus, creixement econòmic, estabilitat canviària, etc.-, l'autoritat monetària fixa, en una primera etapa, un objectiu intermedi, en forma d'una banda de taxes de creixement d'un agregat monetari -les disponibilitats líquides o M3, fins el 1983, i els actius líquids en mans del públic, M4 o ALP, des de llavors-(4). Es suposa que aquest agregat està connectat properament amb aquells objectius últims, de manera que la consecució de l'objectiu intermedi ofereix certes garanties de que aquells es podran aconseguir (amb retard).

La segona etapa consisteix en definir la senda temporal que haurà de descriure una variable operativa o instrumental, el control de la qual és més ràpid i assequible pel banc central, de manera que permeti assolir l'evolució desitjada de la variable objectiu intermedi. La variable operativa utilitzada a Espanya són els actius de caixa del sistema bancari.

D'acord amb l'experiència acumulada en aquests tres lustres, aquest disseny de la política monetària sembla satisfactori. L'objectiu intermedi s'assoleix amb suficient precisió en un termini raonable -un

(*)Text ampliat de la conferència pronunciada a la Societat Catalana d'Economia el 12 de maig del 1987. Vull manifestar el meu agraïment a la Junta Directiva de la Societat per la seva invitació i als assistents a la conferència per les seves interessants observacions i comentaris. La responsabilitat, com és lògic, continua essent només meua.

(**)Catedràtic de Teoria Econòmica. *Universitat de Barcelona*. Professor Extraordinari, IESE. *Universitat de Navarra*.

trimestre, aproximadament-. I el disseny de la política monetària i els instruments disponibles han permès una conducció d'ella que, segons el Banc d'Espanya, és suau i ordenada, encara que no senzilla.

Però... no tot són llums en aquest quadre. La taxa de creixement de la variable definida com objectiu intermedi ha variat molt, amb oscil·lacions que, encara que eren d'esperar, semblen excessives(5). Més important encara, la quantitat de diner i els tipus d'interès han mostrat un perfil temporal relativament procíclic, de manera que no només no han contribuït a moderar les oscil·lacions conjunturals de l'economia, ni han estat neutrals (com hagués ocorregut de seguir la regla de creixement constant de la quantitat de diners), sinó que han estat desestabilitzadors. Finalment els costos socials del procés de control monetari han estat elevats; per exemple, un coeficient de caixa alt, d'ampli contingut i extès a nombroses institucions ha distorsionat l'assignació de recursos i l'eficiència del sistema financer -si bé aquests defectes es poden atribuir més al dèficit públic i al seu finançament que a la política monetària pròpiament dita-. I els aconteixements del primer quadrimestre del 1987 no fan sinó confirmar tot això(6).

Els fins de la política monetària espanyola (7)

Els manuals d'economia solen atribuir a la política monetària la creació d'un marc estable pel desenvolupament ordenat de l'activitat econòmica, que es manifesta en tres àmbits possibles: l'estabilitat del nivell de preus, la de les variables reals i la dels mercats monetaris.

Estabilitat de preus

A la vista dels deficients resultats de la política de rendes, avui s'acostuma a atribuir a la política monetària gairebé tota la tasca de reduir la inflació -i mantenir-la després a un nivell baix-(8). Es tracta d'un objectiu a llarg termini, perquè la relació causal del diner sobre els preus té lloc lentament(9). Per això, el Banc d'Espanya suposa que un creixement excessiu de la quantitat de diner, si és de curta durada, no tindrà efectes importants sobre la tasa d'inflació (encara que pot alimentar les expectatives d'una inflació futura més alta). Es pot concloure, doncs, que la millor manera d'aconseguir una relativa estabilitat de preus és un creixement reduït, regular, sostingut, anunciat i complert de la quantitat de diner.

Diner i activitat econòmica

L'acord és molt menor quan es tracta de dilucidar la capacitat de la política monetària per influir de manera sostinguda i suficient sobre les variables reals -producció, ocupació, inversió, etc.-, sense causar problemes més grans en altres àmbits. L'enfocament activista de la política monetària pretén que aquesta actui contracíclicament, de manera expansiva en les fases de recessió i contractiva en les d'auge. Els partidaris d'una política no activista consideren que les possibilitats d'assolir una bona "sintonia" en les variables reals mitjançant el maneig monetari són reduïdes, i els seus costos elevats; d'aquí que prefereixen evitar nous factors d'instabilitat deguds a una manipulació incorrecte de les variables monetàries(10).

El mecanisme a través del qual les magnituds monetàries incideixen sobre la producció i l'ocupació, passa, principalment, a través de tres canals. El primer, la dotació (racionament) del crèdit, és cada cop menys important, per l'amplitud dels mercats financers, l'augment de la competitivitat i la multiplicació dels instruments, operacions i mercats (però pot ser important en moments de tensió en els mercats monetaris, donat que el volum de crèdit és, a curt termini, poc sensible al seu cost, com s'ha posat de manifest en els primers mesos del 1987). Els altres dos canals són les variacions dels tipus d'interès i dels tipus de canvi. Donat que el Banc d'Espanya no utilitza explícitament el tipus de canvi com a mecanisme de transmissió de les seves actuacions, ens limitarem a contemplar l'acció de la política monetària sobre els tipus d'interès (en això coincideix amb l'objectiu de reduir el cost del finançament del sector públic).

La transmissió dels efectes de la política monetària es produeix així: un canvi en la quantitat de diner trenca l'equilibri de la cartera dels particulars, empreses i entitats financeres, portant a un procés de substitució d'actius que altera els seus preus i rendibilitats -això és, els tipus d'interès-, fins que, finalment, aquests afecten a les variables reals: producció, inversió, consum, oferta i demanda d'ocupació, etc.(11).

El procés, però, no és senzill ni li manquen dificultats. Cada actiu té el seu propi tipus d'interès, les variacions del qual dependran principalment de les relacions de substitució entre actius. Per exemple, el tipus d'interès interbancari sol moure's amb més rapidesa que el d'altres mercats, perquè els canvis

monetaris afecten, en primer lloc, a les entitats financeres, els processos d'ajustament de les quals són més ràpids que els del públic en general.

A més, els ulteriors canvis en les variables finals -preus, producció, etc.- alteren també la demanda de diner, portant a noves modificacions en la composició de carteres i en els tipus d'interès, ara en sentit contrari i amb un retard temporal poc conegut i no constant(12).

Tot això implica que la precisió que es pot aconseguir en el maneig dels tipus d'interès mitjançant la política és reduïda, no només en la quantia dels efectes, sinó també en el seu desenvolupament temporal, i fins i tot en el signe.

El desenvolupament ordenat dels mercats monetaris

Aquest tercer fi específic de la política monetària té diverses manifestacions. En el pla intern, la més òbvia és evitar les crisis de liquiditat bancària, però s'extén també a la reducció de les oscil·lacions del tipus d'interès. I en el pla extern abasta la gestió dels tipus de canvi, de manera que es mantingui la competitivitat de la pesseta, a mig termini, i l'estabilitat dels tipus de canvi, a curt(13).

Com tracta d'aconseguir aquests objectius la política monetària espanyola? Des de finals dels anys setanta, la reducció de la inflació és el seu objectiu principal. Subordinat a ell, es pretén incidir sobre les variables reals: el relleu de l'activitat econòmica (o la seva contenció, a principis del 1987) i/o la reducció dels tipus d'interès. Finalment, el desenvolupament ordenat dels mercats monetaris es manifesta en la freqüent intervenció del Banc d'Espanya per suavitzar els tipus del mercat interbancari (i els tipus de canvi).

Tot això està molt bé en teoria, però com es pot aconseguir? Perquè Tinbergen feia notar, ja fa anys, que calen tants instruments independents com objectius de política hi hagi(14). I la política monetària disposa només d'un instrument(15), ja que, fixada la quantitat de diner, el tipus d'interès queda determinat per ella, o viceversa(16). El que el nostre banc central intenta, en aquestes condicions, és jugar amb els terminis(17).

Així doncs, l'autoritat monetària persegueix, a llarg termini -posem d'un trimestre a un any- la reducció de la taxa d'inflació. Per això, estableix com objectiu intermediari una banda de creixement dels ALP, de manera que resulti compatible amb el creixement estimat del producte interior brut i amb els canvis esperats en la demanda de diners, i així s'assoleix la taxa d'inflació desitjada(18).

En el mig termini -d'un a tres mesos, aproximadament, el Banc d'Espanya persegueix taxes més altes de creixement dels ALP, dins de la banda -o fins i tot fora d'ella-, quan tracta de relleuar l'economia i reduir els tipus d'interès, i taxes menors quan l'excessiva acceleració monetària posa en perill l'estabilitat dels preus, de la balança de pagaments o del tipus de canvi.

Finalment, en el curt termini -d'un dia a un mes-, el banc emissor provoca creixements més o menys elevats i sostinguts respecte de la senda desitjada d'actius de caixa, per suavitzar els tipus d'interès del mercat interbancari(19).

Ara bé, és possible utilitzar un sol instrument per aconseguir tres objectius diferents, sovint contraposats, contant només amb el desenvolupament temporal dels seus efectes? La resposta és, segons el meu parer, negativa.

Els resultats de l'acció per reduir els tipus d'interès

L'autoritat monetària, com ja hem apuntat, provoca creixements més o menys alts dels actius de caixa, per a induir els canvis desitjats en els tipus d'interès. Com que actua en el segment més líquid del mercat, els tipus a què pot afectar són els del mercat interbancari. Però el seu objectiu és reduir els tipus a terminis més llargs, principalment els dels actius (i passius) de les entitats financeres. Ara bé, una expansió monetària transitòria no provocarà canvis sensibles en els tipus a llarg termini, que són els que influeixen en les decisions privades de despesa(20).

Això vol dir que el Banc d'Espanya pot, com a molt, reduir transitòriament els tipus interbancaris a curt, amb l'esperança de que, malgrat tractar-se d'un fenomen transitori -i conegut com a tal-, es redueixin els tipus a terminis més llargs, sense provocar revisions a alça de la taxa d'inflació esperada, i de manera que la demanda agregada augmenti ràpidament i sostingudament, perquè pugui retornar aviat a la part central o inferior de la banda d'objectius -a fi de no posar en perill la meta d'inflació desitjada-, sense que aquesta

relativa contracció monetària porti a nous augments dels tipus d'interès, malgrat la major demanda de crèdit que s'estarà produint. Ja es veu que tot això té molt de bons desitjos o de joc d'atzar.

El que ha passat, de fet, en els anys recents és que el Banc d'Espanya ha provocat creixements per excés, desplaçant-se a la part superior de la banda d'objectius, o fins i tot fora d'ella, fins que, al poc temps, el deteriorament de la balança de pagaments, del canvi de la pesseta o de la taxa d'inflació han obligat a una nova contracció, per a no incomplir l'objectiu a llarg termini, que és la moderació de la inflació.

El resultat ha estat una política monetària sincopada, irregular, en què les expansions excessives poden haver retardat la producció de les expectatives d'inflació, contribuint així a uns tipus d'interès més elevats del que s'hagués pogut aconseguir amb una política més suau. En tot cas, el prompte retorn a la part baixa de la banda d'objectius ha confirmat el caràcter transitori d'aquestes expansions, exigint creixements monetaris més agressius en el futur, per aconseguir lleugeres reduccions en els tipus d'interès.

Ara bé, si això és així, per què s'ha intentat, una i altra vegada, aquesta política? No sembla que sigui per ignorància del Banc d'Espanya, que ha manifestat el seu escepticisme sobre els resultats aconseguits amb ella. Potser calgui comptar amb la manca d'altres polítiques aptes per al control de la demanda a curt termini -principalment la fiscal, bloquejada per l'elevat dèficit i pels problemes creats pel seu finançament-. Però em sembla que el factor més important és el propòsit d'abaratir el deute públic, com es posa de manifest en els Informes del Banc d'Espanya-. Es tracta, però, d'una política d'efectes dubtosos i alts costos i, probablement, contradictòria(21).

El fenomen és, amb tot, més general. Els tipus d'interès baixos redueixen la càrrega financera, el risc d'impagament i la incertesa dels deutors; per tant, ha d'haver una "demanda social" de tipus baixos, representada pels deutors, públics i privats, i recolzada per les entitats financeres, que veuen reduït el rendiment dels seus actius, però també el cost dels seus passius, alhora que disminueixen el seu risc, compartint-lo amb els seus clients de passiu.

El desenvolupament ordenat dels mercats financers

La intervenció del Banc d'Espanya per reduir la variabilitat dels tipus d'interès interbancaris s'ha justificat argumentant que aquesta excessiva volatilitat provoca ineficiències en els mercats monetaris, eleva el risc (i els tipus d'interès) i obliga a les entitats financeres a acumulacions excessives de liquiditat, posant en les seves mans un elevat potencial d'expansió del crèdit i, per tant, fent problemàtic i difícil el control monetari. Malgrat això, aquestes raons són molt discutibles. La variabilitat dels tipus a curt, si és transitòria, no es transmet als tipus a llarg, ni afecta l'activitat econòmica. Les entitats que operen en els mercats monetaris són, d'altra banda, les més preparades per a manejar els riscos derivats d'una elevada variabilitat dels tipus d'interès. I l'eliminació d'aquesta volatilitat imprimeix una major variació als agregats monetaris(22) i dificulta el necessari ajustament dels tipus d'interès a mig i llarg termini(23).

Si això és així, per què intervé el Banc d'Espanya per suavitzar els tipus d'interès? Les raons són varies. Unes venen del costat de l'"oferta", perquè els funcionaris del Banc d'Espanya necessiten "fer alguna cosa" (la major part de la feina diària del banc central, pel que fa a control monetari, es justifica per aquesta acció)(24). Però hi ha també una "demanda" d'aquesta intervenció per part dels bancs, perquè d'aquesta manera el Banc d'Espanya -i el públic- comparteixen amb ells aquest risc, alhora que l'autoritat monetària adquireix un cert "compromís" en el compte de resultats de les entitats financeres.

Com ja vam dir, per corregir la variabilitat dels tipus d'interès, el Banc d'Espanya es separa de la senda temporal desitjada del actiu de caixa, per compensar amb una major o menor oferta les pertorbacions erràtiques i estacionals de la demanda dels actius esmentats, o les derivades de canvis en la demanda de diner. Això suposa que l'oferta d'actiu de caixa és, en condicions normals, relativament elàstica, que es produeixen separacions -consentides i fins i tot provocades- respecte de la senda de creixement traçada com tal objectiu, i que el retorn a aquesta senda acostuma a ser lent, quan per qualsevol raó s'ha separat d'ella.

Els efectes d'aquesta conducta mereixen ser comentats. En primer lloc, i tenint en compte que en els anys recents el Banc d'Espanya ha procurat reduir els tipus d'interès, les accions per moderar la seva variabilitat han impartit un biaix expansiu a la seva política; i com que això entra en conflicte amb l'objectiu a curt termini -la reducció de la inflació-, ha provocat, finalment, contraccions monetàries més violentes del que hagués estat desitjable.

En segon lloc, l'actuació diària del Banc d'Espanya ha alterat el comportament de les entitats financeres, portant-les a desentendre's almenys d'una part de la seva gestió de liquidat -llevat de condicions de restricció monetària-, incrementant, paral·lelament, el protagonisme del banc emissor.

En tercer lloc, ha alterat la interpretació de la informació disponible en els mercats financers. Ara, els tipus interbancaris porten els senyals rellevants per interpretar l'actitud de les autoritats a curt termini, i els agregats monetaris -els ALP- les porten a llarg termini. En efecte, si el Banc d'Espanya modera totes les pertorbacions exteriors sobre els tipus d'interès a curt termini, els canvis que tinguin lloc en ells es deuran exclusivament a la voluntat de l'autoritat monetària; pel contrari, els canvis en els actius de caixa o en els ALP recolliran totes aquelles pertorbacions, i els mancarà significat per als participants en el mercat. Però a llarg termini passa el contrari: per aconseguir l'objectiu en termes d'inflació, el Banc d'Espanya ha d'aconseguir un creixement determinat dels ALP, que passaran a jugar ara el paper central, sent secundari el dels tipus d'interès. I aquest canvi de contingut informatiu dels indicadors al llarg del temps genera ineficiències en la seva interpretació, porta a conflictes entre el seu contingut informatiu i, probablement, obliga a l'autoritat monetària a accentuar la contracció dels ALP a llarg termini.

I això té, per la seva banda, efectes negatius sobre el mecanisme de conducció de la política monetària. La suavització dels tipus d'interès i la pèrdua de significació dels actius de caixa, en el curt termini, obliguen a les autoritats de fixar-se en els primers com un indicador i fins i tot com variable operativa. Però els tipus d'interès no acompleixen bé aquesta funció, perquè imprimeixen un biaix expansiu a la política monetària, obliguen el Banc d'Espanya a validar les pertorbacions reals(25), porten a creixements excessius en l'oferta d'actius de caixa i confereixen un biaix procíclic a la política monetària(26).

Finalment, aquesta manera d'actuar el banc emissor fa més probable que les seves intervencions siguin desestabilitzadores. Per compensar amb èxit els canvis ocorreguts en la demanda de diner ha de conèixer la naturalesa de les pertorbacions que es produeixen, el seu caràcter permanent o transitori, i la seva durada amb l'antelació necessària; a més, ha de conèixer l'estructura de l'economia -els paràmetres del model i les seves propietats estocàstiques-, tasca ja de per sí difícil, però que es veu agreujada perquè aquests caràcters no són invariables a la regla de política(27). Per altra banda, ha de tenir en compte el retard amb què les seves accions exerciran els seus efectes, i que, com s'ha dit abans, el tipus d'interès experimentarà al llarg del temps moviments de diferent signe i quantia, amb retards no ben coneguts ni constants.

El risc, doncs, d'una acció desestabilitzadora és gran. I, com he mostrat a altres llocs(28), la política monetària ha resultat massa expansiva en certs períodes, obligant a contraccions innecessàriament brusques en altres(29).

Els tipus de canvi

La política de tipus de canvi ocupa un lloc residual dins la política monetària espanyola. En el mig termini -fins alguns mesos-, el Banc d'Espanya intervé en els mercats de divises per evitar apreciacions (o provocar depreciacions), quan es tracta de millorar la capacitat competitiva a l'exterior, i per aconseguir l'efecte contrari quan intenta moderar les alces de preus. Aquestes accions provoquen variacions en les reserves de divises, que són un factor de creació de diner al país i que, per tant, poden posar en perill la consecució dels objectius monetaris interns, raó per la qual el Banc d'Espanya sol esterilitzar-les. En el més curt termini, el Banc d'Espanya intervé en els mercats de canvis per evitar oscil·lacions excessives dels tipus de canvi; aquestes accions també solen ser esterilitzades, encara que no instantàniament(30).

Respecte l'argumentació anterior, el mercat de canvis ha actuat com restricció a la política monetària interna: quan la pesseta estava ferma i la balança de pagaments semblava sanejada, es permetien les expansions monetàries esmentades, i quan l'especulació contra la pesseta creixia, la política es feia més contractiva, d'acord amb l'ortodòxia.

No es pot parlar, doncs, d'un objectiu definit de la política canviària. En tot cas, s'ha tractat de mantenir la competitivitat de les exportacions, dintre d'uns marges amplis -i l'adopció del tipus de canvi efectiu real de la pesseta com objectiu i indicador n'és una mostra-, de facilitar el desenvolupament de la política monetària interior i, ocasionalment, de dur a terme accions específiques (com facilitar la devolució del deute, els 1983-86, o frenar l'entrada especulativa de capitals, el 1987).

La política monetària desitjable

En el que segueix faré algunes recomanacions sobre la política monetària desitjable en un futur proper, sense l'ànim de ser exhaustiu.

1. Objectius darrers

La política monetària ha d'atendre, preferentment, l'estabilitat de preus, reduint primer i mantenint després en un nivell baix la taxa d'inflació. Aquest és l'objectiu reconegut per les nostres autoritats per al llarg termini, i ha de ser mantingut.

Juntament amb això, s'han d'abandonar els intents d'utilitzar la política monetària de manera activista, per reduir els tipus d'interès, a fi d'augmentar l'ocupació i la producció o abaratir el deute públic. Són aquestes unes tasques que la política monetària no pot aconseguir, llevat per casualitat, sense posar en perill l'estabilitat de preus i canvis (amb el risc, a més, de que resulti una política desestabilitzadora).

2. Objectiu intermig

La política monetària ha de seguir fixant-se en un agregat monetari, no en un tipus d'interès. És desitjable que aquest agregat sigui menys ampli que els ALP -encara que la transició cap a un altre objectiu intermig pugui resultar difícil, sobretot si el dèficit públic segueix pesant fortament sobre el sistema financer-(31). En tot cas, no hi ha una resposta única a la pregunta sobre quin hauria de ser l'agregat objecte de control(32); tot fa pensar que hauria de tractar-se d'un actiu de menys cobertura, com M1 -efectiu més dipòsits la vista- o M2 -M1 més dipòsits d'estalvi-(33), però no s'ha de descartar l'ús de la base monetària o dels actius de caixa -el que suposaria abandonar la política monetària biestapica-.

En tot cas, l'objectiu hauria de fixar-se pluriannualment, per evitar la incertesa sobre la política monetària futura; i hauria de ser degudament anunciat i complet. Si es segueix expressant en forma de banda, haurien d'explicitar-se les regles de moviment a llarg termini dins d'ella -per exemple, la convergència cap a un valor central de la banda-.

L'objectiu hauria de canviar-se només davant pertorbacions permanents, o davant l'evidència de canvis durables en els paràmetres rellevants(34). Tanmateix, hauria de contemplar-se la possibilitat d'utilitzar el tipus de canvi com objectiu intermig, si tinguessin lloc pertorbacions externes d'envergadura, amb el compromís de tornar a l'objectiu en termes d'un agregat quan les circumstàncies ho permetessin.

En tot cas, es tracta d'aconseguir un creixement estable de la quantitat de diners, encara que això no sigui garantia d'estabilitat de preus, de producció o ocupació, o de tipus d'interès, que estaran sotmesos a pertorbacions no monetàries.

3. Variable operativa

La variable operativa ha de ser, per raons ja esmentades, un agregat monetari, i no un tipus d'interès. Els candidats són els actius de caixa i la base monetària, i no hi ha raons a priori per preferir l'un a l'altre(35). En tot cas l'ajust als canvis en aquesta variable l'ha de portar el mercat, no el banc central. Per això sembla preferible que la senda de la variable operativa es traci en termes no desestacionalitzats(36).

Tanmateix, l'autoritat monetària no hauria de corregir totes les pertorbacions erràtiques, estacionals i de canvi en la demanda de diner(37). Això implica que l'ajustament hauria de pesar més sobre els tipus d'interès, que resultarien més volàtils que en el passat; però ja hem fet notar que això no crearia problemes importants, perquè la variabilitat dels tipus a curt no es transmet als tipus a llarg, i perquè els bancs estan en condicions d'emprar bé aquest risc.

Óbviament, això implicaria un canvi en el contingut informatiu dels indicadors. Els tipus interbancaris deixarien de ser rellevants, a curt termini, i els agregats monetaris ho serien a curt i a llarg, millorant així la coherència en els senyals(38).

4. Implementació

La realització de la política monetària aquí proposada vindria facilitada si s'adoptessin petits canvis d'operativa per facilitar l'ajust sense costos importants. Així, el coeficient de caixa haurà de ser de quantia reduïda i abastar un nombre limitat d'actius(39). I els instruments hauran de ser precisos, de poca amplitud i, per tant, amb reduïts costos d'aplicació.

Es podria reduir també l'estacionalitat de la demanda d'actius de caixa, que ara pertorba els mercats monetaris i justifica la intervenció de les autoritats. Per exemple, la distribució de la data de compliment del coeficient de caixa dintre de cada desena, de manera que aproximadament un deu per cent de les entitats ho complís cada dia, reduiria considerablement l'estacionalitat de l'interbancari(40).

5. Coordinació amb altres polítiques

És obvi que la política monetària no pot ser independent de les altres -i els aconteixements dels primers mesos del 1987 són una mostra patent d'això-(41). Per això, la política fiscal ha de proporcionar instruments que acompanyin a la monetària en les tasques d'expansió i contracció de la demanda agregada. Això obliga a reduir el dèficit públic, a fi de poder utilitzar novament els impostos i les despeses com instruments d'una política de demanda -i d'oferta- més activa. Tanmateix, el finançament del dèficit mitjançant el deute a preus de mercat, i no mitjançant recurs al banc emissor o al sistema bancari, eliminaria una restricció que ara pesa fortament sobre la política monetària.

Pel que fa als tipus de canvi, l'entrada dels capitals especulatiu en els primers mesos del 1987 mostra, un cop més, que un país no pot tenir a la vegada lliure mobilitat de capitals i mercaderies i una política monetària autònoma, alhora que el seu tipus de canvi es mou en la línia desitjada per les seves autoritats. Actualment s'ha recorregut als controls de capitals per evitar aquesta incompatibilitat, però es tracta d'una solució ineficient -i que reflecteix també les inconsistències de la política monetària interior-.

A llarg termini, el tipus de canvi ha de ser suficientment flexible, sense interferir amb les depreciacions o apreciacions necessàries -el que no és incompatible, sens dubte, amb una intervenció diària en els mercats de canvi, per evitar oscil·lacions excessives en les cotitzacions-.

Amb un horitzó temporal encara no definit, les autoritats monetàries espanyoles estan considerant l'adhesió plena d'Espanya al Sistema Monetari Europeu, encara que no amaguen la seva resistència a fer-ho abans que s'hagin consumat els ajustaments de la nostra adhesió a la CEE. Quan aquesta entrada tingui lloc, la nostra política monetària experimentarà un canvi important: malgrat que l'objectiu intermediari es continui expressant en termes d'un agregat monetari, s'haurà de seguir, de fet, un objectiu de tipus de canvi -la paritat fixada amb l'ECU, dins d'una banda d'oscil·lació-.

Abans d'acabar el tema val la pena que ens preguntem sobre la possibilitat de que les reformes aquí proposades es posin en pràctica. Les dificultats són, realment, importants, començant per les actituds dels interessats -el govern i el Tresor, els funcionaris del banc central, els intermediaris financers i el públic- i no tenir-les en compte és condemnar la reforma a un fracàs prematur. Però s'ha de tenir en confiança en el pes de les idees. Milton Friedman recordava fa poc(42) que quan els anys cinquanta va proposar l'adopció d'un sistema de canvis flexibles, els teòrics el van rebutjar. Deu anys després els economistes estaven ja bastant d'acord, però pensaven que els polítics mai ho admetrien. A principis dels setanta, la força dels fets -la inviabilitat d'un sistema de tipus de canvis fixes- i de les idees acabava imposant-se també als polítics. Tant de bo hagi contribuït aquest treball a la tasca de difondre idees que puguin inspirar canvis importants a les polítiques.

Notes

(1) Aquest debat ha començat ja a dur-se a terme. Vegeu Argandoña 1985, 1986a, 1987b, 1987c i els treballs recollits en el número 32 de *Papeles de Economía Española* (1987). Un antecedent important en aquest debat, que al seu moment no va tenir continuïtat, va ser Segura 1979.

(2) En aquest article desenvolupo idees ja contingudes a d'altres anteriors: Argandoña 1985, 1986a, 1986b, 1987a, 1987b, 1987c.

(3) Són abundants les descripcions d'aquest mode de desenvolupar la política monetària; per exemple, Banc d'Espanya, *Informe anual 1973* (Madrid: Banc d'Espanya, 1974); Rojo-Pérez 1977, Martínez Méndez 1981.

(4) Sobre els motius d'aquest canvi en la variable objectiu intermediari, vegeu els Informes del d'Espanya corresponents al 1983 i 1984 (un extracte d'aquests està a Banc d'Espanya, 1985, cap. 13 i 14); cfr. també Banc d'Espanya 1986, cap. 5.

(5) Per citar només alguns exemples recents, el creixement mensual dels ALP va passar del 9'7% al maig del 1984 al 23'7% a l'abril; del 20'6% del juny del 1985 al 2'5% a l'agost; del 9'3% al maig del 1986 al 24'3% al juny i al -0'2% al juliol. El Banc d'Espanya al·lega que aquests canvis a curt termini no són importants; però això no està comprovat. A més, com indicaré més endavant, aquestes oscil·lacions brusques són degudes a un mode d'executar la política monetària que em sembla inadequat.

(6) Cfr. Argandoña 1987c.

- (7) En tot el que ve a continuació el meu punt de vista serà el d'una economia tancada, només amb algunes referències ocasionals al sector exterior. Això no vol dir que la política monetària hagi d'oblidar-se de la balança de pagaments, el nivell de reserves i els tipus de canvis; ans al contrari, tots ells són fenòmens de gran importància monetària, fins el punt que el Banc d'Espanya inclou la política de tipus de canvi dins la monetària, amb molt bon criteri. Cfr. Argandoña 1986b.
- (8) El Banc d'Espanya participa d'aquest punt de vista, malgrat que no sempre ho ha fet. Vegeu a Argandoña 1985 com no va prendre en consideració la causalitat monetària de la inflació fins ben entrada la dècada dels setanta.
- (9) La tesi de que es pot reduir la inflació de manera ràpida, amb les mides adequades, ha estat sostinguda recentment, entre d'altres, per Sargent 1986.
- (10) Cfr. K. Brunner 1980.
- (11) Hi ha també altres possibles mecanismes d'acció de la política monetària, que no passen pels tipus d'interès. Cfr. Argandoña 1981.
- (12) A una expansió monetària es solen distingir tres efectes: una reducció del tipus d'interès, pel primer ajust de cartera ja citat (efecte liquiditat), un canvi en sentit contrari, com a conseqüència dels canvis induïts sobre la demanda de diner per l'augment al nivell de producció (efecte renda), i un tercer, també positiu, lligat a les majors expectatives d'inflació (efecte Fisher). Ja es veu, doncs, que l'efecte final serà ambigu, que tindran lloc moviments dels tipus d'interès en sentits divergents, i que aquests moviments tindran lloc amb retards variables (que dependran de l'estructura de tota l'economia, la qual no serà independent de la regla política adoptada). A més, el moviment temporal no ha de seguir sempre el mateix ordre: així, si s'espera un augment de la inflació, l'efecte Fisher pot actuar abans que l'efecte liquiditat, amb el que una expansió monetària pot començar augmentant els tipus d'interès. Finalment, els efectes seran diferents segons l'expansió monetària sigui esperada o no; si ho és, el canvi en el tipus d'interès s'avançarà al canvi en la quantitat de diner. I influirà que el canvi es vegi com a transitori o permanent: en el primer cas, el reajustament de cartera serà reduït, fins i tot nul; en el segon, els efectes seran majors i més duraders.
- (13) Hi ha, és clar, altres possibles funcions de la política monetària. La més rellevant, pels nostres efectes, és l'abaratiment de la financiació del dèficit públic, que s'uneix amb les funcions segona i tercera del text.
- (14) Cfr. Tinbergen 1952.
- (15) El mot instrument s'empra aquí en sentit ampli, en quant que un objectiu de nivell inferior és sempre un instrument per aconseguir un altre de nivell superior.
- (16) A llarg termini el tipus de canvi queda també fixat, donades les altres variables rellevants, malgrat que a curt és possible que la intervenció esterilitzada en el mercat de divises tingui alguna influència -probablement petita i transitòria- que dependrà, entre d'altres factors, de la substitutibilitat entre actius financers interiors i exteriors (cfr. Loopesko 1983, Rogoff 1983, Tryon 1983). És probable que a Espanya aquesta possibilitat d'acció a curt termini sigui no despreciable, pels controls existents sobre els moviments de capitals, però és dubtós que la seva influència sigui significativa a mig plaç.
- (17) Vegeu, en aquest sentit, Niehans 1978.
- (18) Vegeu, per exemple, l'establiment dels objectius per al 1987 al *Boletín Económico* del Banc d'Espanya, gener del 1987, pp.20-24.
- (19) Evidències sobre aquesta forma de conduir la política monetària es poden trobar a Argandoña 1985, 1986a, 1987a, 1987b.
- (20) El tipus a llarg es forma com un cert promig ponderat de tipus a curt actual i esperats en aquell període. Quan les expansions monetàries són transitòries, la caiguda del tipus d'interès en el curt termini gairebé no redueix els tipus a termini més llarg, i fins i tot pot elevar-los si genera expectatives de contraccions monetàries futures o d'inflacions més elevades.
- (21) Es contradiu, en efecte, amb la reducció de la taxa d'inflació, com veurem després, i també amb altres mesures. Així, la llei 14/1985, del 29 de maig, de tractament fiscal d'alguns aspectes financers, va primar els pagarés del Tresor com actiu fiscalment opac; amb això va desconectar els mercats de pagarés i interbancari, reduint la capacitat de la política monetària per a afectar el rendiment dels pagarés. A més, en disminuir la substitutibilitat entre els actius de tots dos mercats, va reduir l'elasticitat-interès de l'interbancari; per això calen accions monetàries més violentes per a aconseguir un efecte donat. D'alguna manera aquesta llei mostra com l'objectiu de finançament del dèficit per damunt d'altres consideracions acaba perjudicant totes les polítiques, inclosa la financiació del dèficit. El que s'esmenta al text no deixa de ser una forma de monetització del dèficit, per la porta del darrera, després d'haver-la rebutjat per la porta del davant amb solemnes declaracions.
- (22) A tot mercat els desplaçaments de la corba de demanda provoquen canvis en el preu i en la quantitat; quan es manipula la corba d'oferta per a mantenir estable al preu, la quantitat ha de variar molt més intensament.
- (23) L'actuació de les autoritats per a evitar oscil·lacions a curt termini en els tipus d'interès pot comportar retards en l'ajust d'aquests, quan canvia algun dels factors bàsics que els determinen.
- (24) Vegeu a Brunner 1982, 1983, una versió de les motivacions de l'actuació del banc central que, malgrat no sembla plenament aplicable a Espanya, no ha de rebutjar-se.
- (25) Hi ha exemples notables, com l'excés de liquiditat proporcionat després de la devaluació de desembre del 1982 i la validació parcial d'augment de preus deguda a l'IVA, al gener del 1986. Vfr. Argandoña 1985, 1986b, 1987a, 1987b.
- (26) L'ús dels ALP com a objectiu intermediari facilita aquests resultats. En efecte, tractant-se d'un agregat ampli, les seves variacions incorporen moltes possibles causes de variació erràtica, pel que no és convenient un lent retorn a la senda d'objectius, quan s'abandona; això implica donar un major pes als tipus d'interès com a indicadors. A més, l'elasticitat-interès d'un agregat ampli serà, probablement, menor que la d'altres agregats, pel que caldran majors canvis en la seva quantia per a reduir els tipus d'interès; els moviments, doncs, seran més lents, i la política més expansiva del necessari.

- (27)Cfr. Lucas 1976.
- (28)Cfr. Argandoña 1987a, 1987b.
- (29)A més de les raons donades al text n'hi ha d'altres que convé considerar. En primer lloc, si el banc central fixa un tipus d'interès com a objectiu, l'acostuma a revisar amb retard, i l'acumulació conseqüent d'efectes obligarà després a correccions més brusques. Així, un augment de la demanda de credit que augmenta el tipus interbancari s'acomodarà amb una injecció d'actius de caixa, pel que es seguirà alentant la demanda de credit i la creació de diner. Quelcom semblant va succeir a finals del 1986 i principis del 1987, al menys en quant que el Banc d'Espanya no va intentar contenir quan abans l'excessiu creixement monetari, per a no frenar una recuperació del ritme d'activitat i de la demanda de credit que estava intentant fomentar des d'uns mesos abans. En segon lloc, no sabem amb precisió la relació entre els canvis a l'oferta d'actius de caixa i els del tipus interbancari, amb el que l'ajustament anirà una mica a ulls clucs. Finalment, el tipus d'interès és una variable sotmesa a pressions polítiques en major mesura que els actius de caixa; ja hem mostrat abans la probable actitud dels deutors, públics i privats, i de les entitats financeres, als que s'hauria d'afegir sectors amb la construcció, etc.
- (30)Vegeu exemples d'una i altra actitud a Argandoña, 1986b.
- (31)L'elecció d'un agregat ampli es justifica, en definitiva, pel finançament del dèficit públic i els problemes d'innovació financera que ha provocat, però tampoc és immune als problemes d'innovació financera i desplaçament de la demanda d'uns actius a uns altres. A més, el seu control es veu complicat per la diferent incidència sobre uns components i altres -els passius bancaris es veuen perjudicats davant els pagarés del Tresor-. Sobre aquestes qüestions, cfr. Cuervo-Arango 1986, Cuervo-Arango i Trujillo 1987, Novales 1987. Malgrat tot, no sembla possible substituir en breu termini aquest objectiu intermedi per un altre agregat menys ampli, desmantellant la financiació compulsiva del dèficit mitjançant el coeficient de caixa i traslladant al públic les elevades tenències de pagarés del Tresor que les institucions financeres conserven.
- (32)La teoria suggereix que el control ha de fer-se sobre el "diner", però no està clar què és diner, en la pràctica. En principi, és l'actiu o conjunt d'actius utilitzats com a medi de pagament; però el mecanisme de pagaments pot consistir, idealment, en un sistema comptable de compensació de comptes, que utilitzi un actiu financer per a cancel·lar el saldo (cfr. Fama 1980); i aquest actiu pot ser fins i tot un dels que ara ens resistim a qualificar de líquids. Però, a més, aquest actiu serà un dipòsit de valor i, com a tal, tindrà un elevat número de substitutius, de banda de l'oferta i de la demanda.
- (33)Teòricament es podria intentar accentuar la singularitat dels actius utilitzats com a medi de pagament mitjançant restriccions legals, o sotmetent només a ells els coeficients de caixa (en quantia reduïda), o prohibint el pagament d'interessos sobre els mateixos, etc. Però els esforços dirigits a aïllar aquests actius estan condemnats al fracàs si existeixen incentius a la seva substitució per altres, com de fet succeeix.
- (34)Per descomptat, en cas de pànic bancari o crisi de liquiditat hauria de quedar clar que s'abandonaria tot objectiu que no permetés superar aquesta crisi, al menys mentre el risc d'il·liquiditat romangui.
- (35)Però vegeu la nota 37.
- (36)Per descomptat, les entitats privades incorrerien en errades d'ajust a l'estacionalitat, en quantitats potser majors que les del Banc d'Espanya. Malgrat tot, en tractar-se de moltes entitats diferents, s'eliminaria l'errada sistemàtica -expansiva- i es facilitaria la reducció de l'errada mitja.
- (37)Un dels principals factors d'estacionalitat és la demanda d'efectiu. En aquest sentit, portar el control sobre la base monetària seria avantatjós, en quant que suprimia aquest factor d'intervenció de l'autoritat monetària. És cert que els actius de caixa s'han comportat en el passat millor que la base monetària, ja que el seu multiplicador era més estable; però això és degut a que el Banc d'Espanya ha compensat en l'oferta d'actius de caixa les perturbacions estacionals de l'efectiu; si deixa de fer-ho, el multiplicador de la base resultarà automàticament més estable que en el passat. Cfr. Argandoña 1985.
- (38)Altra cosa és que la transició sigui suau, i que l'autoritat monetària estigui disposada a un canvi tan radical en el seu comportament. En tot cas, el règim aquí proposat serà de difícil introducció mentre el dèficit públic hagi de finançar-se amb un elevat recurs a la financiació bancària.
- (39)En el límit no caldria la seva explicitació legal, sempre que els bancs tinguin una demanda no nula de la base monetària (malgrat el multiplicador resultaria, en aquest cas, alt i potser variable).
- (40)Hi ha altres solucions, com la mitigació de les condicions d'ajustaments dels bancs a les situacions d'excés o manca de liquiditat, en la línia de Poole 1975.
- (41)Cfr. Argandoña 1987c.
- (42)Cfr. Friedman 1986.

Referències

- A. Argandoña, 1981, *La teoria monetaria moderna. De Keynes a la década de los ochenta*. Barcelona: Ariel, 2a.
- A. Argandoña, 1985, "La política monetaria española, 1973-1984. Aportaciones a un debate pendiente", *Información Comercial Española*, 617-618, gener-febrer.
- A. Argandoña, 1986a, "Anàlisi econòmica i política monetària en els informes del Banc d'Espanya, 1973-1983", *Anuari de la Secció d'Economia*, Societat Catalana d'Estudis Jurídics, Econòmics i Socials, Període 1984-1985. Barcelona.
- A. Argandoña, 1986b, "Política de tipo de cambio y política monetaria en España, 1974-85", *Información Comercial Española*, 639, novembre.
- A. Argandoña, 1987a, "Tres años de control de los activos líquidos en manos del público", *Papeles de Economía Española*, 32.

- A. Argandoña, 1987b, "La política monetaria y los tipos de interés", presentat al primer debat FEDEA sobre "¿Hacia dónde va la política monetaria?", Madrid, abril (de propera publicació per FEDEA).
- A. Argandoña, 1987c, "La política monetaria española en el primer cuatrimestre de 1987", *Boletín semanal de Información Comercial Española*, núm. 2089, 15-21 de juny.
- Banc d'Espanya, 1985, *La economía española: diagnósticos y soluciones*. Barcelona: Orbis.
- Banc d'Espanya, 1986, *Política monetaria: El punto de vista del Banco de España*. Barcelona:Orbis.
- K. Brunner, 1980, "The control of monetary aggregates", a Federal Reserve Bank of Boston, *Controlling monetary aggregates III*. Boston: Federal Reserve Bank of Boston.
- K. Brunner, 1982, "Monetary policy and monetary order", *Aussenwirtschaft*, 39, heft III; reproduït a K. Brunner, ed., *Monetary policy and monetary regimes*. Center for Research of Government Policy and Business, Graduate School of Business Management, University of Rochester, CS-17, 1985.
- K. Brunner, 1983, "The pragmatic intellectual tradition of monetary policymaking and the international monetary order", *Schriften des Vereins für Sozialpolitik*, 138.
- C. Cuervo-Arango, 1986, "Dimensiones del dinero en el sistema: problemática actual de la definición de los agregados monetarios", presentat a les XII Jornadas de Mercado Monetario Intermoney, maig.
- C. Cuervo-Arango i J.A. Trujillo, 1987, "La política monetaria y la evolución reciente de los flujos financieros", *Papeles de Economía Española*, 32.
- E.F. Fama, 1980, "Banking in a theory of finance", *Journal of Monetary Economics*, 6, gener.
- M. Friedman, 1986, "Economists and economic policy", *Economic Inquiry*, 24, gener.
- B.E. Loopesko, 1983, "Relationships among exchange rates, intervention, and interest rates: An empirical investigation", Board of Governors of the Federal Reserve System, Staff Studies, núm. 133.
- R.E. Lucas, 1976, "Econometric policy evaluation: A critique", a K. Brunner i. A.H. Meltzer, eds., *The Philips curve and labor markets*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 1. Amsterdam: North-Holland.
- P. Martínez Méndez, 1981, *El control a través de la base monetaria: La experiencia española*, Madrid: Banc d'Espanya, Estudios Económicos, núm 20; reproduït a Banc d'Espanya, 1986.
- J. Nichans, 1978, *The theory of money*. Baltimore: The Johns Hopkins University Press.
- A. Novales, 1987, "La controlabilidad de los agregados monetarios", *Papeles de Economía Española*, 32.
- W. Poole, 1975, "The making of monetary policy: Description and process", *Economic Inquiry*, 13.
- K. Rogoff, 1983, "Time-series studies of the relationship between exchange rates and intervention: A review of the techniques and literature", Board of Governors of the Federal Reserve System, Staff Studies, núm. 132.
- L.A. Rojo i J. Pérez, *La política monetaria en España: Objetivos e instrumentos*. Madrid: Banco de España, Estudios Económicos, núm 10; reproduït a Banc d'Espanya, 1986.
- T.J. Sargent, 1986, *Rational expectations and inflation*. Nova York: Harper & Row.
- F. Segura, 1979, *La nueva política monetaria española: Un análisis crítico*. Madrid: Moneda y Crédito.
- J. Tinbergen, 1952, *On the theory of economic policy*. Amsterdam: North-Holland.
- R.W. Tryon, 1983, "Small empirical models of exchange market intervention: A review of the literature", Board of Governors of Federal Reserve System, *Staff Studies*, núm. 134.