

## LA POLITICA MONETARIA EN 1992 Y PERSPECTIVAS PARA 1993<sup>(\*)</sup>

---

**M**i comparecencia ante Vds. en esta época del año tiene por finalidad habitual exponerles como ha cerrado el ejercicio recién concluido en materia de política monetaria y la situación y perspectivas que presenta la economía española, que condicionan, a su vez, la política monetaria del presente año. Aún cuando algunos de estos temas fueron ya tratados, en cierta medida, en comparecencias anteriores, la disponibilidad de datos del cierre del año, aunque todavía provisionales algunos de ellos, permiten un análisis y una valoración algo más ajustados.

### La política monetaria en 1992.

Los objetivos para 1992 hubieron de establecerse en un panorama económico y financiero sumamente incierto. Tras un ajuste de la demanda y de la producción españolas en los dos años anteriores hacia sendas más sostenibles a medio plazo y más en consonancia con el encauzamiento de los desequilibrios macroeconómicos existentes, se vislumbraba para 1992 una cierta recuperación económica, basada, fundamentalmente, en una reactivación del comercio mundial que por entonces preveían la práctica totalidad de los organismos internacionales. En nuestro país, las perspectivas de reactivación, que requerían, sin duda, una cierta moderación salarial que permitiera una recomposición de los márgenes y de la rentabilidad de las empresas, seriamente dañados en una gran parte de los sectores productivos, se encontraban limitadas, sin embargo, por el escaso avance que en los dos últimos años de desaceleración económica se había logrado en materia de inflación. Esto señalaba la necesidad de frenar la tendencia expansiva de las cuentas públicas y de mantener un tono riguroso en la política monetaria. Esta era la única forma de impedir que, al abrigo de una cierta recuperación de la actividad, favorecida en nuestro caso por los acontecimientos especiales que concurrían en 1992, se transmitiesen a los precios finales las presiones de costes aun existentes y el impacto sobre los costes de las subidas impositivas previstas para comienzos del año.

En el ámbito financiero, las expectativas de descensos de los tipos de interés, ligados al clima de optimismo tras los acuerdos de Maastricht, hacían prever una expansión de los mercados a medio y largo plazo que se traduciría en un desplazamiento del ahorro financiero del público desde el corto hacia el largo plazo. Se esperaba, por tanto, una cierta desaceleración de la demanda de ALP y, en consecuencia, un aumento de la velocidad de circulación-renta de este agregado. En el mismo sentido repercutiría sobre ALP la finalización del proceso de regularización fiscal que contemplaba la sustitución de pagarés del Tesoro por deuda pública especial.

En este contexto, se definieron unos objetivos de crecimiento para ALP en una banda entre el 8% y el 11% que se estimaba coherente con un crecimiento del PIB nominal en torno al 9%.

---

<sup>(\*)</sup> Intervención del Gobernador del Banco de España en la Comisión de Economía del Congreso de los Diputados, el día 24 de febrero de 1993.

Los resultados monetarios de 1992 muestran un crecimiento de ALP del 5,5% a lo largo del año. Esta desviación se debe a fenómenos de naturaleza diversa que tienen su origen tanto en el ámbito financiero como en el real. En efecto, en los primeros meses del año se produjeron desplazamientos financieros en las carteras del público desde el corto hacia el largo plazo tal y como se esperaba, pero con una intensidad muy superior a la prevista. En consecuencia la demanda de ALP, para un mismo volumen de gasto, fue inferior a la que se supuso cuando se fijaron los objetivos. Cuando se añaden a ALP los fondos colocados por el público en deuda pública especial y en bonos y obligaciones adquiridos en firme -principalmente, a través de los fondos de inversión-, su tasa de crecimiento, a lo largo del año, se eleva en 1,5 puntos, y alcanza, por tanto, el 7%.

Pero las previsiones sobre el crecimiento del gasto nominal tampoco se vieron materializadas. Aunque 1992 empezó con un cierto dinamismo en la demanda, ésta fue debilitándose conforme transcurría el año. Por un lado, las principales economías mundiales continuaron inmersas en un clima de acusada atonía que obligó a los organismos internacionales a sucesivas revisiones a la baja en sus previsiones de crecimiento. A estos elementos generales de la recesión mundial que fueron intensificándose en todas partes -pero especialmente en Europa- desde el segundo trimestre del año, se vinieron a sumar en España: el fin del esfuerzo realizado en relación con los acontecimientos de 1992; el paso de la política fiscal expansiva de la primera parte del año a otra más contractiva en el segundo semestre; la elevación de los tipos de interés inducida por la crisis monetaria europea y, en fin, el rápido crecimiento de los costes, que, en una situación de debilitamiento de la demanda, había de conducir a un mayor hundimiento de la rentabilidad y la liquidez empresariales, a una mayor pérdida de competitividad y, en definitiva, a un mayor retraimiento de la inversión y una mayor caída del empleo. En consecuencia, el crecimiento del PIB nominal en España apenas alcanzó el 7% frente al 9% previsto para 1992, concentrándose la divergencia en el crecimiento real del PIB. Las estimaciones actualmente disponibles apuntan a un crecimiento de esta magnitud, en 1992, en torno al 1% frente a un 3% que contemplaba la programación monetaria del año. Por el contrario, la tasa de inflación, medida por el índice de precios al consumo, se situó en el 5,4% frente al 5% esperado a comienzos del año.

El menor crecimiento del PIB real explicaría una reducción en el ritmo de expansión de ALP de algo más de dos puntos en 1992. A ello habría que añadir la corrección, en la misma dirección, derivada de los desplazamientos financieros hacia fuera de ALP, que resultaron más intensos de lo esperado, como ya he indicado. En conjunto, estos factores pueden explicar una caída del orden de unos 3,5 puntos porcentuales en la tasa de crecimiento de ALP, por el lado de la demanda de activos líquidos.

Desde el lado de las contrapartidas de ALP, el crédito interno a empresas y familias acusó la moderación en el ritmo de demanda y actividad con una expansión en el año de tan sólo el 6%. Incluso si se considera, además del crédito interno, la emisión de pagarés de empresa y los créditos recibidos directamente de entidades no residentes, el flujo de financiación obtenido por este sector, en 1992, se sitúa en el 8,5% frente al 12,5% registrado en 1991. El crédito interno del sistema al sector público aumentó, por su parte, un 10,3% en el año, frente a un 3,3% en el año anterior. Finalmente, la posición del sistema frente al resto del mundo registró un retroceso debido, básicamente, al descenso de las reservas exteriores en la segunda parte del año. En resumen, del incremento del 5,5% de ALP en 1992, el crédito interno a familias y empresas explica 5 puntos; el crédito interno al sector público, 2,5 puntos; el sector exterior, -2,5 puntos; otros factores, 0,5 puntos.

A medida que transcurría el año 1992 se fue consolidando un progresivo debilitamiento de la demanda, que acabó por afectar a todos sus componentes. Así, a la dinámica negativa de la inversión tanto en bienes de equipo como en construcción se superpuso, en el segundo semestre, una acusada desaceleración del consumo privado derivada de la progresiva caída del empleo, del alza de impuestos y del recorte de determinadas prestaciones sociales, en un clima de menor confianza de los consumidores. En este período, la crisis del SME, que repercutió con especial intensidad en economías como la española, con importantes desequilibrios en sus variables fundamentales y serios problemas de convergencia, introdujo un elemento de incertidumbre adicional que contribuyó a deprimir las expectativas de inversores y consumidores.

La atonía de la demanda y algunas actuaciones de política económica contribuyeron a una cierta moderación de los desequilibrios macroeconómicos en el segundo semestre de 1992, rectificándose la tendencia al deterioro que habían registrado en la primera parte del año. Pero los resultados obtenidos son aún insuficientes y su base es aun endeble.

En la balanza de pagos con el resto del mundo, las corrientes comerciales han mostrado una respuesta positiva tanto a la menor presión de la demanda nacional como a la depreciación del tipo de cambio de la peseta; pero la balanza de servicios no ha contribuido a la corrección del desequilibrio exterior -debido, principalmente, al comportamiento del renglón "rentas de inversiones"-, y la balanza de pagos por cuenta corriente se cerró, en 1992, con un déficit del 3,4% del PIB, según nuestras estimaciones. Aunque en condiciones normales de los mercados de cambios, las entradas de capitales que puede atraer la economía española son suficientes para financiar adecuadamente ese déficit, no cabe ignorar la mayor volatilidad de la financiación exterior, que en los últimos tiempos ha ido desplazándose desde inversiones directas a créditos y, dentro de éstos, desde los de largo plazo hacia los de plazo más corto. Este elemento de volatilidad obliga a ser muy cuidadoso en la conducción de las políticas fiscal y monetaria nacionales y aconseja, obviamente, una mejora permanente del déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente que sólo puede lograrse con una mejora también persistente de la competitividad.

En el ámbito de los precios, el año 1992 se cerró con un incremento del IPC del 5,4%. En este resultado cabe apreciar algún elemento positivo: primero, porque durante el año se registró un aumento de 3 puntos en el tipo medio del IVA y la paridad central de la peseta en el S.M.E. experimentó una devaluación del 11%; y, segundo, porque el núcleo de la inflación subyacente, que es el que venía mostrando mayores signos de resistencia, ha empezado a mostrar, en los últimos meses, una cierta sensibilidad a las condiciones de debilidad de la demanda, especialmente en los precios de los servicios. Con todo, el resultado dista de ser favorable, especialmente para un período de recesión; y no lo es porque, aparte de otras consideraciones a las que luego haré referencia, debajo de la inflación hay un ritmo de crecimiento de los salarios, apenas sensible a la evolución de la economía y de las condiciones del propio mercado de trabajo, que situó, en 1992, el crecimiento del salario por persona en más de un 8%, el aumento de la remuneración por asalariado -incluidas las cotizaciones sociales- en más de un 9% y el incremento del coste del trabajo por unidad de producto en el 6% -tasas estas últimas, que son superiores en un 58% y un 45%, respectivamente, a las correspondientes tasas medias de incremento de la remuneración por asalariado y del coste laboral unitario de la CE en el año-.

Nuestra dinámica inflacionista incorpora, en definitiva, un proceso de rápida pérdida de la competitividad, capaz, si no se corrige, de anular, al cabo de no mucho tiempo, cualesquiera ventajas transitorias derivadas de depreciaciones cambiarias -que acabarían convirtiéndose en un elemento acelerador de la espiral inflacionista- y capaz de impedir cualquier mejora persistente

de la balanza de pagos. Al mismo tiempo, esa inflación salarial lleva, en una etapa de debilitamiento de la demanda, a una mayor caída de los beneficios empresariales, a una mayor retracción de la inversión, a un mayor descenso del empleo y, en definitiva, a un debilitamiento más profundo de la actividad y a un mayor ritmo de destrucción de puestos de trabajo que los que se habrían producido en otro caso.

### **La política monetaria para 1993.**

En este contexto, la política monetaria para 1993 se diseñó -como expuse a Sus Señorías en mi comparecencia del mes de diciembre- desde una óptica de estabilidad, en el convencimiento de que sólo si la economía española utilizaba este período para reducir sus desequilibrios básicos le resultaría posible acortar la recesión y aprovechar una eventual mejoría en las condiciones mundiales para adentrarse en un proceso de crecimiento sostenido y estable.

Esta orientación se ha materializado en la fijación de un objetivo para el crecimiento de ALP, que es el agregado monetario que continúa mostrando unas propiedades mejores en términos de estabilidad con el gasto nominal. Se ha fijado un objetivo de crecimiento para este agregado en 1993 dentro de una banda entre el 4,5% y el 7,5%, que es coherente con una expansión del PIB nominal del orden del 6% y con una tasa de variación de la velocidad de circulación de ALP más acorde con su relación histórica con el gasto nominal. El margen de oscilación contemplado en torno a la senda central otorga márgenes razonables de flexibilidad a los objetivos fijados.

La descomposición que finalmente resulte del PIB nominal previsto entre el crecimiento del producto real y de aumento de los precios está fuera del alcance de la política monetaria. Si los costes y los precios se comportan con la moderación propia de una fase de recesión, serán posibles un mayor crecimiento de la producción y un mejor comportamiento del empleo. Por el contrario, las presiones alcistas de costes y precios ahogarían cualquier atisbo de recuperación significativa de la actividad y, lo que es peor, aplazarían las posibilidades de una expansión con bases firmes más adelante.

El crecimiento monetario fijado es compatible con un aumento del crédito interno a familias y empresas en torno al 7% pero podría ser quizás inferior si continúa la tendencia, que actualmente se observa, de sustitución de financiación interna por externa.

En el mes de enero, los ALP registraron un crecimiento del 11% en tasa intermensual anualizada, que indica el mantenimiento de un ritmo de expansión similar al registrado al finalizar el año 1992, derivado en gran parte de la persistencia de desplazamientos financieros, desde activos a largo plazo hacia instrumentos a corto plazo, incluidos en la definición de ALP. Durante el mes de enero estos desplazamientos se han dirigido hacia los valores del Estado -letras del Tesoro y cesiones de Deuda a corto- cuyo saldo en manos del público ha registrado una expansión que explica, por sí solo, casi 10 puntos del crecimiento del ALP. Por el contrario, los depósitos y otros instrumentos bancarios equivalentes sólo crecieron un 2,9%.

Me permito señalar a S.S., a partir de estas cifras recientes, que el Banco de España no vigila la evolución de las magnitudes monetarias a las que se refieren sus objetivos con criterios rígidos e inflexibles. Por el contrario, cualquier desviación respecto de los objetivos es examinada en términos de su persistencia o su temporalidad y en términos de su relación con las decisiones de gasto o de su carácter meramente financiero. En las condiciones actuales, es la preferencia del público por activos del Tesoro a corto plazo (incluidos dentro de ALP) y la preferencia de los bancos por mantener títulos a más largo plazo en sus carteras (en base a sus previsiones de

descenso de los tipos de interés) y cederlos al público en repos a corto plazo lo que explica, en opinión del Banco de España, esa tasa relativamente abultada de crecimiento de ALP, ante la que no se ha reaccionado.

El crédito a empresas y familias ha continuado, por su parte, la senda de relativo estancamiento que había iniciado el mes de diciembre pasado, registrando una tasa de crecimiento del 0,8%, en enero, que refleja una drástica moderación de la demanda de recursos financieros por parte del sector privado de la economía. El crédito interno del sistema al Sector Público aumentó, por su parte, en enero, un 6,5%.

Desde mi última comparecencia en esta Comisión, la progresiva normalización de los mercados cambiarios y, concretamente, el de la peseta permitió reducir el tipo de intervención básico del Banco de España en dos ocasiones, por una cuantía total de tres cuartos de punto, recuperando el nivel que tenía cuando se iniciaron las conmociones del Sistema Monetario Europeo. Como saben Vds. sin embargo, las presiones especulativas que ha soportado la peseta en los últimos días han obligado a incrementar la tensión sobre los tipos interbancarios día a día a fin de dar una señal de defensa de la peseta y de encarecer la especulación.

#### **El problema de los tipos de interés.**

Es una realidad que, dejando a un lado perturbaciones deseablemente pasajeras, nuestros tipos de interés se mantienen elevados tanto en comparación con los niveles existentes en otros países como en relación con la débil pulsación interna de la demanda y de la actividad. El tipo interbancario a tres meses, que está menos afectado por la variabilidad actual de los mercados monetarios, se mantiene en España más de tres puntos por encima de la media de los países comunitarios. Pero la reducción posible de los tipos de interés se mueve dentro de las restricciones que imponen la incertidumbre e inestabilidad que persiste en los mercados cambiarios y, en el interior, las tensiones inflacionistas potenciales que se derivan de un comportamiento excesivamente alcista de los costes. Ambos factores determinan una línea de prudencia en la adaptación de la política monetaria a las condiciones cíclicas de la economía española que obliga a graduar el descenso de los tipos de interés de acuerdo con la evolución de los tipos europeos y el comportamiento de costes y precios en la economía española. Permítanme S.S. que me detenga en este tema, puesto que la política monetaria se tiende, en general, a discutir y denunciar más en términos de los tipos de interés que con referencia a los agregados monetarios.

El S.M.E. aún no ha encontrado una estabilidad duradera tras las perturbaciones intensas del otoño pasado. La devaluación de la libra irlandesa, el posterior ataque a la corona danesa, la amenaza de nuevas presiones sobre el franco francés y los ataques sufridos por la peseta y algunas otras monedas en los últimos días han marcado el clima desde mi última comparecencia ante Vds.

Los problemas básicos que han venido perturbando el Sistema continúan haciéndolo: la intensificación de la recesión europea desde el segundo trimestre del pasado año como consecuencia de la rápida pérdida de ritmo de la economía alemana tras dos años de fuerte demanda ligada al proceso de reunificación; la conjunción de esa recesión con los elementos contractivos transmitidos desde Alemania a través de sus tipos de interés, que, aunque puedan estar justificados por las circunstancias de la economía alemana, impiden políticas monetarias más expansivas a otros países del área cuyas condiciones generales permitirían tipos de interés más bajos sin dañar sus equilibrios básicos; las dudas de los mercados sobre la resistencia de las

políticas de estabilidad ante los aumentos del paro y, en fin, el reto de las dos monedas situadas fuera de la disciplina del Sistema con tasas de depreciación que algunos analistas comienzan a denunciar como competitivas. En estas condiciones, las declaraciones, los rumores, los nuevos datos o las informaciones luego desmentidas sobre una economía afectan a los tipos de cambio correspondientes; y las variaciones de las expectativas sobre una moneda afectan a otras monedas, con o sin justificación. No es preciso insistir en que todo esto es especialmente relevante para países que tienen a la vista elecciones generales, como se ha demostrado en los últimos días.

Estas circunstancias del S.M.E. van a durar bastante tiempo -al menos, mientras no reaccione la actividad en Europa y no se corrija la actual combinación de política fiscal y monetaria en Alemania de modo general; mientras no se despejen las incógnitas del futuro de las políticas económicas de algunos países en particular; y mientras, en fin, no desaparezcan las incertidumbres sobre la ratificación del Tratado de Unión Europea por la totalidad de los países miembros de la Comunidad-. Y en tanto esas circunstancias se mantengan, el mercado cambiario va a seguir imponiendo restricciones muy estrictas a los movimientos de los tipos de interés. El comportamiento del Bundesbank será, a estos efectos, decisivo; los mercados continuarán pendientes, durante los próximos meses, de la publicación mensual de las cifras alemanas de las tasas de inflación y de M3, tratando de prever los movimientos de los tipos de interés a corto plazo.

No parece arriesgado vaticinar una baja de los tipos de interés del Bundesbank en 1993; mucho más difícil es predecir el ritmo temporal de esos descensos a lo largo del año y su cuantía. En todo caso, el comportamiento de los tipos de interés a corto plazo en los demás países del Sistema -que son los únicos tipos que quedan al alcance de la acción directa de los bancos centrales; los tipos a más largo plazo los fijan los mercados atendiendo a la escasez relativa de ahorro, los riesgos de las políticas económicas y las expectativas de inflación-; esos tipos de interés a corto plazo no podrán seguir mecánicamente los movimientos del Bundesbank: unos bajarán en mayor medida y otros lo harán en menor medida, atendiendo a las condiciones internas de cada economía. Cualquier movimiento a la baja que los mercados consideren injustificados por esas condiciones internas correrá el riesgo de suscitar una reacción rápida de los mercados cambiarios y de tener que verse corregido por un nuevo movimiento al alza con prontitud. Esta es la realidad actual de los mercados cambiarios europeos y no exclusiva de nuestro país.

¿Qué cabe prever respecto de las condiciones internas de nuestra economía?. Ya he señalado antes que, en la segunda parte de 1992, tanto los precios como el saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente iniciaron una tendencia hacia la moderación y la corrección; pero también he indicado que esa tendencia era aún frágil. Lo mismo cabe decir del déficit público, pues, aunque se registre la reducción prevista en cuanto a su componente estructural, habrá de hacer frente a la presión de su componente cíclico, ligado al debilitamiento de la actividad y el empleo. La información más desalentadora procede, sin embargo, del ámbito de los salarios. El año pasado, en un período de importante atonía de la demanda y la actividad y fuerte destrucción de empleo, el incremento de los salarios pactados en convenios fue del 7,2% y, como ya he indicado antes, el salario por persona y la retribución por asalariado avanzaron más de un 8% y un 9%, respectivamente, es decir, aproximadamente el 50% más que en el promedio de la C.E.. Los efectos de ese incremento de costes aún están pesando sobre nosotros en términos de pérdida de competitividad, alimentación de la inflación, caída de la rentabilidad empresarial y de la inversión e intensificación de la destrucción de puestos de trabajo. Ahora bien, cuando examinamos la más reciente información disponible, correspondiente al mes de enero pasado, se observa un aumento del salario por persona en convenios del orden del 6,5%. Es cierto que los

nuevos convenios ya firmados aun afectan solamente a un número reducido de trabajadores; pero si esos resultados han de tomarse como un indicio de lo que puede ser el cierre de los convenios en el año actual, hay que concluir que la inflexibilidad salarial ante la situación de la economía y del mercado de trabajo dificultará la moderación de la inflación y la corrección de los déficit de las cuentas públicas y de la balanza de pagos, acentuará y prolongará la fase de debilidad de la economía e intensificará la destrucción de puestos de trabajo. Hay que esperar que esos indicios resulten desmentidos por los hechos; pero si no es así, parece obvio que los márgenes ofrecidos por las condiciones internas de la economía al descenso de los tipos de interés serán mínimos.

Claro que, en circunstancias como las que vive la economía española, existe siempre la tentación y el riesgo de ceder al espejismo de la huída hacia adelante. Hay muchas personas, en muy diferentes ámbitos, que están pidiendo una fuerte reducción de los tipos de interés, dentro de una política económica expansiva, como medida de la que esperan una rápida contención del debilitamiento de la economía y de la destrucción de empleo, una reacción de la inversión e incluso una reducción de la morosidad bancaria.

Precisamente porque se trata de una opinión muy extendida, deseo expresar aquí la convicción contraria del Banco de España, -la convicción del Banco como institución; no sólo la mía personal, sino la convicción unánime de todo su Consejo General-, que creo que puedo resumir del siguiente modo:

1. Una fuerte reducción de los tipos de interés, en las condiciones actuales de la economía española, alentaría muy poco la producción y el empleo en el corto plazo, contribuiría a reforzar la inercia de los costes y su traslación a los precios y obstaculizaría por tanto cualquier mejora de la inflación y la competitividad; el resultado de todo ello, a más largo plazo, cuando cabe esperar una recuperación firme de la economía mundial, sería la necesidad de adoptar políticas fuertemente restrictivas que impedirían a nuestra economía participar adecuadamente en esa recuperación.

2. Un efecto inmediato de una fuerte reducción de los tipos de interés, en las condiciones actuales, sería la necesidad de aceptar una depreciación adicional de la peseta y, en definitiva, el abandono del mecanismo de cambios del S.M.E., con un efecto inflacionista importante. Paralelamente, los mercados, ante unas expectativas modificadas de precios y cambios, impulsarían al alza los tipos de interés a largo plazo, de modo que las perspectivas de animar la economía con tipos de interés más bajos o de financiar el déficit público a menor coste se verían, en buena medida, frustradas.

3. Tomar como ejemplo las reducciones de tipos de interés decididas en los países europeos que han abandonado el mecanismo de cambios del S.M.E. puede llevar a conclusiones opuestas a las pretendidas por quienes defienden una actuación semejante en España. Y no me refiero al mayor o menor éxito de las políticas seguidas, que está por ver. Me refiero a que esos países han decidido las fuertes rebajas de sus tipos de interés partiendo de unas condiciones iniciales muy distintas de las nuestras. Tanto en el Reino Unido como en Italia se registró una reducción a la mitad de las tasas de crecimiento de los costes laborales unitarios entre 1991 y 1992; en el Reino Unido se espera que esos costes laborales unitarios sólo avancen un 1% en 1993; y en Italia, donde se ha acabado con el sistema de indiciación automática de salarios y se han congelado los salarios del sector público, se prevé un crecimiento de los costes laborales unitarios, en 1993, muy ligeramente superior al 3%. En España, ese crecimiento está en la zona del 6%. Dicho en otras palabras, si no se puede

confiar en un comportamiento muy moderado de los costes, no se puede entrar en aventuras monetarias sin gravísimos riesgos.

El Consejo General del Banco de España considera, en definitiva, que una política monetaria expansiva tendría, en las condiciones actuales de nuestra economía, consecuencias muy graves para los desequilibrios que padecemos, cuya corrección es necesaria para salir de nuestras dificultades con un crecimiento firme y estable.

No cree, por lo demás, el Consejo General del Banco de España que una política monetaria disciplinada pueda mantenerse y lograr sus objetivos de estabilidad con independencia del resto de la política macroeconómica y de las condiciones básicas de funcionamiento de la economía. Dos elementos son, a este respecto, necesarios para que la política monetaria no se vea sobrecargada en sus cometidos: una política presupuestaria rigurosa y una moderación del crecimiento de los costes.

La tensión entre una política monetaria disciplinada y una política presupuestaria expansiva ha sido el rasgo más negativo de la política de demanda a lo largo de los últimos años. El Gobierno ha iniciado un enderezamiento de esa política a mediados del pasado año y el Banco de España entiende que la persistencia de esa orientación es de la mayor importancia. Partiendo de un déficit público que representa un 4,5% del PIB hay realmente muy poco margen para estimular la economía en el corto plazo por vías fiscales sin generar problemas más graves poco después.

Mayor importancia perturbadora han tenido, sin embargo, en los últimos años y tienen aún el fuerte crecimiento de los costes y su rigidez ante el debilitamiento de la demanda. Hay, en primer lugar, un problema muy grave de costes laborales. Comprendo que es fácil acusar al Banco de España de reiterar siempre este tema. A esto sólo cabe decir: primero, que un país cuyos costes laborales por unidad de producto han aumentado, en el período 1986-1992, a una tasa media anual del 6,2%, frente a la tasa del 4,5% registrada en el promedio de la C.E. está minando su futuro, alejándose de cualquier destino europeo y, desde luego, engrosamos inevitablemente su población de parados -de modo que insistir en el tema es adecuado-; segundo, que un país que registra ese ritmo de incremento de los costes laborales con tasas de paro tan elevadas como las españolas tiene, con seguridad, graves problemas de funcionamiento de su mercado laboral; y, en fin, que ninguna reiteración es comparable a aquélla con la que, desde muy distintos ámbitos, viene señalándose, desde hace mucho tiempo, la necesidad de introducir reformas importantes en el mercado de trabajo sin que se haya avanzado gran cosa en ello -más bien se han registrado, entretanto, retrocesos tan graves como el consistente en la generalización de la indiciación de los salarios sobre precios pasados-. El estudio, la discusión y la introducción de reformas en el mercado de trabajo con la colaboración de todos los afectados e interesados es, en opinión del Banco de España, una tarea de la mayor importancia y urgencia para la economía y la sociedad españolas; y un campo de actuación esencial para conseguir que nuestro país pueda incorporarse a un proceso estable de recuperación de la actividad y la creación de empleo.

Sin embargo, el problema del crecimiento de los costes no se limita a los costes laborales. Hay muchos incrementos importantes de costes que han de soportar las empresas sometidas a la competencia y que son el resultado de la política de precios practicada por empresas situadas al abrigo de la competencia, monopolios en muchos casos legales o resultantes de intervenciones y reglamentaciones, o empresas que sólo logran languidecer, limitando sus pérdidas, mediante la imposición del consumo de sus productos a otras empresas a precios desorbitados en cualquier comparación internacional. También estos costes merman la competencia y destruyen empleo;



y el ataque a estas situaciones constituye también una necesidad importante en el futuro inmediato.

En resumen, el Banco de España insiste en los peligros de una política monetaria expansiva y se muestra opuesto a ella, primero, por la función básica que le encomiendan las actuales normas legales -antes de cualquier estatuto de autonomía- de defender la estabilidad del valor del dinero; y, después, porque entiende que la adopción de políticas económicas expansivas, en los momentos actuales, aliviaría muy poco los problemas en el corto plazo y los agravaría muy considerablemente en el medio plazo, con resultados intertemporales netamente desfavorables. El Banco de España cree, en fin, que hay un amplio campo para políticas de oferta o reformas institucionales y estructurales que podrían tener efectos muy favorables para que la economía encuentre una etapa de recuperación sostenida.

Muchas gracias.