

CAPÍTULO 6

APARTADO 6.1:

EL BANCO CENTRAL Y LA BASE MONETARIA

- **El Banco de España**
- **El balance del banco central**
- **Fuentes de variación de la base monetaria**
- **El control de la oferta monetaria**



6.1 BANCO CENTRAL Y BASE MONETARIA

El banco central es la máxima autoridad monetaria de un país y, como tal, será la institución encargada de supervisar el sistema bancario y de regular la cantidad de dinero que circule en la economía. El banco central, además, actúa como un banco más que recibe depósitos tanto del sector público como de otros bancos privados. En nuestro país el banco central es el Banco de España

Antecedentes históricos del Banco de España

El Banco de España fue fundado en 1782 por Carlos III bajo el nombre inicial de Banco Nacional de San Carlos. Originalmente era un banco privado que gozaba de la protección de la Corona y mantenía estrechos lazos financieros con el Estado. En 1829, tras una fuerte capitalización, pasó a denominarse Banco Español de San Fernando (por ser rey Fernando VII). Desde este momento consiguió la facultad de emitir billetes en régimen de monopolio en Madrid. En 1847 se fusiona con el Banco de Isabel II, el otro banco emisor de billetes en Madrid desde 1844. Pero fue exactamente en 1856 cuando la legislación bancaria de ese año le dio su nombre actual, Banco de España. En 1874 se convierte en el único banco emisor de los billetes y monedas en pesetas de todo el territorio nacional.

El Banco de España siguió su andadura, aún como entidad privada hasta 1962, donde bajo una nueva ley se produce su nacionalización y el cese de su actividad de banca privada. Desde entonces, pasa a ser en un entidad de derecho público con personalidad jurídica propia dependiente del Ministerio de Hacienda.

Su marco institucional cambia sustancialmente otra vez a partir del año 1994 debido a la implantación de la Unión Económica Monetaria (UEM). En este año se aprueba la Ley de Autonomía del Banco de España, cuya finalidad es otorgarle plena libertad y flexibilidad en lo referente a la ejecución de la política monetaria.

Como consecuencia del proceso de unión económica y política de Europa, desde el 1 de enero de 1999 el Banco de España está integrado en el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). El SEBC se compone del Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales de los países miembros de la Unión Europea, con independencia de que hayan adoptado el euro o no.

Las funciones de los bancos centrales en el mundo son básicamente las mismas. A continuación nos centraremos en enumerar solo estas funciones para el Banco de España, tanto en su vertiente como banco nacional como banco integrado en el SEBC.

El Banco de España en la actualidad¹

Los bancos centrales nacionales tienen un papel fundamental en el mercado de dinero de los países. En la Unión Europea el protagonismo de los bancos centrales se ha

¹ Este apartado se refiere a las funciones del Banco de España y está extraído de la información que aparece en su página web www.bde.es

condicionado en cierta medida por la constitución del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), que ha supuesto una redefinición de algunas funciones que estos bancos europeos tradicionalmente venían desarrollando².

En este contexto de unificación, fue necesario modificar la Ley de Autonomía del Banco de España (1 de junio de 1994), con el objetivo de garantizar la plena integración del Banco de España en el SEBC, reconociéndose, entre otros extremos, las potestades del BCE en la definición de la política monetaria de la zona euro y sus facultades en relación con la política de tipo de cambio. El Banco de España, por tanto, como parte integrante del SEBC, debe ajustarse en el ejercicio de determinadas funciones a las orientaciones e instrucciones emanadas del BCE.

❖ **Funciones del Banco de España como miembro del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)**. Desde el 1 de enero de 1999 el Banco de España colabora en el desarrollo de las siguientes funciones básicas atribuidas al SEBC:

- Definir y ejecutar la política monetaria de la zona euro, con el objetivo último y principal de mantener la estabilidad de precios en el conjunto de dicha zona³. A nivel nacional la ejecución de la política monetaria se realiza a través del Banco de España, que actúa como agente delegado del Banco Central Europeo.
- Realizar operaciones de cambio de divisas que sean coherentes con las disposiciones del Tratado de la Unión Europea.
- Promover el buen funcionamiento del sistema de pagos en la zona euro.
- Emitir los billetes de curso legal.

❖ **Funciones como Banco Central Nacional**. Respetando las funciones anteriores que emanan de su integración en el SEBC, la Ley de Autonomía otorga al Banco de España también el desempeño de las siguientes funciones dentro del territorio nacional:

- Poseer y gestionar las reservas divisas y metales preciosos no transferidas al Banco Central Europeo. En este aspecto el Banco de España es el encargado de realizar las transacciones exteriores y la conversión de divisas, y se ocupa también de la elaboración de la balanza de pagos.

² En el momento actual hay que distinguir entre el **SEBC** y el **Eurosistema (o zona euro)**. Como se ha comentado en el texto, el SEBC designa al BCE y a los bancos centrales de todos los Estados de la Unión Europea, incluidos los que todavía no han adoptado el euro. En cambio, el Eurosistema sólo comprende al BCE y los bancos centrales de los Estados de la Unión Europea que han adoptado el euro. Los Estados miembros del Eurosistema son 19, tras la última incorporación de Lituania el 1 de enero de 2015, y los integrantes del SEBC son 28. Para una información más detallada sobre esta distribución, organismos, funciones, organigrama y objetivos se puede acudir a la dirección electrónica del Banco Central Europeo (www.bce.es).

³ El SEBC define la estabilidad de precios como un crecimiento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona euro inferior y cercano al 2%. Este objetivo de estabilidad de precios debe entenderse como algo a alcanzar a medio y largo plazo

- Promover el buen funcionamiento y estabilidad del sistema financiero y, de los sistemas de pagos nacionales. Para ello realiza una serie de funciones para las entidades de crédito, como es la custodia de las reservas líquidas, la de prestamista en última instancia, la compensación y liquidación de medios de pago y la supervisión y control del sistema crediticio (a esta función popularmente se la conoce como “ser banco de los bancos”).
- Supervisar la solvencia y el cumplimiento de la normativa específica de las entidades de crédito, otras entidades y mercados financieros. El Banco de España elabora información sobre la evolución del crédito del sistema, controlando el exceso de crédito. Las entidades financieras están obligadas a facilitar la información sobre todas las operaciones crediticias.
- Poner en circulación la moneda metálica y desempeñar, por cuenta del Estado, las demás funciones que se le encomienden con respecto a ella. Esta función la realiza en coordinación con la fábrica nacional y timbre, y en la actualidad bajo la supervisión del Banco Central Europeo.
- Elaborar y publicar las estadísticas relacionadas con sus funciones y asistir al BCE en la recopilación de la información estadística necesaria.
- Prestar los servicios de Tesorería y el servicio financiero de la deuda pública. (esto se conoce también “ser el banco del Estado”).
- Asesorar al Gobierno, así como realizar los informes y estudios que resulten procedentes.

El banco central, como autoridad monetaria de un país, tiene una influencia en la actividad económica. Este influjo se realiza básicamente por dos vías: la primera es la posibilidad de intervención en los tipos de interés del mercado monetario, y la segunda, la alteración de la cantidad de dinero que existe en la economía. Ambas vías son aspectos objeto de estudio a lo largo de este capítulo.

El balance del banco central

A continuación describimos en el Cuadro 6.1 las partidas más importantes del balance del banco central. Estas partidas, además de indicar cómo se ejecutan algunas de las funciones enunciadas en epígrafe anterior, nos permiten deducir cuáles son las fuentes o causas de la variación de la base monetaria.

Una vez que sepamos cómo puede cambiar el volumen total de la base monetaria, nos será fácil comprender las herramientas de que dispone el banco central para hacerse con el control de la oferta monetaria y, a partir de ahí, tratar de influir sobre la demanda agregada.

Cuadro 6.1: Estructura del balance del banco central

| Balance resumido del banco central | | |
|--|--|--|
| ACTIVO | PASIVO | |
| ☆ Activos frente al sector exterior: ▲ Reservas de oro ▲ Reservas de divisas ☆ Créditos al sistema bancario | ☆ Billetes y monedas ▲ Efectivo en manos del público ▲ Efectivo en los bancos ☆ Depósitos de los bancos comerciales | Pasivo monetario ó Base Monetaria |
| ☆ Títulos o Activos Financieros ☆ Activos reales y otros activos | ☆ Depósitos del sector público ☆ Cuentas de capital y otros | |

En el **activo** del balance del banco central (donde se incluyen las propiedades que posee más todos los derechos a su favor frente a terceros) destacamos las siguientes partidas:

- **Reservas de oro y de divisas.** Como hemos visto en el capítulo anterior, la mayoría de los países occidentales hasta casi la primera mitad del siglo XX seguían el patrón oro. Hasta esa época los bancos centrales debían mantener una cantidad de oro para respaldar los billetes en circulación. En la actualidad, el valor de la liquidez ya no se define en función de las tenencias de oro sino de otros activos. Por esta razón, las reservas de oro que figuran hoy en los bancos centrales es sobre todo un legado del pasado y no tienen ninguna función monetaria.

En cambio, las reservas de divisas (es decir, los medios de pago líquidos generalmente aceptados en los intercambios internacionales como el dólar y el yen) cuantifican la posición acreedora del banco central frente al resto del mundo.

- **Créditos al sistema bancario.** Cuando los bancos comerciales tengan problemas o necesiten liquidez, acudirán al banco central para que les otorgue créditos a un tipo de interés conocido como tasa de descuento o redescuento. Hay que advertir que los bancos centrales no operan con el público, es decir, no conceden créditos ni a particulares ni a empresas. Por esta razón, al banco central se le conoce como el banco de los bancos.

- Títulos o activos financieros. La compra o venta de estos títulos por parte del banco central a los bancos comerciales es la vía más frecuente que tienen los bancos comerciales para ajustar su liquidez.

Como veremos más adelante, estas operaciones de compra o venta de títulos por parte del banco central es la principal herramienta para controlar la oferta monetaria y, de este modo, aplicar la política monetaria deseada. En realidad, se trata de títulos de renta fija (deuda pública) con un bajo nivel de riesgo emitidos por entidades públicas y privadas.

En el **pasivo** del banco central se registran todos los compromisos financieros contraídos por esta institución. Se divide en partidas de pasivo monetario y partidas de pasivo no monetario.

- ▲ El pasivo monetario está constituido por la base monetaria (efectivo en manos del público, efectivo del sistema bancario y depósitos del sistema bancario en el banco central).
- ▲ El pasivo no monetario lo forman, básicamente, los depósitos del sector público y otros depósitos. En este sentido, el banco central es el banco del Estado porque estos depósitos se utilizarán tanto para ingresar la recaudación impositiva como para pagar las deudas contraídas con el gasto público.

Si contablemente el valor del activo es idéntico al valor del pasivo (activo \equiv pasivo), se obtiene que la base monetaria es el resultado de restar al total del activo del banco central los pasivos no monetarios:

BM \hat{O} Activos del banco central – Pasivos no monetarios

Sustituyendo las principales partidas del balance que hemos visto, se obtiene:

BM \hat{O} Reservas de oro y divisas + Crédito al sistema bancario + Títulos financieros – Depósitos del sector público + Otras cuentas netas del activo y del pasivo

Según esta identidad, la base monetaria cambiará cuando, ceteris paribus, o el banco central varía su activo o cuando se modifica su pasivo no monetario. Son, por tanto, cuatro las principales causas de variación o de creación de la base monetaria: las reservas de oro y divisas, el crédito otorgado a los bancos, las compras o ventas de títulos financieros realizadas entre el banco central y los bancos comerciales, y los depósitos que posee el sector público en el banco central.

Según este razonamiento, un aumento de la base monetaria puede ser consecuencia de cualquiera de los siguientes movimientos:

- ☆ ó un aumento de divisas (por ejemplo, dólares o yenes) en poder del banco central,
- ☆ ó un aumento de los créditos o préstamos a los bancos comerciales,
- ☆ ó una compra de títulos financieros al sistema bancario (por ejemplo, estos títulos pueden ser títulos deuda pública que poseen los bancos),
- ☆ ó una disminución del saldo de los depósitos del sector público en banco central (por ejemplo, como pago de facturas o de sueldos a funcionarios).

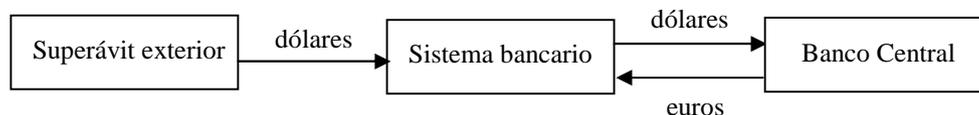
En cualquiera de cada uno de estos casos, el banco central se ve obligado a emitir (o sacar a la circulación) una mayor cantidad de billetes y monedas. Si, por el contrario, se redujese la base monetaria ante situaciones opuestas a las citadas, el banco central recibiría billetes, que dejarían de estar en circulación.

Fuentes de la variación de la Base Monetaria: autónomas versus controlables

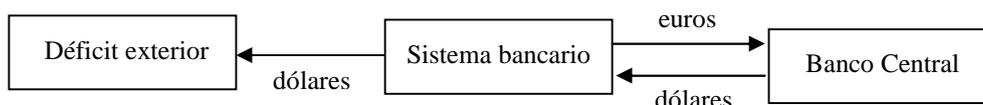
Los cuatro factores que explican la variación de la base monetaria se clasifican en dos tipos: (1) autónomos o no controlables por parte del banco central, y (2) los que son controlables directamente por el propio banco central.

- * Las dos **fuentes autónomas** o no controlables de generación de Base Monetaria son las variaciones de reservas de divisas (provocadas o bien por los cambios en el saldo de la balanza de pagos o bien por la intervención directa en los mercados de divisas) y las variaciones de los saldos de los depósitos del sector público (derivados de los pagos e ingresos del presupuesto público). Pongamos algunos ejemplos:

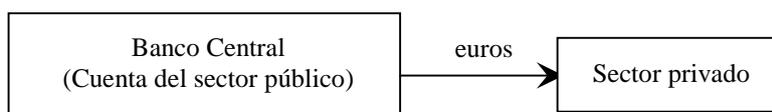
Superávit exterior: Si el valor de las exportaciones supera al de las importaciones, se originará un aumento de las divisas (dólares o yenes). Estas divisas que, inicialmente recogen los bancos, son llevadas al banco central para ser cambiadas por la moneda nacional (euros). El efecto final es un aumento de la base monetaria.



Déficit exterior: En el caso de que las importaciones sean mayores a las exportaciones, las empresas nacionales necesitarán tener moneda extranjera para poder pagar sus compras en el exterior. Para ello, cambiarán su moneda nacional por divisas, lo que se traduce, en este caso, en una reducción de la base monetaria. El efectivo vuelve al banco central, lo que significa que desaparece liquidez de la circulación.



Déficit público: Cuando los gastos públicos superan a los ingresos públicos corrientes, el sector público utilizará sus depósitos en el banco central para pagar a sus acreedores, lo que ocasionará un aumento de efectivo en la economía (o aumento de la base monetaria) cuando el importe de estas deudas se transfieran a las cuentas de esos acreedores.

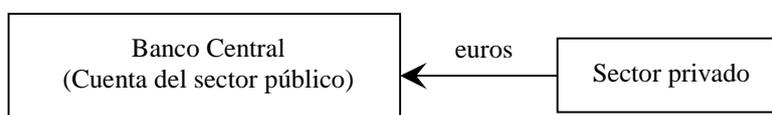


Hasta finales de los ochenta y principios de los noventa del siglo pasado, los bancos centrales de los países occidentales eran meros instrumentos a merced de los gobiernos para financiar sus déficits. Era una práctica extendida que cuando un país incurría en un déficit público, acudía a su banco central para que le prestase la cantidad de dinero necesaria y así pagar todas sus deudas. La emisión de dinero se convertía de este modo más en un asunto político que económico. La consecuencia del uso desmedido de esta prerrogativa por parte de los gobiernos fueron las altas tasas de inflación. En algunos países de Europa central a finales de la primera guerra mundial (Alemania y Hungría) o de América del Sur durante la década de los ochenta (Bolivia, Argentina, Brasil...), este tipo de intervención dio lugar a enormes inflaciones, que se conocen en la literatura económica como hiperinflaciones.

Esta es la razón por la cual en la actualidad los bancos centrales de las economías avanzadas tienen un estatus autónomo o independiente de los gobiernos (en España, como se ha señalado antes, la Ley de autonomía del Banco de España data del 1 de junio de 1994). De este modo, al igual que en política hay una separación de poderes entre el ejecutivo, el legislativo y el judicial, en economía también existe una separación en la aplicación de las dos principales políticas: la política fiscal queda en el ámbito de las cámaras parlamentarias y la política monetaria (o el control de la cantidad de dinero y del tipo de interés) es tarea reservada exclusivamente a los bancos centrales (según se suele afirmar en los foros financiero: “la política monetaria es demasiado trascendente como para dejarla en manos de los políticos o de los ciudadanos”).

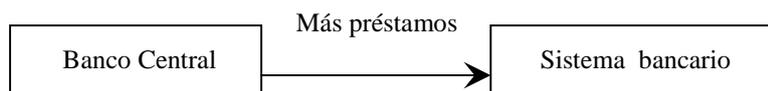
La independencia del banco central es importante para el funcionamiento del sistema financiero. Éste ha de estar convencido que los anuncios o movimientos que se hagan desde la institución monetaria son creíbles, es decir, que no se dejará influir ni por políticos ni por mercados en la consecución de sus objetivos. Sólo desde esta independencia, las explicaciones dadas por el banco central sobre cambios en la liquidez y en el tipo de interés serán convincentes. De lo contrario, provocará desconcierto y confusión en el sistema financiero.

Superávit público: Supongamos que la recaudación de impuestos del sector público supera en un determinado momento a sus gastos corrientes. Este exceso de liquidez se ingresa en el banco central y deja de circular en la economía. Tiene lugar una reducción autónoma de la base monetaria.



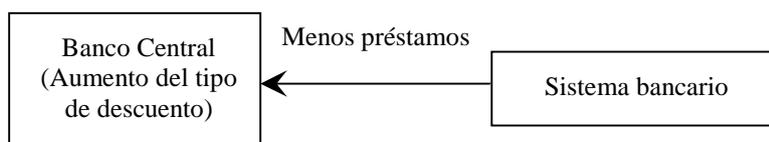
- * Las fuentes de creación de la base monetaria controlables por el banco central son los créditos al sistema bancario y las compras o ventas de títulos financieros (estas últimas también se conocen como operaciones de mercado abierto, abreviadamente OMA). Al igual que hemos hecho con los factores autónomos, vamos a mostrar, con sendos ejemplos, cómo funcionan estos dos mecanismos.

Aumento de créditos al sistema bancario: Supongamos que los bancos se enfrentan con una mayor demanda de préstamos por parte de sus clientes. Los bancos intentan primero arreglarse entre sí, prestándose entre ellos el dinero que les hace falta (esto es lo que se conoce como el mercado interbancario). Cuando no encuentran la liquidez suficiente por esta vía acudirán directamente al banco central a solicitarle los préstamos. Cuando se conceden estos préstamos, aumenta el activo del banco central y, como contrapartida, también aumenta la base monetaria (en realidad, el banco central cuando concede estos préstamos no está entregando directamente efectivo a la banca comercial sino activos líquidos en forma de meros apuntes contables, los cuales sólo se convertirán en efectivo cuando así lo soliciten los bancos para atender las demandas específicas de sus clientes).

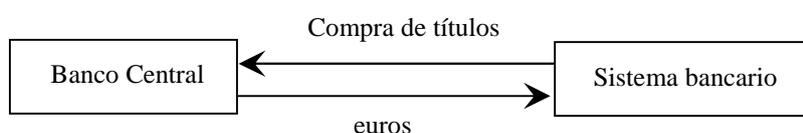


Este tipo de financiación que ofrece el banco central se conoce como “préstamos en última instancia”. El tipo de interés que se cobra por ellos recibe el nombre de tasa de descuento porque lo que hacen los bancos es “descontar el papel o los efectos” en su poder ante el banco central, es decir, cambian reconocimientos de deuda de su cartera por activos líquidos aceptando en el canje una pequeña pérdida de dinero (el descuento). Estos préstamos suelen ser la última posibilidad que tienen los bancos para ajustar su liquidez ya que la tasa de descuento es un tipo de interés penalizador, es decir, es un tipo de interés bastante más alto que el que rige en el mercado interbancario.

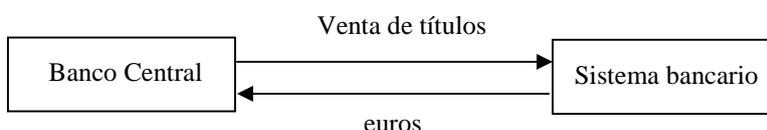
Disminución de créditos al sistema bancario: Si el banco central quiere reducir el acceso de liquidez de los bancos, dejará de concederles créditos o procurará que le devuelvan los que ya había concedido previamente imponiendo una mayor regulación bancaria. Esta reducción de la base monetaria se asocia a un aumento de la tasa descuento, de modo que pedir dinero al banco central suponga un coste alto.



Compra de títulos en el mercado: Cuando el banco central compra títulos o activos financieros a las entidades bancarias (títulos de renta fija como deuda pública), está inyectando liquidez en la economía a través de los bancos. El banco central se queda con los títulos (de forma temporal o permanente) y paga a los bancos con un nuevo dinero (nuevos activos líquidos en forma de apuntes contables) que representará el aumento de la base monetaria.



Venta de títulos en el mercado: Si el banco central vende a los bancos títulos o activos financieros que están en su poder, está quitando base monetaria de la economía porque el dinero que los bancos destinan a comprar esos títulos se retira de la circulación.



Estas compras y ventas de títulos por parte del banco central son, en la práctica, el instrumento habitual para regular la oferta monetaria y reciben el nombre de operaciones de mercado abierto. Las operaciones de compra se llevan a cabo mediante un sistema de subasta donde el banco central ofrece préstamos de activos líquidos al mejor postor y los bancos para hacerse con ellos depositarán títulos de deuda como garantía, comprometiéndose a su recompra.

A modo de resumen de este epígrafe señalamos que el origen de la evolución de la base monetaria son las operaciones del banco central con el sector exterior (entrada o salida de reservas de divisas), con el sector público (disminución o aumento de los saldos de los depósitos del sector público) y con el sistema bancario (aumento o disminución de liquidez proporcionada por el banco central o a través de préstamos en última instancia o a través de las compras y ventas de títulos).

El control de la oferta monetaria

Si recordamos del capítulo anterior, la oferta monetaria es un múltiplo de la base monetaria. En otras palabras, la base monetaria recibe este nombre porque actúa como una base que sustenta la oferta monetaria del país a través del efecto multiplicador del

dinero bancario. Cuanto más grande sea la base monetaria, mayor será la cantidad de dinero existente en la economía:

$$M = m_M BM$$

Según la fórmula expuesta, la oferta monetaria puede variar porque o bien varía el multiplicador monetario (m_M) o bien lo que varía es la base monetaria (BM).

Los tres determinantes del multiplicador monetario, que ya vimos en su momento, son el coeficiente efectivo-depósitos: e , el coeficiente de reservas excedentarias, r_E , y el coeficiente legal de caja, r_L . Ahora acabamos de ver que la base monetaria depende de la relación del banco central con el sector exterior, el sector público y el sector bancario.

Son, por tanto, muchas las variables que están detrás de los movimientos de la oferta monetaria y actuando de muy diferentes formas. Sin embargo, la pregunta que aquí nos planteamos es la siguiente: ¿es posible que el banco central utilizando los instrumentos a su alcance pueda, si no controlar directamente la oferta monetaria, al menos poder determinar de un modo indirecto la variación de la cantidad de dinero con bastante exactitud? La respuesta es afirmativa y en esta respuesta está la naturaleza de la política monetaria. Vamos a intentar explicar este control indirecto.

De todos los determinantes de la oferta monetaria, el banco central sólo controla tres instrumentos: las compras y ventas de títulos, los préstamos al sistema bancario y el coeficiente legal de caja. En cambio, no controla el coeficiente e , el coeficiente de reservas excedentarias, la variación de reservas de divisas ni la variación de los depósitos del sector público.

El banco central lo que hará será, a través de las tres herramientas que están bajo su control, compensar o ajustar todas aquellas variaciones no deseables de la oferta monetaria que proceden de causas externas o autónomas.

Pongamos un ejemplo para entender este modus operandi. Supongamos que el banco central desea alcanzar un valor concreto de M con el fin de estabilizar los precios. Según la ecuación $M = m_M BM$, el banco central tratará mantener la base monetaria en un nivel compatible con ese objetivo de la M . Para ello, debería:

- Primero, predecir a partir de los datos de que dispone (1) cuál es valor aproximado del multiplicador monetario (lo que en la práctica a corto plazo no resulta muy difícil dada la estabilidad de los coeficientes e y r_E) y (2) cuál será el comportamiento de las fuentes autónomas de liquidez (sector exterior y sector público).
- A continuación, una vez obtenida la estimación anterior, puede responder a los cambios mediante dos intervenciones:
 - ☒ O modificando la base monetaria, mediante la introducción de más o menos liquidez al sistema bancario (compra o venta de títulos y créditos a los bancos)

- O modificando el multiplicador monetario a través del coeficiente legal de caja, de modo que los bancos se vean condicionados por sus reservas a conceder más o menos créditos.

Según lo expuesto y para nuestros fines explicativos, **supondremos de ahora en adelante que la oferta monetaria es una variable que controla totalmente el banco central**. En este sentido, las variaciones de la oferta monetaria serán consecuencia de las intervenciones realizadas por el banco central sobre la cantidad de dinero en circulación

El caso del BCE: Estrategia para controlar la oferta monetaria

En la práctica el control de la cantidad de dinero sigue un proceso más complejo. En el caso de la Unión Monetaria Europea, el BCE adopta sus decisiones finales en materia de oferta monetaria sobre una valoración general de los riesgos para la estabilidad monetaria. Para ello se basa en dos tipos de análisis: el económico y el monetario.

El análisis económico examina la evolución de la actividad real y las condiciones financieras de la economía. Aquí el BCE analiza periódicamente las siguientes variables: la evolución del PIB, la situación del mercado de trabajo, los cambios en los indicadores de precios y salarios, las variaciones y efectos de las políticas presupuestarias, y las modificaciones en los saldos de la balanza de pagos de la zona euro.

La información anterior es contrastada con un análisis monetario de las tendencias del crédito y la liquidez, basándose en la estrecha relación que existe entre el crecimiento de la cantidad de dinero y la inflación a medio y a largo plazo. Aquí la variables a seguir la pista son el agregado monetario amplio M3, sus componentes y a otras variables relevantes de los mercados financieros.

Sólo después del examen minucioso de todo el conjunto completo de información anterior, real y monetaria, el BCE estará en condiciones de manejar las herramientas monetarias bajo su control para adaptar la oferta monetaria (objetivo intermedio) a su objetivo de estabilidad de precios (objetivo final).