

**COMBINACION DE POLITICAS DE ESTABILIZACION EN UN MARCO  
DE INTEGRACION: LA EXPERIENCIA PORTUGUESA<sup>(\*)</sup>**

---

*Aníbal Cavaco Silva*

*Primer Ministro de la República Portuguesa*

La elección de la adecuada combinación de las políticas presupuestaria y monetaria -*policy mix*- es, desde siempre, uno de los problemas más complejos de la teoría de la política económica. No sólo están sobre el tapete, simultáneamente, los objetivos del equilibrio interior y exterior, sino que hay que considerar, también simultáneamente, todos los instrumentos de la política económica y su interacción.

Varias de las cuestiones que, recientemente, han sido objeto del debate económico europeo están íntimamente relacionadas con los problemas de la *policy mix*. El caso más típico es la controversia en torno a la independencia de los bancos centrales.

La decisión sobre la combinación más adecuada de políticas de estabilización por parte de un gobierno es un problema complejo y delicado. Esa decisión obedece, en general, a algunas reglas. Mi experiencia me dice que las más importantes son las tres siguientes:

La primera regla es que no hay fórmulas generales. En política económica aplicada, cada caso es un caso y debe ser tratado teniendo en cuenta su especificidad. El gobierno debe afrontar la situación con lucidez y flexibilidad.

La segunda regla es la inserción de las políticas de estabilización, presupuestaria y monetaria, en un marco general de medio y largo plazo. La estabilidad económica es un objetivo que siempre tiene que ser contemplado en la perspectiva del gran proyecto que es el desarrollo general del país.

La tercera regla es el pragmatismo: ¡ay de aquel que, en la ejecución de la política económica, no respete los principios teóricos! pero ¡ay de aquel que se deje conducir exclusivamente por aquellos principios!

Estas son tres reglas que siempre tuve en mente en toda mi experiencia profesional, ya como teórico y analista, ya como Primer Ministro. Pero, además de ellas, hay otras lecciones que es importante recordar a quien aborda la difícil cuestión económica de la combinación adecuada de las políticas presupuestaria y monetaria.

---

(\*) Discurso pronunciado, el 25 de enero de 1994, en la Ceremonia de Aceptación de la Distinción de Académico Honorario de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas.

Pienso que la experiencia de Portugal, desde la revolución de abril de 1974, y, en particular, desde la integración en la Europa Comunitaria en 1986, ilustra bien algunos puntos importantes sobre la política de estabilización.

### **1. La situación antes de 1985: la contención financiera impuesta por las circunstancias.**

El período que va desde 1974 hasta la adhesión de Portugal a la Comunidad Europea, en enero de 1986, estuvo básicamente caracterizado por la contención financiera del sector productivo de la economía, como resultado de una política monetaria fuertemente restrictiva, impuesta por el desequilibrio insostenible de las cuentas exteriores y por una política presupuestaria carente de control.

Inmediatamente después de la revolución de 1974, la economía y la sociedad portuguesa sufrieron un conjunto de choques de origen interior y exterior particularmente fuertes, que ocasionaron profundas perturbaciones en el aparato productivo nacional. El turbulento proceso de descolonización que supuso el regreso desde Africa de más de setecientos mil portugueses, así como las nacionalizaciones de empresas, las ocupaciones de tierras y las perturbaciones socio-económicas que acompañaron a la revolución, fueron extremadamente desestabilizadoras para el sistema productivo portugués.

La revolución de 1974 creó expectativas inmediatas de mejora de los niveles de vida. La respuesta de los sucesivos gobiernos fue la de sostener artificialmente esas expectativas mediante una explosión de los salarios y del consumo, así como de las transferencias y subsidios del Estado. La estalización de una gran parte de la economía llevó a una redistribución acentuada de la riqueza y de las rentas, e introdujo una profunda alteración en las "reglas de juego" del funcionamiento de la economía, generando una enorme perturbación y provocando el colapso de las inversiones.

Este choque interior ocurrió en un momento en el que las condiciones exteriores eran adversas. Las dos crisis del petróleo de 1973 y 1979 produjeron una pérdida en la relación real de intercambio superior a un 20%, a la cual se añadió la quiebra de la demanda exterior provocada por la recesión económica internacional.

Los aumentos de los costes salariales en el período 1974-76 -período en que la participación del factor trabajo en la renta nacional subió casi 18 puntos porcentuales-, la quiebra de la productividad y el deterioro de la relación real de intercambio tuvieron efectos devastadores sobre la competitividad de la economía y la rentabilidad de las empresas.

En 1975-76, el descenso de la inversión fue un 12,3% en términos reales y la caída de las exportaciones alcanzó un 14,8%.

La principal respuesta de las autoridades a aquellos choques se dio a través de políticas improvisadas, de *stop and go*, concebidas por gobiernos con un corto horizonte temporal y, sin insertarlas, además, en proyecto alguno a medio plazo. Las políticas adoptadas fueron frecuentemente inadecuadas en el tiempo y en el modo; esto es, desajustadas simultáneamente en relación con la fase del ciclo económico y con la naturaleza de los choques que afrontaba la economía.

La razón primordial de esta inadecuación de la política económica es fácil de identificar. El déficit de la Hacienda Pública, uno de los problemas seculares de la democracia portuguesa, fue

el elemento perturbador. La política presupuestaria practicada durante los diez años que siguieron a 1974 se reveló, de hecho, como el gran problema.

El déficit global "registrado" por las Administraciones, rondó o sobrepasó, reiteradamente, el 10% del producto interior bruto. Esta política y, en particular, la financiación casi exclusivamente monetaria de los sucesivos y abultados déficit públicos, fue el principal estímulo del exceso de demanda y una fuente de distorsiones e ineficiencias en el funcionamiento del sistema productivo. La fuerte restricción financiera que caracterizó este período de nuestra historia económica derivaba de la necesidad de transferir de la economía privada al Estado los recursos necesarios para su funcionamiento.

La reciente afirmación de Robert Lucas de que la "financiación inflacionista es un síntoma de una sociedad que está funcionando mal, por lo que no puede sorprender verla asociada a otros males sociales" se ajusta bien a esta fase de la vida portuguesa.

El déficit de la balanza por cuenta corriente se agravó significativamente, llegando a alcanzar valores insostenibles del 9,2% en 1977 y del 13,4% en 1982. La manifiesta insostenibilidad del déficit con el exterior—señal recurrente de ruptura, tras fases de intenso crecimiento del gasto nacional— hizo inevitable que la restricción exterior se erigiese en determinante fundamental del modelo de gestión macroeconómica. Ante la dimensión del problema exterior, el control de la inflación no se presentaba, en forma alguna, como objetivo prioritario de la política económica, pese a haber alcanzado, entre 1974 y 1985, valores situados entre el 20 y el 30%, exceptuando los años 1975 y 1980.

Dominado por las crisis de pagos exteriores, que llevarían al agotamiento de las reservas en divisas y que obligarían a realizar cuantiosas ventas de oro, Portugal tuvo que recurrir a los préstamos del Fondo Monetario Internacional y adoptar los programas de estabilización negociados con él. Esto sucedió en dos ocasiones: en 1978 y 1983 y los programas de estabilización acordados dominaron la política de coyuntura portuguesa en los períodos de 1978-79 y de 1983-84.

En estos períodos de estabilización, el objetivo final de la política monetaria fue siempre el de asegurar la financiación del déficit exterior. Este objetivo se consiguió actuando sobre el coste y sobre la cuantía de crédito interior al sector productivo, imponiendo, por esa vía, una restricción muy fuerte que compensaba la incontenible expansión presupuestaria.

A la política del tipo de cambio le correspondió compensar los diferenciales de inflación acumulados en relación con el exterior por vía de la devaluación del cambio nominal. Nótese que esta compensación sólo fue posible a costa de caídas sistemáticas y frecuentemente bruscas en los salarios reales, que disminuyeron en un total acumulado de un 12,2% de 1976 a 1979 y de un 16,1% de 1982 a 1984. En 1985, los salarios portugueses estaban por debajo de sus niveles de 1973. Con dimensiones impensables en otros países, tales descensos fueron también, en buena parte, los que permitieron lograr con relativa rapidez el éxito de los dos programas de estabilización negociados con el Fondo Monetario Internacional. Este fenómeno de caída de salarios reales, aunque asociado a varios elementos peculiares sociológicos e institucionales de la época, sólo fue posible por la inexistencia de un sistema de indiciación salarial.

La necesidad de asegurar la financiación del déficit exterior y el recurso al FMI supuso, por tanto, que en la década que va hasta 1985, la combinación de políticas económicas en Portugal siguiera un modelo bien definido, que podemos clasificar como "restricción financiera" sobre el

sector productivo. Concebido con extrema eficacia para situaciones de crisis, ese modelo atribuyó un peso excesivo a la política monetaria. Con la virtual ausencia de ajustes presupuestarios, el reequilibrio de las cuentas exteriores se consiguió, en gran medida, a costa de la inversión de las empresas por la restricción financiera que les fue impuesta.

Los costes de la inestabilidad política y social y de la inseguridad que caracterizaron este período de la vida nacional fueron profundos para la economía portuguesa. La fuerte caída de la inversión, las distorsiones introducidas en la composición y en el funcionamiento del aparato productivo y del sistema financiero, las múltiples intervenciones administrativas en la economía -en particular, sobre el sistema de precios-, el sesgo en los incentivos y el consiguiente despilfarro de recursos y de inversiones, especialmente en las empresas públicas, son algunos de los elementos que Portugal heredó de este agitado período que va de 1974 a 1985.

Interesa recordar que, entre abril de 1974 y abril de 1976 -fecha de las primeras elecciones legislativas tras la aprobación de la nueva Constitución- Portugal tuvo seis gobiernos provisionales, lo que corresponde a una duración media de cuatro meses. Entre julio de 1976 y noviembre de 1985, el país conoció nueve gobiernos, con una duración media de doce meses.

No es de extrañar, por tanto, que en estas circunstancias el foso que nos separaba de la Europa Comunitaria les pareciese a muchos infranqueable.

## **2. La situación en 1985.**

Al tomar posesión, en noviembre de 1985, mi primer gobierno se enfrentaba, por tanto, con una situación económica y social muy compleja.

El acuerdo a que se había llegado con el FMI en 1983 había conseguido reducir el déficit de la balanza por cuenta corriente, dando incluso lugar a un excedente en 1985. Sin embargo, faltaba mucho para alcanzar la estabilidad económica. Con un índice de paro superior a un 10% (en sentido lato; 8,6% en sentido estricto) y una tasa de inflación cercana al 20%, el Gobierno tenía por delante una tarea inmediata de estabilización muy difícil.

Pero, más allá de las cuestiones coyunturales, era esencial no olvidar los difíciles problemas estructurales que el país vivía.

Portugal acababa de salir de un violento y traumatizante período de austeridad. Existía una necesidad urgente de atender a varias carencias resultantes de ese esfuerzo. Los salarios reales habían caído un 16,1% entre 1982 y 1984 y el consumo privado había caído un 2,9% en 1984.

Sumido desde hacía años en un marco de inestabilidad política y financiera, era imperativo establecer en el país un clima de confianza que restaurase la inversión y el crecimiento para retomar el camino de la modernización y del desarrollo. La inversión había caído un 25% de 1982 a 1985 y el producto se había reducido un 2% en 1983-84.

Era imperativo, también, realizar las reformas estructurales, desde hacía mucho tiempo anunciadas y sucesivamente aplazadas, pues de ellas dependía la competitividad de la economía portuguesa y el dinamismo del aparato productivo.

La eliminación de los controles administrativos y de otros múltiples elementos de rigidez de los mercados y la reducción del peso del Estado en la economía, eran esenciales para la modernización.

Finalmente -y éste es el aspecto más importante- la adhesión a la Comunidad Europea, en enero de 1986, representaba un gran cambio estructural en el marco económico nacional.

En primer lugar, se hacía necesario enfrentar los nuevos desafíos lanzados por el aumento de la competencia derivada de la liberalización de los intercambios y por un mercado interior sin barreras. Y, desde luego, el encuentro con la economía española, vecina, pero hasta entonces relativamente extraña. En 1985, las exportaciones de Portugal hacia España representaban sólo un 4,1% del total de las exportaciones portuguesas, mientras que las importaciones portuguesas de España representaban un 7,4% del total de importaciones. Estos dos valores aumentaron hasta un 14,9% y 15,8%, respectivamente, en 1991. Además, la inversión directa española en Portugal pasó del 4,3% del total de inversión exterior en 1985 al 12,1% en 1991.

El segundo elemento esencial de la integración comunitaria residía en la necesidad de crear las condiciones para una absorción eficiente y controlada de los fondos estructurales provenientes de la adhesión. Muchos de los que hoy atribuyen el crecimiento económico de los últimos años tan solo a los apoyos comunitarios, olvidan que no es tarea fácil hacer productiva y eficaz la entrada repentina de recursos provenientes de la Comunidad. Nótese, a este respecto también, que buena parte de los fondos de preadhesión atribuidos a Portugal estaban sin utilizar en el momento de la adhesión.

Por último, la propia lógica de la adecuada combinación de políticas de estabilización tenía que articularse con la de los restantes países comunitarios, en un marco de integración creciente.

### **3. Primera Fase: la transición hacia la estabilidad.**

En la primera fase del post 1985, a la que llamaré "transición hacia la estabilidad", se desarrolla un esfuerzo de transformación del marco en que se aplicaba la política económica de coyuntura, preparando los cambios más profundos que se realizarían en la segunda fase. Una respuesta ecléctica y pragmática aconsejaba que se actuase con cautela y seguridad en esa transformación estructural, evitando rupturas repentinas. Con este propósito, sin introducir alteraciones de fondo en los instrumentos de la política, se invirtió, sin embargo, en 1986, el énfasis en su aplicación.

De 1978 hasta 1985, el control cuantitativo de la expansión del crédito interno, siguiendo la línea del modelo tradicional del Fondo Monetario Internacional, se convirtió en el principal instrumento de estabilización, cuyo objetivo esencial era asegurar la financiación del déficit de la balanza por cuenta corriente. Esta opción creó, en varias ocasiones, una fuerte presión restrictiva sobre el sistema productivo y causó siempre efectos distorsionadores en la asignación de recursos. Al mismo tiempo, la disciplina presupuestaria estaba relativamente descuidada, violándose incluso, en el campo específico de la financiación del déficit público, el segundo acuerdo con el FMI.

A partir de 1986, con mi primer Gobierno, se reformó la estructura esencial de la política de estabilización, aunque sin alteración significativa, en una primera fase, de los instrumentos utilizados. Así, se acentuó la importancia en el control presupuestario, atacándose de este modo uno de los principales desequilibrios estructurales de la economía portuguesa. Dado que la

financiación de la balanza por cuenta corriente, ayudada por la mejora de la relación real de intercambio, había dejado de ser condicionante decisiva de la gestión macroeconómica, tanto la política monetaria como la política del tipo de cambio pudieron orientarse, progresivamente, hacia la reducción de la inflación, objetivo que, ahora, adquiriría una importancia fundamental. Durante más de una década, la inflación había causado graves perjuicios y distorsiones en la economía portuguesa, mediante el injusto "impuesto" inflacionista y la incertidumbre que la inflación origina en los precios relativos.

Subrayar la importancia del control presupuestario -como componente fundamental de la *policy mix*- equivale a reconocer que el déficit tiene efectos sobre la demanda total y la producción que no pueden ser descuidados.

El papel del déficit público en una economía es uno de los temas económicos más controvertidos, tanto en la teoría como en la práctica. Hoy, como en 1984 (cuando dediqué mi atención al análisis teórico del problema) continúa siendo verdad, como afirmé entonces, que "el consenso entre los economistas en lo que respecta a la cuestión de los déficit del sector público está lejos de haberse logrado. La eficacia de la política presupuestaria continúa siendo una cuestión controvertida".

Mantuve siempre en esta cuestión una posición pragmática y ecléctica. Considero que, tal como afirma la escuela neoclásica, el total de los gastos públicos es una variable muy importante y frecuentemente olvidada. En realidad, esa variable representa el total de recursos que el Estado absorbe de la economía y, por eso, debe ser cuidadosamente controlada. Los recursos utilizados por el Estado podrán no ser, en términos marginales, socialmente más productivos de lo que serían en el caso de su utilización privada.

Sin embargo, no sigo a esa escuela cuando defiende la absoluta "equivalencia ricardiana" y la neutralidad total de los déficit y de la deuda pública. Pienso que el déficit público tiene efectos importantes sobre la economía que deben ser cuidadosamente controlados. El hecho de que, en nuestros días, esas consecuencias se desarrollen en un marco de fuerte integración financiera internacional crea un complejo sistema de interacciones que refuerza más aún la necesidad de actuar con precaución.

Por otro lado, considero que la concertación social es, sin duda, un elemento esencial para la eficacia de la política de estabilización. El acuerdo entre los distintos agentes sociales, empresas y trabajadores, sobre las líneas generales de aplicación de la política económica supone una contribución importante para el éxito de la misma.

La concertación social, en sí misma, no constituye un instrumento directo para influenciar la situación económica, ni contribuye directamente a la estabilidad de la coyuntura. Sin embargo, su efecto es extenso y profundo.

En cuanto sede privilegiada de debate e información, la concertación social estimula el conocimiento y el apoyo de los agentes económicos a la política coyuntural. Como foro de negociación, integra directamente en las decisiones de los agentes económicos elementos preciosos de orientación macroeconómica, facilitando a los agentes económicos la compatibilización de sus planes. Por ambas razones, la concertación social permite lograr un efecto más rápido y eficaz de la combinación elegida de los instrumentos de estabilización sobre el tejido económico. La conciliación de los objetivos de crecimiento del empleo y del producto con la estabilidad monetaria se hace, de este modo, más fácil.

Las ventajas de la concertación social, en lo que se refiere a la credibilidad de las políticas y a la gestión de las expectativas de los agentes económicos, son enormes. Ese papel de la credibilidad y los efectos sobre las expectativas ha sido subrayado, desde Keynes, por todos los grandes macroeconomistas. Son muchos los que hoy reconocen que, en un período de lucha contra la inflación, con estricto control monetario, cuanto más rápidamente se ajusten las expectativas inflacionistas, menores serán las reducciones de la producción y del empleo.

A lo largo del período que siguió a 1986, el Gobierno portugués acordó varios pactos sociales, de incidencia diversa, que contribuyeron de forma importante al éxito de la política de estabilización. En mi primer Gobierno, se intensificaron los esfuerzos de concertación entre los agentes sociales: el primer acuerdo en Portugal fue firmado en 1986, en el inicio de esta fase de transición hacia la estabilidad. En aquella ocasión, apunté claramente los principios y la importancia del acuerdo. Afirmé entonces:

*"Estamos (...) empeñados en definir una política de rentas y precios y queremos ejecutarla en un contexto de concertación social. Las negociaciones salariales deben basarse en la inflación esperada, con referencias deslizantes a lo largo del año, y teniendo en cuenta las ganancias de productividad y la salvaguarda de la competitividad de las empresas. (...) Estamos ante una actitud histórica de corresponsabilización de los agentes económicos en favor del progreso".*

La experiencia portuguesa de concertación social desde 1986 puede, sin duda, ser considerada hoy como un caso de éxito a escala internacional y es una prueba clara de la influencia de la concertación social en la eficacia de la política de estabilización. Debe añadirse que siempre estuvo presente la preocupación de no introducir, por la vía de una negociación centralizada, elementos de rigidez en el mercado de trabajo; por el contrario, el método de concertación permitió avanzar, incluso, en su flexibilización, corrigiendo situaciones heredadas del Período agitado que siguió a la revolución de 1974.

Los resultados de las políticas adoptadas a partir de 1985, en particular la lucha seria y directa contra el desequilibrio de las cuentas públicas, fueron impresionantes. El déficit global del sector público (Administraciones Públicas y Empresas Públicas) cayó del 20,1% del PIB en 1985 al 8,6% en 1988, mientras bajaba el paro, en el mismo período, del 8,6% al 5,7%; el producto creció, en esos años, a una tasa media anual del 4,4% y la inflación se redujo del 19,3% al 9,6%.

La estabilización había avanzado bastante desde 1985. Era importante, ahora, pasar a una segunda fase, acentuando las grandes reformas estructurales que, en sectores como el sistema financiero, habían sido iniciadas a partir de 1986.

#### **4. Segunda Fase: Las Reformas Estructurales.**

A pesar de los excelentes resultados de la primera fase, era algo sabido que la solución de los desequilibrios coyunturales causados por la herencia anterior a 1985 no resolvían definitivamente el problema económico portugués. Era necesario corregir vicios estructurales acumulados durante décadas y adaptar la economía portuguesa a la nueva realidad envolvente creada por la integración en la Comunidad Europea.

Así, y a medida que se lograba la estabilización económica, el país fue adoptando un gran número de profundas reformas que deberían proseguirse durante algunos años más y que representarían la mayor transformación estructural de la economía portuguesa en este siglo.

Estas medidas estructurales afectaron a los campos más diversos de la economía y sociedad portuguesas, incluyendo la propia Constitución de la República. Desde la reforma educativa a la reforma de la legislación laboral; de la auténtica revolución en las vías de comunicación a la reforma del sistema de salud; de la reestructuración de las fuerzas armadas y de seguridad a los cambios en la agricultura. Del vasto abanico de reformas estructurales realizadas en los últimos años, sólo destacaré aquí aquellas que transformaron la dirección de la política de estabilización. Pero, antes de eso, me gustaría aludir de nuevo a un tema general, que se refiere a una de las cuestiones más importantes y más descuidadas de la política de estabilización. Al estudiar la adecuada combinación de políticas económicas de coyuntura, la mayor parte de los analistas olvida que esta combinación tiene que formar parte de otra, más vasta, integrada por todo el cuadro de políticas de desarrollo del país.

La combinación de políticas económicas tiene que entenderse en dos niveles fundamentales. La actuación de los diversos instrumentos de las políticas de estabilización tiene que ser concebida, en conjunto, formando la *policy mix* más adecuada. Pero, asimismo, también la formulación de la política de coyuntura tiene que tener en cuenta otros aspectos y condicionantes que determinan la política general de desarrollo.

Es esencial mantener una perspectiva intertemporal en la orientación de la política de coyuntura, de forma que pueda garantizarse la equidad entre generaciones y se contribuya a crear un marco de referencia estable que permita a los agentes económicos prever las distintas variables en el mercado. Pero esa perspectiva supone que la estrategia de la política de coyuntura tiene que ser concebida en combinación con las políticas económicas estructurales y de desarrollo. No se debe impulsar, por ejemplo, un proceso de lucha contra la inflación o el paro, sin definir una línea de crecimiento económico sostenido y equitativo. Esta interdependencia entre la política coyuntural y estructural que la separación entre las distintas disciplinas económicas descuida, frecuentemente, constituye un elemento esencial de la práctica de la política económica. En esa perspectiva destaca, asimismo, la importancia decisiva de afianzar la estabilidad política para lograr el crecimiento económico a medio plazo, en la medida en que sólo esa estabilidad política permite la realización de programas con el horizonte temporal necesario para la práctica de las reformas estructurales, así como resulta esencial también la clarificación de las reglas del juego para que la economía de mercado funcione eficientemente. El caso portugués es bien ilustrativo a este respecto.

En todo este esfuerzo, el Gobierno portugués ha seguido una posición intermedia y ecléctica en la controversia sobre "reglas y discrecionalidad" que ha dominado la política de estabilización y que enfrenta a los defensores de la adopción de reglas automáticas y estables para la conducción de la política de coyuntura con los que desean libertad sin restricciones en la fijación de esas políticas. Robert Barro considera este debate como "una de las áreas donde la nueva macroeconomía ha realizado mayores contribuciones y donde el planteamiento sistemático de la acción del Gobierno ha resultado crucial".

Al comprometerme a definir un marco estable a medio plazo, el Gobierno portugués ha ofrecido líneas de orientación bien claras que condicionan, a la vez, su actuación y orientan sobre la evolución de la economía. Sin embargo, dada la forma como se ha concebido ese marco, se mantiene un espacio de maniobra importante, que permite adaptarse o responder a choques ocasionales.

Desde el comienzo, mi Gobierno tuvo muy presente la importancia de una actuación de esta naturaleza. Por eso, en 1987, fue aprobado el "Programa de Corrección Estructural del Déficit

Exterior y del Paro" (PCEDED) para el período 1987-1994. Fue en el contexto de este programa de medio plazo como se realizó la mayor parte de la estabilización de la primera fase a partir de 1985.

El año 1989 puede considerarse como el ejercicio de las grandes reformas estructurales con incidencia en el campo de la política de coyuntura. Al comienzo del año, se emprendió la reforma fiscal de los impuestos directos sobre la renta (Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, Impuesto sobre la Renta de las Sociedades) que, junto con la introducción del Impuesto sobre el Valor Añadido, realizada en 1986, representó una transformación radical en el sistema fiscal portugués.

El aumento de la equidad fiscal y de la eficiencia económica, así como la mayor eficacia y sencillez del sistema, fueron los objetivos principales de la reforma. Pero la realización de estos objetivos tuvo, como no podía dejar de ocurrir, importantes consecuencias sobre la eficacia de la política presupuestaria, haciéndola más flexible y operativa.

En 1989 se emprendió también el gran programa de reprivatización de las empresas públicas nacionalizadas en 1975. Su objetivo era mucho más profundo y amplio que la simple aplicación de una política de estabilización. Se pretendía, por esta vía, modernizar las unidades productivas en cuestión y los sectores en que se enmarcaban, mejorar la eficacia en la asignación de recursos, reforzar la capacidad empresarial nacional, promover la reducción de la deuda pública y del peso del Estado en la economía, contribuir al desarrollo del mercado de capitales y extender la participación de los ciudadanos en el capital de las empresas.

El impacto estructural del programa de reprivatizaciones fue muy importante. En los años 1989-90, se realizaron once operaciones, por un valor total de 219.000 millones de escudos, mientras que en 1991-92 se realizaron veintidos operaciones por un valor total de 458.000 millones de escudos. No obstante, el impacto coyuntural de esas decisiones no fue menos profundo. Un porcentaje muy significativo de los ingresos obtenidos de las privatizaciones se orientó hacia la amortización anticipada de la deuda pública exterior. Así se aumentaba el margen de maniobra de la política presupuestaria y se disminuían, en cierto modo, los efectos del intenso flujo de capitales exteriores sobre la liquidez de la economía.

En el campo de la política monetaria, se realizaron igualmente profundas reformas estructurales. La principal fue, sin duda, el paso de un régimen de total dirección administrativa de los tipos de interés y de un sistema de control monetario directo, ejercido a través de los límites cuantitativos a la expansión del crédito interior, hacia una liberalización de los tipos de interés y a un sistema de control monetario indirecto.

La década de inestabilidad 1974-85 había obligado a practicar una *policy mix* donde el carácter restrictivo de la política monetaria desempeñaba un papel determinante. Aunque padeciera fases de debilidad, fue ese rigor monetario el que, pese a todo, evitó que el descontrol en otras áreas de la política económica crease desequilibrios aún mayores que los efectivamente registrados. Puede decirse que Portugal debe a los límites de crédito y al esfuerzo para mantener tipos reales de interés mínimamente adecuados en los varios tipos de instrumentos financieros el haber escapado, en ese período, a la hiperinflación.

Pero habiéndose normalizado, después de 1985, el control de la coyuntura económica, era deseable adoptar métodos de aplicación de la política monetaria más eficaces, ya que los límites de crédito constituyen una reglamentación cuantitativa y administrativa del mercado que atrofian

su desarrollo y que, por su propia naturaleza, padecen una erosión en sus efectos a medida que transcurre el tiempo desde su creación. Había que introducir métodos más compatibles con el nuevo marco competitivo del sistema financiero portugués, en el conjunto del mercado único europeo.

La transición de los sistemas de control administrativo del crédito hacia un libre funcionamiento de los mecanismos de mercado es siempre difícil y delicada. El sistema bancario portugués estaba habituado hacía años a vivir fuertemente encorsetado por las autoridades y, en buena medida, aislado de influencias exteriores. Fue necesario aplicar una estrategia gradual y cuidadosa para realizar la alteración deseada del sistema de control monetario.

A lo largo del año 1990 y comienzos de 1991, fue necesario realizar un trabajo muy profundo y complejo para introducir los nuevos mecanismos y adaptar las prácticas de los agentes al nuevo sistema. La carencia de referencias anteriores de comportamiento para algunas variables monetarias hacía aún más difícil la tarea y la previsión de sus resultados. La experiencia y la amistosa colaboración del Banco de España fueron apoyos preciosos para esta vasta operación.

Fue necesario revisar el régimen de coeficientes de caja, realizar una gran operación de drenaje de la liquidez excedentaria e instaurar nuevos procedimientos de tratamiento estadístico y fijar nuevas reglas de supervisión prudencial del sistema financiero. Todas las medidas se adoptaron teniendo en cuenta la creciente integración de la política monetaria y del sistema bancario portugués en el gran espacio comunitario.

La creación del mercado de deuda pública y la regulación de los mercados monetarios a través de operaciones de "mercado abierto" permitieron la "emancipación" de la política monetaria de la política presupuestaria, característica de los países financieramente desarrollados.

No es posible evocar este período de la historia monetaria reciente de Portugal sin recordar los temores que tal evolución causó. La cuestión era demoler el mecanismo restrictivo que había dominado el sistema monetario portugués durante más de una década, un mecanismo claramente deficiente y hasta perjudicial en varios aspectos, pero bien conocido. A la justificable ansia de conseguir una transición sin sobresaltos se unía el atractivo de lo que era familiar y el miedo de lo nuevo. Esto llevó a que muchos temieran el cambio, a pesar de estar de acuerdo con sus objetivos. Hoy, esos recelos se han disipado, pero su existencia fue un obstáculo bien patente que las autoridades tuvieron que vencer.

Además de esta transición hacia el control monetario indirecto, hay que llamar la atención sobre la extraordinaria transformación que, entretanto, venía registrando el sistema financiero portugués. Mantenido durante décadas en un estado de desarrollo muy rudimentario, el sistema financiero portugués se encontraba a finales de los años ochenta ante el desafío de un mercado europeo en vías de apertura total. La estabilización de la economía, conseguida después de 1986, permitió avanzar en la saludable dinamización de los mecanismos financieros.

La liberalización y desarrollo que los mercados financieros registraron desde 1985 representa, sin duda, una de las transformaciones más importantes del Portugal moderno. La apertura del sistema bancario a la iniciativa privada y el inicio del proceso de reprivatización de la banca, la liberalización de los tipos de interés y la creación de una pluralidad de nuevos instrumentos e instituciones financieras fueron factores que transformaron, y continúan transformando profundamente, el tejido económico nacional.

Todo este proceso fue, en cierto modo, coronado por la nueva Ley Orgánica del Banco de Portugal, publicada en octubre de 1990, en la cual se dibujaba ya el nuevo papel que el Banco Central asumía en una economía estabilizada e integrada en el marco comunitario.

Quizás el aspecto más significativo que de ahí se derive para la nueva *policy mix* portuguesa, sea el hecho de que esa ley prohíba casi íntegramente la concesión directa de crédito por el banco central al Tesoro y a otras entidades públicas. Aunque la renuncia a la financiación monetaria ya se efectuaba en la práctica hacía tiempo, la nueva Ley Orgánica del Banco de Portugal representa un corte radical con el pasado de acceso privilegiado del Estado al crédito, y formaliza una nueva fase en la conducción de la política de estabilización portuguesa.

Merece la pena decir aquí unas palabras sobre el vivo debate que se está desarrollando los últimos años en toda Europa y en el resto del mundo, sobre la independencia de los Bancos centrales. De un lado, encontramos una posición que defiende la integración de la política monetaria en la panoplia de instrumentos de la política coyuntural. En oposición a esta propuesta, se perfila la defensa de una *policy mix* que atribuye a la política monetaria, una preocupación exclusiva por la estabilidad de los precios. Para los autores que adoptan esta segunda posición, el comportamiento de la tasa de inflación, por lo menos a largo plazo, se considera autónomo respecto de las variables reales, en línea con la vieja noción del "velo monetario", por lo que el banco central debe orientar su actuación con independencia de las directrices de las autoridades presupuestarias.

Como no me encuentro entre aquellos que sacralizan la independencia absoluta de las autoridades monetarias, creo importante clarificar el punto esencial de la cuestión. Al impedirse que el banco central sea una fuente fácil de financiación para los gastos del Estado, se permite que la política monetaria sea autónoma de la política presupuestaria. Es ése el núcleo de la independencia de cualquier Banco central. Esta independencia no puede basarse en algo distinto.

Pero es importante no olvidar que independencia no significa contradicción o enajenamiento. Múltiples factores imponen la necesidad de una coordinación entre los distintos componentes de la *policy mix*. Por ejemplo, una política presupuestaria de recuperación económica y refuerzo del potencial de crecimiento de una economía no puede ignorar la política de tipos de interés; y la propia fijación de la forma de financiación no monetaria del déficit no deja de influir en el comportamiento de las variables monetarias.

Además, a los gobiernos les corresponde la conducción de la política general del país. La consagración absoluta de una zona de aislamiento y exclusividad política, sobre todo en un campo tan importante como es el monetario, no dejaría de dificultar la realización de concretos y definidos objetivos nacionales.

La conclusión es, por tanto, la siguiente: para conseguir la *policy mix* deseable, el Ministerio de Hacienda y el banco emisor, aunque sean autoridades autónomas en cuanto a política de estabilización, tienen que colaborar como responsables que son de las políticas presupuestaria y monetaria. Otra interpretación de la independencia de los bancos centrales no es favorable ni a la política de coyuntura ni a la política de desarrollo.

Pero la nueva fase de la *policy mix* incluyó también una modificación profunda en la política cambiaria. Apostando Portugal por una intensa dinamización de sus relaciones exteriores y, en particular, por la integración comunitaria, no podía mantener una política cambiaria que no se ajustara a las nuevas circunstancias.

Portugal vivía, desde 1977, en un régimen de devaluación deslizante del tipo de cambio nominal, a un ritmo mensual previamente anunciado (*crawling peg*) ligado a una cesta de monedas específica. Debe afirmarse que esta experiencia portuguesa de casi catorce años, de 1977 a 1990, representa uno de los pocos éxitos mundiales de este tipo de régimen cambiario. Durante el período de su vigencia, se consiguió evitar situaciones de ruptura en el frente exterior, se mantuvo la competitividad media de las empresas productoras de bienes comercializables y se conservó, con desvíos puntuales, la estabilidad en la trayectoria cambiaria.

Esto se debió no sólo a la flexibilidad demostrada por los salarios reales, que se ajustaron cuando fue preciso, a niveles inferiores, sino también a las características híbridas del sistema cambiario adoptado, que lo situaban, de hecho, a mitad de camino entre un sistema de cambios fijos y otro de cambios flexibles. El recurso a ajustes puntuales de la trayectoria deslizante del cambio, escasos pero significativos, fue un elemento importante para mantener la credibilidad del nivel del tipo de cambio.

Sin embargo, la estabilización que la economía portuguesa estaba realizando desde 1986 y, en particular, la importancia atribuida al control de la inflación, recomendaban variar la orientación de la política del tipo de cambio. El crecimiento de la inversión, el comportamiento favorable del ahorro interior, el dinamismo de las exportaciones portuguesas y el intenso flujo de capitales exteriores que se produjo a partir de 1986, recomendaban, desde luego, la desaceleración de la devaluación nominal del escudo.

Pero la necesidad del cambio de política era inevitablemente impuesto por el nuevo modelo de crecimiento asociado a la acelerada integración económica del país en la Comunidad y al fuerte dinamismo de la integración monetaria. No era posible mantener, en el umbral de los años noventa, un régimen cambiario definido en 1977 -en un marco en el cual el control de la inflación era un objetivo secundario- y orientado hacia la defensa de la competitividad a través de una reducción sistemática de los salarios reales.

Así, a partir de 1988, el régimen cambiario se fue reformando de forma que el apoyo central de la competitividad de la economía portuguesa, descansara en el aumento de la productividad y en factores cualitativos de diferenciación de los productos. Fue éste un viraje fundamental, aunque progresivo. En octubre de 1990, se adoptó una estrategia de acompañamiento de las reglas del SME, aunque sin entrar formalmente en su Mecanismo de Tipos de Cambio. Este *shadowing* del nuevo sistema de referencia por parte del escudo, dirigido por el Banco de Portugal, duró casi dos años y sirvió simultáneamente para comprobar las posibilidades de control de la moneda nacional y para permitir un período de adaptación de los agentes económicos nacionales -sobre todo, los exportadores- a un nuevo régimen de estabilidad cambiaria.

Todas estas mudanzas estructurales, de gran profundidad, realizadas en los campos presupuestario, monetario y cambiario, junto con la institucionalización del sistema de supervisión multilateral en el ámbito comunitario y la perspectiva de creciente coordinación comunitaria de políticas económicas, exigieron la revisión del encuadramiento a medio plazo de la política de estabilización en Portugal. Surgió, así, en junio de 1990, el "Quadro de Ajustamento Nacional para a Transição para a União Económica e Monetária" (QUANTUM). El nuevo medio plazo asume ya, como meta explícita, la Unión Económica y Monetaria.

Los propósitos del nuevo programa eran la continuación del proceso de consolidación presupuestaria y de reducción de la tasa de inflación, manteniendo el crecimiento de la economía.

De este modo, la evolución sería compatible con la profundización de la integración económica y monetaria, en una línea de convergencia nominal y real con la economía comunitaria.

La integración económica y monetaria transforma, de manera importante, la práctica de la política de estabilización. Como escribí recientemente en un manual universitario, *"en materia de estabilización, la integración económica tiene resultados ambiguos. Se pierden algunos instrumentos, pero se gana potencial en otros. Por un lado, la conexión a un espacio más vasto trae consigo los efectos de perturbaciones ajenas, pero diluye también los impactos de los choques por un espacio mayor. Y, sobre todo (...) se gana la eficiencia y el potencial dinámico de un vasto mercado competitivo"*.

Es importante no olvidar también que la integración tiene consecuencias importantes sobre los grupos de presión. En verdad, la integración económica perturba intensamente algunos miembros del statu quo, que ganan con la ineficacia y falta de competencia de un sistema cerrado. Por eso mismo, tal como lo hizo cuando luchó contra la inestabilidad económica, el Gobierno tuvo que enfrentarse con los grupos que se oponían a la evolución para proteger sus beneficios (en muchos casos verdaderas "rentas ricardianas") obtenidos debido a los atrasos, a las ineficacias y a la incertidumbre del marco económico prevaleciente hasta entonces.

Puede afirmarse incluso que la revolución necesaria en las mentalidades es, para un país como Portugal, la gran ventaja -y el gran desafío- de la integración económica. La adaptación de prácticas y sistemas de funcionamiento de los agentes económicos a un nuevo marco abierto y el encarar continuamente desafíos nacidos de la intensa interacción con otras áreas económicas, obligan a la modificación de comportamientos y transforman, de forma radical, el modo de funcionamiento de la economía. Pero sabemos que éste es el campo donde las resistencias se hacen sentir más intensamente, por lo que ese cambio exige mucha convicción, coraje y determinación para proseguir en el rumbo acertado.

##### **5. El marco de la actual Policy Mix.**

El marco general de coordinación comunitaria de las políticas de estabilización evolucionó radicalmente en los últimos años. El nuevo marco de referencia a medio plazo definido en Maastricht y la entrada en vigor del mercado interior en el comienzo de 1993, exigieron de todos los gobiernos una decisiva transformación en la forma de encarar la política de coyuntura. El incremento de la integración de los mercados de bienes, servicios y capitales, así como de la movilidad de las personas, que la profundización de la integración comunitaria está llevando a cabo, crea una intensa trama de interrelaciones que fuerza a la coordinación política de los estados miembros en varios campos, concretamente en el de la *policy mix*.

En efecto, tanto los aspectos esenciales de garantía de la independencia entre política monetaria y presupuestaria como una parcela sustancial del mecanismo destinado a evitar la existencia de déficit presupuestarios excesivos pasaron a aplicarse, a partir de comienzos de año, en los términos del Tratado de la Unión Europea. En esa ocasión, se inició también la actividad del Instituto Monetario Europeo, entre cuyas funciones se cuenta, precisamente, la de reforzar la coordinación de las políticas monetarias de los Estados miembros.

En Portugal, la alteración de la combinación de políticas de coyuntura que imponía este proceso de integración comunitaria fue adoptada como la culminación de una evolución que venía siendo preparada y aplicada de forma cuidadosa desde 1986.

El principal elemento nuevo fue la liberalización financiera exterior, que Portugal adoptó, plenamente, eliminando los controles de capitales aún existentes, desde comienzos de 1993. Esta novedad fue el resultado de una audaz decisión de Portugal de adherirse al mercado único de servicios financieros, anticipándose a su calendario obligatorio.

Para consolidar el nuevo marco en que tendría que producirse el desarrollo del país y señalar, de forma más explícita, la alteración del régimen cambiario, Portugal se integró formalmente en el Mecanismo de Tipos de Cambio del Sistema Monetario Europeo en abril de 1992. Fue ésta una decisión histórica que abrió una nueva fase en la evolución de la moneda portuguesa.

Estos cambios constituyeron un paso decisivo en la consolidación de una reorientación fundamental de la política de coyuntura que se venía diseñando desde varios años atrás. El sistema financiero portugués pasó a estar sujeto a una mayor competencia, lo que aumentó la presión a la baja de los tipos de interés. Los agentes económicos y sociales adquirieron una conciencia más clara de la relevancia de los diferenciales de crecimiento, con relación al exterior, de los costes salariales y de la productividad, para el mantenimiento de la competitividad de la economía portuguesa. El control de la inflación, que antes se realizaba en una economía aún parcialmente cerrada, a través del control del stock monetario, pasó a realizarse en un marco de libertad de movimientos de capitales, a través del afianzamiento de la estabilidad cambiaria.

Estos cambios no fueron fáciles. En particular, fueron arduos de asimilar para algunos segmentos importantes de la Administración portuguesa, reflejando distintas posiciones en cuanto a la deseabilidad del mantenimiento de un cierto grado de autonomía de la política monetaria interior en el control de la inflación. Esa autonomía de la política monetaria era, de hecho, uno de los elementos más afectados por la liberalización del mercado de capitales. En el marco de un régimen de cambios fijos y de movilidad de capitales, la política monetaria pierde, como se sabe, la capacidad de dirección autónoma interior. Esta afirmación resulta, no obstante, mitigada en el caso de la liberalización de capitales con movilidad imperfecta y de un mecanismo de tipos de cambio de banda ancha.

Además del progreso realizado en la armonización fiscal por la eliminación, en abril de 1992, del tipo cero del IVA, la dirección de la política presupuestaria experimentó recientemente un nuevo ajuste para adecuarla a las nuevas circunstancias. En realidad, a partir de 1992, el Gobierno pasó a controlar las cuentas públicas básicamente a través de la fijación de techos nominales para el gasto público sin intereses, controlando, pues, directamente, la absorción de recursos por el Estado. Esta mayor disciplina presupuestaria es asumida en el Programa de Convergencia para 1992-95, presentado en noviembre de 1992 a la Comunidad Europea, donde se define un marco de estabilización a medio plazo de la economía portuguesa compatible con los criterios y horizontes de convergencia previstos en el Tratado de Maastricht.

En el marco de fuerte recesión e inestabilidad cambiaria que ha caracterizado a Europa en los tiempos más recientes y de sus incidencias negativas sobre la economía portuguesa, la elección de la *policy mix* más adecuada no resulta tarea fácil.

Al dejar actuar los "estabilizadores automáticos" y dando un impulso fiscal a la recuperación económica, se pretende una reasignación intertemporal de la inversión y del consumo para suavizar las fluctuaciones y conseguir una distribución más equitativa de los costes entre generaciones.

Al mismo tiempo, el Gobierno reafirma el mantenimiento de los fundamentos de una política de consolidación presupuestaria a medio plazo, programando el retorno de los superávits primarios a partir de 1995, conforma al Programa de Convergencia revisado a finales del año pasado y excluyendo cualquier acomodación a eventuales desvíos en relación con el objetivo de la inflación.

El mantenimiento de la política de estabilidad cambiaria permite la continuación de la reducción de la inflación y la bajada de tipos de interés a medio y largo plazo. Finalmente, la moderación salarial, de la que el Estado da ejemplo, permite mantener el empleo y la competitividad de la economía.

El efecto de la transformación estructural, desencadenada por las profundas reformas interiores que fueron llevadas a cabo y por la apertura exterior, se manifiesta ahora simultánea y conjuntamente con los efectos negativos de la recesión internacional. La desorientación que muchos países sufrieron debido a esta crisis debilitó en algunos el propósito de estabilidad cambiaria y hasta la profundización de la integración económica y monetaria. Todos estos elementos sumados crean un marco coyuntural particularmente delicado y complejo. Pero estoy convencido de que los cambios estructurales realizados son un activo de elevada rentabilidad futura y que los éxitos de las fases anteriores nos dan la experiencia y la confianza necesarias para perseverar en el rumbo elegido y superar las dificultades actuales.

## 6. Conclusiones.

La experiencia portuguesa de realización de una política de estabilización constituye un caso único en Europa, por la profundidad de los cambios realizados en el corto espacio de seis años.

En el campo presupuestario, se ha pasado de una situación de descontrol de las cuentas públicas, con déficit muy elevados y financiados mediante el recurso a la creación monetaria y de instrumentos fiscales poco flexibles y eficaces, a una situación de fuerte disciplina del gasto público, en que se elimina la financiación monetaria del déficit y a un sistema fiscal operativo y eficiente. La política presupuestaria pasa a desempeñar así un papel privilegiado en el equilibrio interior, frente a las limitaciones resultantes de la autonomía de la política monetaria en el marco de la Unión Europea.

En el campo monetario, se ha pasado de una política basada en el control cuantitativo de la expansión del crédito interior y en un régimen administrativo de tipos de interés, con el objetivo esencial de asegurar la financiación del déficit exterior, a una política basada en un sistema de control monetario indirecto y en la liberalización de tipos de interés, orientada hacia el objetivo de estabilidad del tipo de cambio.

De un sector financiero en un estadio muy rudimentario de desarrollo, sujeto a fuerte reglamentación administrativa, cerrado a la iniciativa privada y a la competencia exterior, se ha pasado a un sistema plenamente integrado en el espacio comunitario, con total libertad de circulación de capitales y disponiendo de un abanico de instrumentos e instituciones similar al que se encuentra en los sistemas más sofisticados.

En el campo del tipo de cambio, se ha pasado de una política de devaluación deslizando, con el propósito de compensar los diferenciales de inflación en relación con el exterior para garantizar la competitividad, a una política de estabilidad del tipo de cambio, dentro del marco del mecanismo de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo, del que el escudo es parte integrante.

En seis años escasos, por tanto, se ha alterado, de forma gradual pero firme, toda una filosofía de actuación del Estado y de los agentes económicos.

La *policy mix* de Portugal tras 1985 trató de corregir los errores de la década anterior de restricción financiera y adaptarse a lo largo del tiempo, a las circunstancias emanadas de la integración económica y monetaria europea. A lo largo de ese proceso de cambios de la *policy mix*, trató de conseguirse siempre un compromiso entre las exigencias de la coyuntura y el desarrollo, entre los principios teóricos y el pragmatismo, entre una referencia segura y procedimientos flexibles.

En pocos campos de la teoría económica se ha avanzado tanto durante las últimas décadas como en la política de estabilización. La integración europea trajo, a su vez, otros problemas y datos esenciales para la aparición de nuevos modelos. La realidad se va encargando de destruir los modelos estáticos y de exigir distintas decisiones para los nuevos desafíos, ante los que no cesa de colocarnos la complejidad del mundo moderno.

Pero, a pesar de los avances en la investigación y de todos los éxitos conseguidos, la combinación de políticas continuará siendo, como me ha enseñado mi experiencia de gobierno, un arte de difícil ejecución.