

# LA POLÍTICA MONETARIA ESPAÑOLA EN EL SME

Luis A. LERENA

## INTRODUCCION

El 19 de junio de 1989 la peseta entró en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo. El efecto inmediato fue el reforzamiento de nuestra moneda, al quedar eliminadas las expectativas de depreciación. Los tipos de interés del mercado español se mantuvieron hasta las elecciones de octubre de ese año, pese a las tentativas alcistas de los mercados exteriores. Una cierta presión especulativa contra la peseta fue abortada por el Banco de España, que hace ya uso de dos razonamientos: por una parte, el riesgo de falta de financiación del déficit por cuenta corriente, y en segundo lugar, y esto es más importante, el efecto inflacionista de la depreciación. Las autoridades monetarias, a partir de entonces, consideran esencial el mantenimiento del tipo de cambio de la peseta sin depreciación, porque desean hacer uso de la política de tipos de cambio como un instrumento para la lucha contra la inflación, objetivo que ha alcanzado una importancia primordial una vez que España se encuentra incorporada al Sistema Monetario Europeo (SME).

Esta incorporación obligaba a profundos cambios en el esquema de la política económica y, por tanto, de la política monetaria. El mantenimiento de un tipo de cambio determinado de la peseta era ahora una obligación impuesta y definida claramente por las bandas del SME. Al contrario que en la situación anterior, en la que la dirección de la política de tipos de interés —y las consiguientes tendencias de estabilidad o depreciación-apreciación de la peseta— era discrecional por parte de la autoridad monetaria, la fijeza y la determinación precisa del objetivo del tipo de cambio obliga a instrumentar una política económica adecuada para el logro de tal objetivo. En ese sentido, sólo la política monetaria puede servir para la consecución

de los objetivos de tipo de cambio y, en general, de mantenimiento del equilibrio externo. Las otras políticas económicas —fiscal o de rentas— han de volcar su acción en el equilibrio interno. Los campos y los límites de actuación de la política monetaria se acotan con gran precisión.

La realidad ha sido muy distinta en el caso español. Como es sabido, la política fiscal y la de rentas no han sido puestas en práctica de forma efectiva. Por tanto, la política monetaria ha quedado como único instrumento para el logro del equilibrio interno y externo, es decir, para frenar la inflación, mantener el ritmo de la actividad económica interna y, finalmente, lograr el equilibrio del sector exterior. El logro de tres objetivos con una sola política resulta absolutamente imposible y contraproducente. De ahí los resultados que se han obtenido en la economía española.

## EL CONFLICTO EQUILIBRIO INTERNO vs. EXTERNO

Dos son los objetivos que las autoridades económicas españolas parecen haber asignado a la política monetaria en su vertiente del equilibrio interno: la lucha contra la inflación y el freno de la actividad. En el objetivo de *lucha contra la inflación*, la autoridad monetaria española ha optado decididamente por considerar como único instrumento de lucha la política monetaria. Como el propio Banco de España ha reconocido, la forma de actuar de la política monetaria, una vez que España se incorporó al SME, es la revaluación o apreciación de la peseta, que produce un efecto antiinflacionista al reducir los precios de los productos importados.

Esta utilización de la política monetaria ha tenido dos consecuencias. En primer lugar, ha significado,

de hecho, el reconocimiento de la imposibilidad de utilizar otras políticas. Así, prácticamente, no ha habido ningún intento de utilizar una política de oferta que mejorara la competitividad de ciertos sectores productivos o las condiciones de la oferta, de forma que se redujeran las tensiones inflacionistas. No hay actuaciones sensibles de mejora de la competencia en los mercados, ni siquiera hay una política racional de tarifas o precios públicos, con lo cual la propia actuación del sector público ha contribuido a incrementar la inflación, agudizando la necesidad de mayor energía en el uso de la política monetaria. Como resultado de todo ello, se mantiene una inflación estructural, o subyacente, elevada, que deriva, especialmente, del mantenimiento de ciertos precios del sector servicios con persistentes tensiones inflacionistas. Generalmente, tales precios corresponden a sectores con acusada falta de competencia en sus mercados. Adicionalmente, la elevación de ciertos precios industriales no sujetos a la competencia del sector exterior, y por tanto no afectados por las variaciones del tipo de cambio, ha jugado un papel importante. Ello explica el mantenimiento persistente de esa inflación subyacente, que difícilmente puede verse afectada por la política del tipo de cambio al tratarse de bienes «no comerciados», es decir, sin competencia de los mercados externos.

La utilización descrita de la política monetaria implica que las autoridades han decidido utilizar las «virtudes» de la apreciación de la peseta, olvidando sus vicios. En efecto, la apreciación de la peseta, por una parte, produce una pérdida de competitividad —su «vicio»— pero, por otra, produce un efecto estabilizador de precios, al abaratar las importaciones. Es viejo el conflicto entre ambos efectos en ciertos países con tan conocida tradición estabilizadora como Alemania y Suiza —conflicto que allí nunca se saldó— con olvido pleno de los peligros que entraña el debilitamiento de la posición competitiva. En el caso español, y a partir de 1989, nuestras autoridades han predicado ciegamente las virtudes estabilizadoras y han despreciado totalmente los «vicios», o efectos indeseables, producidos por el efecto negativo de la apreciación sobre la competitividad. Esta defensa a ultranza de las virtudes estabilizadoras del tipo de cambio, y el desprecio absoluto del efecto de deterioro de la competitividad que resulta, no se ha profesado por ningún otro gobierno. Como consecuencia, se ha producido una pérdida persistente de competitividad que no puede ser negada, y cuyos efectos difícilmente pueden ser considerados pasajeros. Esa evolución conduce a una situación de inferioridad a muchos sectores productivos —exportadores y no exportadores—, con lo cual

ha de producirse una reasignación de los recursos productivos de efectos duraderos y de difícil corrección. No hay que olvidar que situaciones parecidas han producido en otros países efectos sensibles de desindustrialización.

Pero, además, la política monetaria es capaz de frenar la actividad económica y la demanda, con lo cual pueden reducirse o limitarse las tensiones inflacionistas. Normalmente, sin embargo, corresponde a la política de rentas y a la política fiscal el freno de la demanda. Con ellas, se podría hacer una política selectiva en la que se frenara más el consumo que la inversión y no se deterioraran las expectativas inversoras. Desgraciadamente, la utilización de la política monetaria es incompatible con cualquier intento selectivo y, lo que es peor, se afecta mucho más a la inversión que al consumo. De hecho, como se ha demostrado hasta la saciedad, las decisiones de consumo de los agentes económicos españoles dependen mucho más de sus expectativas de renta futura que de la disponibilidad de financiación. De aquí el escaso éxito de la política de freno crediticio para reducir el consumo. En todo caso, cuando las autoridades españolas se empeñan en reducir el consumo, se ven obligadas a apuntalar la política monetaria con el racionamiento del crédito, para hacerla operativa ante los escasos efectos de los elevados tipos de interés. Y, para aislar la acción monetaria de los mercados exteriores, tienen que establecer un depósito obligatorio del 30 por 100 a las entradas de capitales.

Pero ni aun así la política monetaria se muestra totalmente efectiva. La innovación financiera sigue funcionando en ese entorno intervencionista, y permite un desarrollo puntual del mercado de pagarés de empresa, con lo que se burla el racionamiento del crédito por las empresas que tienen acceso a tal mercado (que no son, forzosamente, las más interesantes desde un punto de vista de la economía global del país). Por otra parte, el depósito previo empieza a dar señales de insuficiencia en cuanto a su capacidad para frenar con éxito las entradas exteriores de capital en forma de crédito. En definitiva, la política monetaria sólo puede frenar la actividad con una utilización excesivamente intensa, que produce efectos graves sobre la actividad económica, y especialmente sobre la inversión, con repercusiones, otra vez, en el futuro proceso de crecimiento económico y con consecuencias totalmente indeseables. Esta es una experiencia que claramente está viviendo la economía española.

En un marco racional, y tras nuestra entrada en el SME, la política monetaria debiera haber limitado

sus objetivos al logro del equilibrio del sector exterior. En este sentido, la política económica española ha sufrido, forzosamente, y con nuestra pertenencia al SME, un nuevo cambio. Del desprecio obligado a los tipos de interés, que caracterizó la formulación inicial de nuestro modelo de política monetaria, se ha pasado a considerarlos como la variable clave. Se sigue manteniendo el objetivo de crecimiento de las magnitudes monetarias, en concreto, de los ALP. Sin embargo, lo que verdaderamente preocupa en estos momentos a la autoridad monetaria es el nivel de tipos de interés; de ahí sus repetidas intervenciones para mantenerlo estable o alterarlo en las direcciones que quiere. Los avisos a los agentes económicos se producen ahora mediante los retoques en los tipos de interés y no en las magnitudes monetarias. El tipo de interés, en efecto, se convierte en el factor clave para la fijación del tipo de cambio y el mantenimiento de la obligación que exige el SME.

El uso de la restricción del crédito, y el enrarecimiento del mercado de fondos prestables que ocasiona, favorece al mantenimiento de altos tipos de interés. Con ello, se ha producido lo que el Bundesbank ha llamado la paradoja del SME: los países más débiles del Sistema tienen, en cambio, las monedas más fuertes. Ello sucede con Italia y España de una manera especial. La razón no es otra que esa utilización excesiva de la política monetaria, que produce unos niveles de tipos de interés totalmente distorsionados.

## **LA POLITICA MONETARIA EN 1991**

Como puede apreciarse, la política económica española ha hecho gala de una notable variabilidad en objetivos e instrumentos. Así lo refleja el cambio en los objetivos. Un breve recorrido histórico muestra cómo la política económica se ha propuesto sucesiva, alternativa o simultáneamente, según el período analizado, el control de la inflación, la reanimación de la actividad económica, el freno de la actividad económica, el mantenimiento de un tipo de cambio determinado, la financiación de los déficit de balanza de pagos o la eliminación de superávit indesables. Es casi seguro que la política monetaria resulta adecuada para algunas de estas finalidades; lo que es más difícil es que resulte adecuada para todas ellas y, desde luego, para conseguir más de un objetivo al tiempo sin que hagan aparición las contradicciones entre los propios objetivos o entre los instrumentos y los objetivos. La variabilidad se da, asimismo, en los instrumentos utilizados. La política monetaria española

se inició usando como variable objetivo la M3, para pasar después a aceptar todos los activos líquidos en manos del público y, en la época final, reducir a un segundo término la evolución de las magnitudes monetarias y fijarse mucho más en los tipos de interés y en el volumen de crédito.

Además, la política monetaria española no ha dudado en utilizar instrumentos claramente heterodoxos, contrarios a la esencia del mercado, que, según sus fundadores, debía caracterizar la política monetaria de nuestra autoridad. Ahí está la utilización de los coeficientes bancarios y, en época más reciente, la utilización del racionamiento del crédito, que es lo más opuesto a una política monetaria del tipo que el Banco de España, o los mentores de la política monetaria española, pretendían implantar en nuestro país. La heterodoxia es clara cuando no sólo se persiguen simultáneamente varios objetivos de equilibrio interno y externo, sino que además se hace con la política monetaria como único instrumento de política económica. Por todo ello, no resulta extraño que la política monetaria haya sido acusada de activista y perturbadora para la actividad económica. Tampoco resulta extraño que, como consecuencia de tal activismo, no se hayan logrado, muchas veces, los objetivos que se proponían. En el futuro inmediato, la política monetaria deja una herencia que no va a ser fácil de eliminar. Así lo refleja el difícil y gravoso calendario que ha habido que montar para el desmantelamiento de los coeficientes bancarios. Lo mismo sucede con la desaparición de las restricciones de crédito o la problemática suspensión del depósito previo del 30 por 100.

Ha habido, pues, una necesaria improvisación en la política monetaria en los últimos años, lo que implica que no se pueda excluir que en 1991 haya que acudir otra vez a soluciones mágicas y en contradicción con lo que debe ser la política monetaria española. De forma que la predicción para este año resulta, en todo caso, dificultada por ese carácter de sorpresa en los fines y en los instrumentos que acompañan a nuestra política monetaria.

Sin embargo, aparece por ahora con cierta claridad que las autoridades monetarias españolas están dispuestas a agotar todos los efectos esperables de la política monetaria que se está siguiendo. La política monetaria está, en efecto, enfriando la economía, cumpliendo así el objetivo marcado por las autoridades monetarias. Ante la insuficiencia de la acción de la política fiscal o de la política de rentas en 1991, nuestras autoridades parecen decididas a utilizar exclusivamente la política monetaria, sin preocuparse en exceso por sus efectos

sobre el empleo, el nivel de actividad o el tipo de cambio de la peseta. La política monetaria se agotará hasta el final.

Lo que las autoridades esperan es que la política monetaria, así aplicada, conduzca a la economía española a un enfriamiento que, desde luego, puede llegar a una recesión. Confían, sin duda, en que serán capaces de prever, en su momento, la recesión y evitarla una vez que la actividad económica se haya debilitado. En tal punto, la política monetaria experimentará un ablandamiento, y sólo a partir de ese momento es de esperar que los tipos de interés de la economía española desciendan y que la restricción del crédito se levante totalmente para reactivar la economía, evitando que caiga en la recesión. De esta manera, la inflación, y especialmente su componente subyacente, se verá frenada por la caída de la demanda y, consiguientemente,

por el incremento del nivel de paro y las menores presiones salariales. El grave problema de esta política consiste en la dificultad de realizar un «ajuste fino» y en la necesidad de acertar exactamente el momento adecuado en el que hay que proceder al cambio de dirección de la política económica. Si la autoridades aciertan, el escenario será, más o menos, el descrito. Si no aciertan, la posibilidad de una recesión se agravará, y los hechos descritos —baja de tipos de interés, aligeramiento de las tensiones en el mercado de crédito— se producirán con más intensidad, más tarde y con efectos inapreciables.

Naturalmente, la situación parte de un escenario en el que se excluye la existencia de un conflicto bélico de consecuencias graves. Realizar previsiones en otro escenario bélico diferente es algo que se sale de la tarea del economista.