

# REFLEXIONES SOBRE LA POLITICA MONETARIA

La necesidad de utilizar la política monetaria para la resolución de los actuales problemas económicos, al mismo tiempo que se reconoce sus limitaciones y la indispensable coordinación con otras políticas, constituye el tema central en el trabajo del gobernador del Banco de España **José Ramón Álvarez Rendueles**. La reciente experiencia en la aplicación de los instrumentos monetarios sirven al profesor José Ramón Álvarez Rendueles para exponer los condicionantes de una política monetaria eficaz: el grado de independencia del Banco Central; la colaboración de la política fiscal en los objetivos de la política monetaria, los posibles conflictos con la política de cambio y la situación del sistema financiero para pasar después a subrayar los principales obstáculos aparecidos en 1978 y en la primera parte del 1979. De cara al próximo año, el autor recoge el balance de los logros de política monetaria seguida durante estos dos años y expone los objetivos que deben mantenerse: continuar con la disciplina monetaria, pero dentro de una buena dosis de flexibilidad; el control de los factores autónomos; proseguir el proceso de liberación del sistema financiero y conseguir el desarrollo del mercado de capital interno.

**M** la presencia en este curso de verano, en mi tierra y en esta residencia de La Granda, me llena de satisfacción. Lamento, sin embargo, que la estancia tenga que ser breve y que no me sea posible participar en todas las reuniones que componen la interesante convocatoria de esta recién creada Escuela Asturiana. Y aprovecho para destacar que esta Escuela constituye una iniciativa feliz y doy por descontado, a la vista de quienes la han creado y la animan, que llevará a cabo una fructífera labor. Quiero, por último, agradecer a los organizadores, los profesores Fuentes Quintana y Velarde

Fuertes, el que me hayan invitado a participar en este encuentro —supongo que más en mi calidad de asturiano y de profesor que en función del puesto que ahora ocupo—, ocasión que me permite reunirme con tantos amigos y compañeros.

De todos modos, el programa recoge, detrás de mi nombre, mi cargo actual en el Banco de España, y ello me obliga a centrar mi comunicación en cuestiones de política monetaria, aspecto que ha sido abordado por el ponente como una de las armas con las que el sector público está luchando en la crisis

económica actual. De ahí que me proponga, al hilo de la ponencia del profesor Barea, comentar algunos aspectos relacionados con la política monetaria, especialmente la que se ha venido aplicando a partir de julio de 1977, con el objeto de reflejar mis experiencias y en la esperanza de que puedan resultar de algún interés para quienes me escuchan.

Creo que he de ofrecer estas reflexiones en forma breve y esquemática, dado el número de oradores que ya han intervenido, la hora de la mañana en que nos encontramos y la lista de comunicantes que se inscribe al lado de la ponencia que hemos de comentar. El ámbito de mi intervención será, pues, el de una comunicación, breve por definición, y ni seré, por tanto, «coponente», como alguno de los programas señalaba, ni mucho menos moderador, como indicaba un medio de comunicación en su edición de hoy.

Me propongo comentar primero algunos aspectos de la política monetaria que se sigue desde julio de 1977, para centrarme luego en las tensiones y dificultades de la aplicación de dicha política en 1978 y en la evolución más reciente.

## MONETARISMO Y KEYNESIANISMO

Parece que estamos en una nueva ola de monetarismo y que se hace un uso abundante y creciente de los instrumentos monetarios para mejorar la situación de muchas economías,

tan afectadas por la crisis mundial de 1973. De todos modos, si se acepta que los aspectos monetarios son como un espejo de la economía real, habrá que tener presentes las necesarias limitaciones que siempre rodearán a la política monetaria en épocas de crisis profunda como la que actualmente vive el mundo. Quiero indicar con esto que la política monetaria no puede ser una política principal ni mucho menos única para resolver los graves problemas económicos que hoy padecemos, por muy monetarista que uno sea. Pero, sin embargo, también estoy convencido que la política monetaria resulta absolutamente necesaria en una situación como la presente. Un breve repaso del papel jugado por las medidas monetarias a partir de julio de 1977 puede constituir una buena base empírica en que apoyar lo que he afirmado.

Como antes decía, es verdad que el monetarismo ha estado un tanto de moda —y lo sigue estando— en los últimos años. Y el hecho cierto es que se ha efectuado un uso abundante de la política monetaria en muchos países: Inglaterra, Estados Unidos, Alemania, Japón, etc. Como, asimismo, es evidente que se ha progresado en los métodos de control monetario, métodos en los que España ocupa, con su experiencia de los últimos años, un puesto destacado entre los países más avanzados en cuanto a la forma de diseñar y aplicar una política de regulación de la cantidad de dinero. Por otra parte, desde que en el año 1971 se pasó a tipos de cambio flexibles, han ido surgiendo nuevos problemas y nuevos enfoques que en cierta

manera han complicado la aplicación y ejecución de la política monetaria.

A la vista de mi experiencia personal, no me parece demasiado afortunada esa división entre keynesianos y monetaristas a la que tanto se alude; y de ella resultan con frecuencia confusiones, prejuicios y etiquetas sin mucho sentido. Es un hecho, además, que entre los monetaristas los hay más duros e intransigentes y más suaves y pragmáticos, y de ahí que no pueda generalizarse fácilmente cuando se alude a la mencionada división. En mi opinión, si bien es cierto que resulta muy difícil defender un monetarismo a ultranza —ni siquiera puede hacerse desde un Banco central—, no lo es menos que resulta imposible dejar de utilizar los instrumentos monetarios para combatir una situación económica como la presente.

### **ALGUNOS CONDICIONANTES DE LA POLITICA MONETARIA**

En España, como en tantos otros países, la política monetaria es un instrumento absolutamente necesario, ya que en un mundo como el actual, con unos problemas de inflación tan acuciantes, es imposible, sin incurrir en graves riesgos, dejar de controlar el crecimiento de las magnitudes monetarias.

Aludía el profesor Barea, en su ponencia, a la política monetaria que se inicia en julio de 1977, caracterizada por la fijación y publicación de un obje-

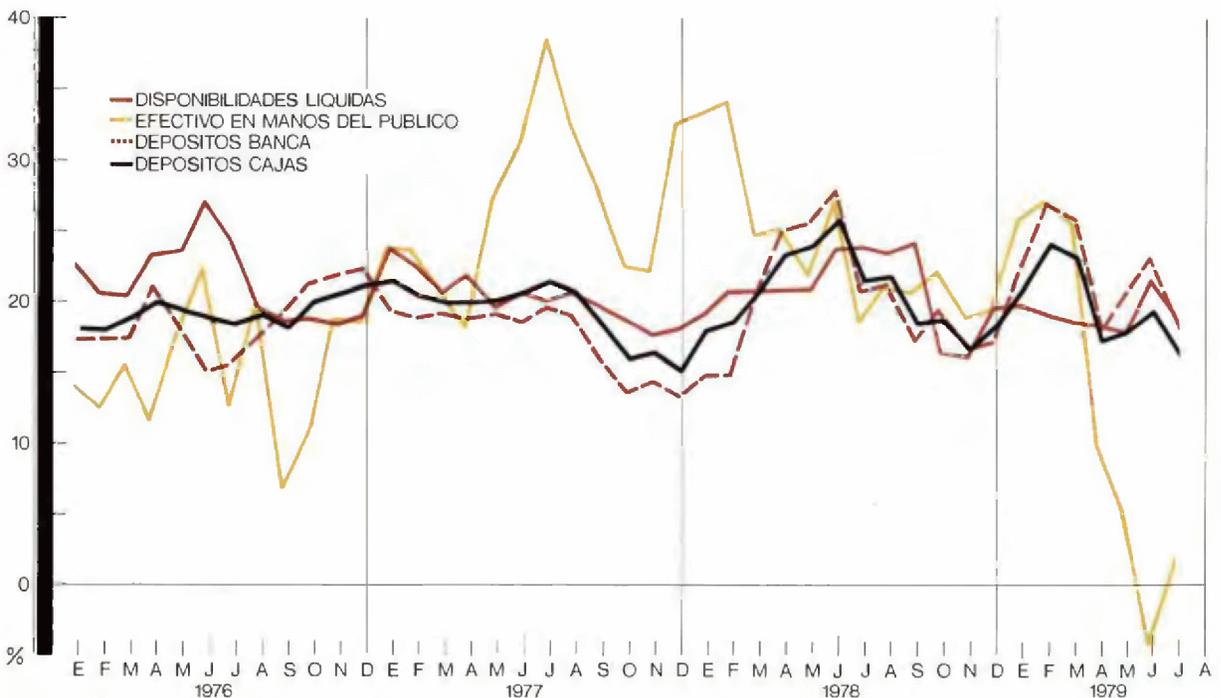
tivo para el crecimiento de la cantidad de dinero, dentro de una banda de fluctuación. A mi juicio, estuvo plenamente acertada la política monetaria iniciada en aquella fecha, política que luego se incorporaría a los Acuerdos de la Moncloa, para alcanzar un grado de consenso, solemnidad y consagración políticos como nunca había tenido en nuestro país. Y también lo está la que se viene aplicando en el año actual. Los resultados, de otra parte, han mostrado la eficacia de la política monetaria seguida.

Naturalmente, muchos de los problemas que surgen en torno al diseño y aplicación de la política monetaria están condicionados por algo que podía resumirse con la palabra «independencia», así como por la coordinación con otras parcelas de la política económica. Creo que sobre este punto merece la pena destacar cuatro aspectos condicionantes a la hora de juzgar la eficacia de la política monetaria reciente.

1. El primero de ellos es, lógicamente, la propia posición del Banco central y el papel que desempeñe en el aparato de elaboración decisión y aplicación de la política económica. Un grado mayor o menor de independencia repercutirá necesariamente en la eficacia y características de las políticas económicas que se apliquen. Es necesario señalar que el Banco de España va ganando, en la práctica, en independencia y que este condicionante no ha sido obstáculo generalmente en los planteamientos de política monetaria que se han hecho al Gobierno, al menos durante el tiempo que llevo en el Banco.

El crecimiento medio anual de las disponibilidades líquidas ha sido muy similar en estos años. Las disponibilidades líquidas, tras la tendencia creciente seguida en la segunda mitad de 1976 y primeros meses de 1977, tienen una fuerte desaceleración en el segundo semestre. 1978 se caracteriza por una evolución desigual, comenzando con un crecimiento progresivamente acelerado hasta alcanzar en los meses centrales el máximo del 25,8 por 100. En la segunda mitad se aprecia una fase de desaceleración, a la que sigue un crecimiento en los primeros meses de 1979, y a partir del segundo trimestre, una nueva desaceleración. El crecimiento de los depósitos de la Banca ha sido inferior al de los depósitos de las Cajas, aunque en el segundo trimestre su crecimiento excedió al de las Cajas. Tras un incremento igual durante el resto del año, se aprecia una nueva aceleración en el primer trimestre de 1979 por parte de los depósitos de la Banca, seguido de un crecimiento similar en el resto de los meses. Respecto a la evolución del efectivo en manos del público, se señala el rápido crecimiento en los años 1977 y 78, por encima del de las disponibilidades líquidas. En los meses finales de 1976 y a lo largo de la primera mitad de 1977 se asistió a una aceleración del ritmo de crecimiento, hasta alcanzar su máximo en los meses centrales de 1977.

### EVOLUCION DE LAS DISPONIBILIDADES LIQUIDAS



2. En segundo lugar —y esto se ha repetido hasta la saciedad y también lo ha repetido el profesor Barea—, la política monetaria exige y necesita la colaboración de las otras políticas, y de modo muy especial de la política de ingresos y gastos públicos. En el caso de España es evidente que la magnitud del déficit y el destino del mismo implican una determinada forma de financiación, que la financiación de ese déficit crea problemas a los flujos del crédito al sector privado y que los instrumentos de deuda pública de que disponemos ofrecen todavía escasas posibilidades de utilización eficaz y coordinada con la propia política monetaria.

3. El tercer aspecto al que me quiero referir es la política de tipo de cambio. En un mundo de tipos de cambio flotantes las posibilidades de corregir desequilibrios o de colaborar con la política monetaria a través del manejo del tipo de cambio —cuando se está en una situación como la española— son relativamente limitadas. En el caso de España las contradicciones y conflictos entre política monetaria y tipo de cambio se han hecho evidentes con cierta frecuencia. Así, para algunos, en la apreciación de la peseta se ha ido demasiado lejos y para otros no se ha hecho todo lo que hubiera sido necesario. Por un lado, la exportación y el turismo piden una menor apreciación de la peseta, sin tener en cuenta que ello dificultaría el control monetario; por otro, los defensores de una flotación libre a ultranza no se percatan de los perniciosos efectos que supondría para nuestras exportaciones una apreciación exagerada de nuestra moneda. En este aspecto vuelve a surgir,

una vez más, a la hora de enjuiciar la eficacia de la política monetaria, la posición de mayor o menor independencia del Banco central en su actuación como tal y en sus relaciones con el sector público de la economía.

4. Por último, el cuarto aspecto se refiere a la calidad de nuestro sistema financiero. Como ustedes saben muy bien, hasta tiempos muy recientes, el reglamentismo y el intervencionismo han constituido las notas características de dicho sistema. A partir del verano del 77 se inició un proceso de liberalización, que era y es absolutamente necesario, a pesar de los conflictos y tensiones que se han producido, en una época en que ha sido necesario aplicar una política monetaria restrictiva. Esa liberalización acompañada de la restricción monetaria ha originado problemas adicionales, debido a las elevadas importaciones de capital, que se han visto favorecidas, además, por unos mercados internacionales de capitales abundantes en liquidez, con tipos de interés relativamente moderados e inferiores a los del mercado interior y con amplios plazos de amortización.

Creo que estos cuatro aspectos que he destacado —que no son los únicos— deben tenerse en cuenta a la hora de juzgar o valorar debidamente lo que realmente puede hacer la política monetaria —y siempre dentro de una coordinación con el resto de las políticas— para reaccionar ante una crisis como la que actualmente padecemos.

Por otra parte, mi experiencia me ha llevado a la conclusión de que es necesario actuar, a la

hora de aplicar la política monetaria, con flexibilidad; que es necesario también que se publiquen los objetivos de la política monetaria y que se comprendan bien por todos los agentes económicos directa o indirectamente afectados por ellos. Esa flexibilidad debe llevar también a las revisiones que los hechos hagan necesarias y al seguimiento constante de las magnitudes monetarias, sin renunciar nunca a un control atento y diario de las metas propuestas.

## **LAS TENSIONES Y DIFICULTADES DE 1978**

Teniendo como telón de fondo estas breves consideraciones de tipo general, que he realizado a modo de resultados de mi experiencia en estos dieciocho meses de trabajo en el Banco de España, me gustaría repasar ahora los principales problemas que hemos tenido en 1978.

Creo que una de las claves de la eficacia de la política monetaria en 1978 ha sido justamente el compromiso de alcanzar unos objetivos previamente anunciados, publicados y, posteriormente, incorporados a los Acuerdos de la Moncloa. Sin embargo, ese mismo compromiso y la conversión del famoso objetivo del 17 % en una cifra casi mágica restó flexibilidad a la aplicación de la política monetaria y dio lugar a algunos malentendidos e incomprensiones cuando los hechos hicieron necesario que el resultado final se situase en el límite superior de fluctuación de la banda. Repito, por tanto, que si es bueno el compromiso de cumplir unos ob-

jetivos no es menos necesario el hacerlo con la dosis de flexibilidad que la realidad económica impone.

En segundo lugar, lo que también ha mostrado la experiencia de 1978 es la necesidad de disponer de mejores instrumentos para el control de los llamados factores autónomos, capaces de paliar o incluso superar los efectos negativos indirectos que se plantean para el adecuado suministro de crédito al sector privado. A lo largo del pasado año hemos visto con demasiada frecuencia cómo el comportamiento expansivo de los sectores público y exterior conducían a presiones excesivas sobre el volumen de crédito al sector privado.

Evidentemente, esto fue así porque no es fácil compatibilizar dos objetivos tan condicionados por los factores autónomos como son la evolución de las disponibilidades líquidas y del crédito al sector privado. Fijar objetivos para créditos y disponibilidades líquidas cuando se nos escapan de las manos los factores autónomos, lleva en ocasiones a tener que prescindir abiertamente del cumplimiento de uno de los dos objetivos.

Afortunadamente, y pese a las enormes dificultades, la política monetaria logró un éxito importante en el pasado año, al lograr que las disponibilidades líquidas se situaran en la parte superior de la banda de fluctuaciones establecida. Y ello a pesar de que durante casi medio año los tipos de interés del mercado interbancario estuvieron en niveles muy elevados, reflejando las tensiones del ajuste en la evolución de la cantidad de dinero.

De otra parte, considero muy importante que se prosiga en el proceso de liberalización financiera y de modernización de los instrumentos del sector público como pilares básicos en los que se pueda apoyar eficazmente la aplicación de la política monetaria. La política de ingresos y gastos públicos debe proporcionar necesariamente mecanismos más ágiles de financiación —sobre todo cuando existe un déficit como el que padecemos en España y que, a la vista de las circunstancias de nuestro país, puede decirse que su cuantía es elevada— y no fiar exclusivamente esa financiación a los mecanismos tradicionales de deuda a largo plazo. Sin ninguna duda tenemos necesidad de una deuda a más corto plazo y más diversificada.

Otra de las lecciones del año 1978 es que el proceso de liberalización financiera en su actual estado —ni sigue ni retrocede— no es la mejor de las situaciones. Como hace unos momentos señalaba el profesor Fuentes Quintana, es preciso continuar con la reforma del sistema financiero —tal como se recoge en el Programa Económico del Gobierno—, con la liberalización de los tipos de interés, con la reforma del mercado de valores, con el impulso del mercado de renta fija, con la reforma del crédito oficial, etc. Todos ellos son instrumentos absolutamente necesarios para que la política monetaria pueda responder con modernidad y más eficacia a los retos, por secundarios que sean, que plantea una crisis como la actual.

Evidentemente, también queda como una lección de 1978, a la que en parte ya he

aludido anteriormente, la necesidad que tiene la política monetaria del apoyo de otras políticas: ingresos y gastos públicos, rentas, precios, tipo de cambio, control de cambios y sector exterior en general.

## **LA POLITICA MONETARIA EN EL AÑO ACTUAL**

La primera parte de 1979 ha sido bastante parecida, en cuanto a problemas de control monetario, al año 1978. Tanto es así, que a finales del mes de abril, y ante la persistencia de una parte de los problemas a los que ya me he referido, fue necesario adoptar un conjunto de medidas que, si no fueron demasiado importantes en cuanto a política económica en general, sí lo fueron, al menos a mi juicio, a nivel de política monetaria.

Esas medidas, que ustedes conocen sobradamente, trataban, en síntesis, de incentivar el desarrollo del mercado de capitales interno, de asegurar plazos más largos en la concesión de créditos, de limitar las importaciones de capital y de cortar las especulaciones que surgían en torno a la tendencia a la apreciación de la peseta, que se venía produciendo prácticamente desde mayo de 1978. De ahí que se hablase de que el tipo de cambio había alcanzado su techo en términos de dólar USA en el nivel de 66 pesetas por dólar.

Creo que los resultados de ese conjunto de medidas adoptadas en abril han sido positivos e importantes, permitiendo moderar tensiones, aunque, como es lógico, nunca a gusto de todos: las limitaciones a las importaciones

de capital perjudicaban a algunas empresas, pero permitían asegurar mayor financiación a otras; el salto en la apreciación de la peseta perjudicó inicialmente a los exportadores, pero cortó la tendencia apreciadora que venía produciéndose desde hacía meses, etcétera.

Si entramos con algún detalle en los resultados concretos, me parece que éstos pueden calificarse de positivos: el crédito ha crecido en tasa anual por encima del 15 %; los mercados monetario e interbancario se han comportado con tranquilidad y los tipos de interés se mantienen en cotas razonables, dada la tasa de inflación que todavía padecemos; el sector exterior ha recortado considerablemente su efecto expansivo, como se comprueba muy bien por los aumentos de reservas experimentados en junio, julio y agosto, y comparados con los de los mismos meses de 1978: 530 en junio de este año frente a 650 en junio de 1978; 275 en el último julio frente a 645 en el pasado año, y 500 en agosto del año actual, frente a 1.115 en agosto del pasado ejercicio.

Algo parecido a lo que acabo de decir sobre la mejor evolución del sector exterior cara al control de la política monetaria podría extenderse también al comportamiento del sector público en los meses recientes, especialmente en el mes de agosto. Aunque aquí razones de estacionalidad obligan a una mayor prudencia y a esperar a los resultados finales del ejercicio.

Si se lee con detenimiento el Programa Económico del Gobierno en lo que se refiere a política monetaria, se puede observar que no introduce ninguna

modificación sustancial para el segundo semestre en relación con la que se ha venido aplicando durante los seis primeros meses de 1979. Lógicamente, se mantiene la necesidad de una disciplina monetaria, seria y prudente, ya que es obvio que no se puede buscar en una expansión artificial —con incrementos monetarios exagerados— el remedio para nuestra baja tasa de actividad y el nivel de desempleo.

Ciertamente se reconsideran algunos aspectos a la vista de alguna circunstancia nueva. Ante el fuerte aumento de los precios del petróleo, si se querían paliar en parte los efectos depresivos de ese alza, no habría más remedio que acudir a una acomodación monetaria respecto al primer semestre del año. Algo parecido hace el Programa del Gobierno al limitar el déficit del sector público, de modo que debe ser posible conseguir en el segundo semestre una tasa de crecimiento del crédito al sector privado que oscile entre el 16 % y el 18 o el 19 %.

Creo que la instrumentación de la política monetaria está tropezando con menores problemas en esta segunda parte del año que en la primera. De todas formas, no me atrevo a descartar que en las próximas semanas sea necesario drenar liquidez suavemente y en cantidades moderadas, porque, por una parte, está retornando el efectivo en manos del público que había salido en los meses anteriores y, por otra, las perspectivas del sector exterior no indican grandes cambios por el momento, aunque no hay que descartar alguna modificación de la tendencia para dentro de unos meses.

Bien, éstos son algunos comentarios en relación con mi experiencia en el Banco de España, expuestos de un modo un tanto apresurado.

Y para finalizar mi intervención, un breve resumen de los puntos que me gustaría destacar. En primer término, parece lógico que desde un Banco central se propenda a ser monetarista y a considerar siempre la inflación como el problema número uno; en segundo lugar, quiero recordar que cuanto más se introduce uno en el mundo monetario más cuenta se da de la verdad que les recordaba al principio: la dificultad —casi me atrevería a decir que la imposibilidad— de que la política monetaria resuelva grandes problemas sin la ayuda de las otras políticas; en tercer lugar, que la evolución del crédito al sector privado es una variable de la que ha de estarse muy pendiente; en cuarto lugar, que con tipos de cambio flotantes resulta muy difícil traspasar, en los procesos de ajuste y de política monetaria restrictiva, ciertas fronteras, lo que resta libertad y posibilidades al diseño y aplicación de la política, y, por último, que sigue siendo absolutamente necesaria la continuación de la reforma del sistema financiero, ya que la conclusión de esa reforma facilitará en el futuro la labor de la política monetaria.