

APENDICE I

LAS TENSIONES EN EL AMBITO MONETARIO



LAS TENSIONES EN EL AMBITO MONETARIO

En su intervención en las XIV Jornadas de Intermoney, el Subgobernador del Banco de España aludió a la situación actual de la economía española vista desde el prisma monetario. Esta parte de su intervención es la que se recoge seguidamente:

"Para terminar no quisiera eludir una referencia a los momentos de tensión que estamos viviendo en el ámbito monetario. El Banco de España confía en que las medidas restrictivas adoptadas sean suficientes para doblegar en un plazo prudente, esperamos que en pocas decenas, el excesivo ritmo de expansión de las magnitudes monetarias que ha venido observándose en los últimos meses. Pero no es posible dejar de lamentar haber tenido que llegar a las circunstancias actuales y, en este sentido, no parece ocioso hacer algunas reflexiones sobre los factores que nos han conducido a esta situación.

Comenzaré por el sector exterior. La caída del precio del petróleo y la depreciación del dólar determinaron, en el pasado año, una fortísima mejora en nuestra relación real de intercambio con el resto del mundo, con una repercusión intensa en la balanza de pagos por cuenta corriente y el superávit alcanzó los 4.200 millones de dólares en términos de transacciones. Sin embargo, y simultáneamente, nuestra economía estaba registrando un empeoramiento muy acusado de las corrientes comerciales reales inducido, en parte, por una aceleración de la demanda interna y, por otra, por la apreciación de la peseta referida básicamente a la del dólar.

Todos los países europeos han venido esforzándose, a lo largo de los últimos dieciocho meses, en sustituir demanda exterior por demanda interna; pero el grado en que esa sustitución se ha producido en España ha sido quizás excesivo.

Las autoridades, tratando de defender la competitividad de nuestros bienes y servicios, han frenado la apreciación de la peseta. Esta es una política que cabe defender como razonable, porque los movimientos pasajeros del tipo de cambio ejercen efectos reales muy nocivos para la economía. Es obvio, sin embargo, que el freno a la apreciación de la peseta exige intervenciones importantes del Banco de España que se traducen en la generación de liquidez en el interior de la economía. Por consiguiente, el desarrollo de esta política cambiaría requiere, si han de evitarse problemas, que se preste una gran atención a los otros cauces por los que también se genera liquidez en el sistema.

Y esto me lleva a los problemas del sector público y su financiación. Tenemos un déficit público considerable que el gobierno trata de reducir en términos del porcentaje que representa sobre el producto nacional. Y de hecho, ese porcentaje se ha reducido entre 1.985 y 86 con la ayuda de un aumento en la presión fiscal. La persistencia de un déficit público importante acaba planteando problemas muy importantes a la política monetaria a largo plazo. Pero a corto plazo, mientras el déficit se sostenga, la persecución de unos objetivos de control monetario requiere que la financiación del déficit sea tal que evite la generación excesiva de liquidez, no solo en periodos anuales sino en fases cortas. Y ésto exige, a su vez, que el Tesoro disponga de instrumentos adecuados de financiación y que esté dispuesto a pagar los tipos de interés que el mercado reclame para proporcionar una financiación continua y adecuada de los déficit de Caja.

Me parece claro que, si la política monetaria ha de funcionar de una forma correcta y sin complicaciones, es preciso que no se le exija simultáneamente, alcanzar más objetivos de los que está en condiciones de obtener. En resumen, si tratamos de impedir una apreciación de la peseta que consideramos nociva para la competitividad de nuestros bienes y servicios y, al propio tiempo, tratamos de aligerar las cargas de la financiación pública rehuendo las emisiones a los tipos de interés que el mercado exige, el resultado será que, o bien se pierde el control de las magnitudes monetarias, o bien ese control solo se mantiene o se recupera generando tensiones fuertes en los mercados monetarios que impulsan intensamente al alza a los tipos de interés. El que ésto último suceda es lamentable porque generará problemas adicionales a una política que trata de impedir la apreciación de la peseta y porque además, en último término, no se habrá conseguido el abaratamiento del coste de la financiación de los déficit públicos que se perseguía.

Me parece bueno que, como consecuencia de las dificultades que estamos viviendo, extraigamos al menos la lección de que los mecanismos monetarios son lo que son y no pueden ser forzados sin que de ello deriven consecuencias desagradables para todos.

