

LA POLÍTICA MONETARIA EN UN PROCESO DE «AJUSTES POSITIVOS»

Definir el papel de la política monetaria en una crisis que, como la actual, reclama la práctica de costosos e inevitables ajustes en la asignación de recursos reales, constituye el propósito de este trabajo escrito por el profesor **Luis Angel Rojo Duque**. Esa definición parte de la distinción entre el ajuste general, al que debe contribuir la política monetaria, y el ajuste positivo, que la economía debe realizar para recobrar su capacidad de crecimiento. La realización de esos dos ajustes — global y positivo — plantea graves dificultades a la política monetaria. Tras describir las características de las versiones más frecuentes de la política monetaria y de sus fundamentos y motivaciones, se valoran las dificultades y peligros con los que se enfrenta una política monetaria que pretenda mantenerse como política activa a lo largo del tiempo. El trabajo destaca el principal de esos peligros — el de la pasividad — y expone sus causas básicas, concluyendo con una apreciación de las limitaciones de la política monetaria en las circunstancias que han caracterizado a la economía española en la crisis actual.

LAS CONTRIBUCIONES DE LA POLÍTICA MONETARIA AL AJUSTE DE LA ECONOMÍA Y AL AJUSTE POSITIVO A LA CRISIS

CUANDO una economía se enfrenta con una modificación importante en la estructura de los precios relativos y de los costes comparativos en el ámbito internacional; cuando, como consecuencia de ello, su relación real de intercambio con el resto del mundo empeora gravemente, la composición de la demanda resulta modificada, las técnicas óptimas de producción varían, la rentabilidad prometida por las

diversas líneas de inversión registra cambios profundos y el ritmo de obsolescencia del equipo productivo se acelera, esa economía ha de adaptarse a las nuevas condiciones mediante un ajuste en términos de rentas y gastos reales y de reasignación de los recursos reales en sectores, subsectores y empresas. La política monetaria sólo aspira, por su parte, a regular la demanda agregada nominal de bienes y servicios, no pretende controlar el grado en que las variaciones nominales de la misma inducen cambios en las cantidades o se pierden en movimientos de precios en el corto plazo y aún es menor su capacidad para afectar a la asignación sectorial y empresarial de los recursos reales. En consecuencia, la contribución directa

de la política monetaria al proceso de «ajuste positivo» de una economía ha de ser necesariamente modesta.

Sin embargo, la política monetaria, en una situación como la vivida por España y por tantos otros países durante los diez últimos años, está obligada a desempeñar un papel importante en el doble sentido de contribuir al ajuste global de la economía y de no confundir a ésta respecto de los problemas que están planteados y las adaptaciones que tiene pendientes. El ajuste global y lo que se denomina el «ajuste positivo» están interrelacionados: aquél ha de conseguirse, en último término, a través de éste para que la economía pueda recobrar un ritmo sostenido de crecimiento; pero, durante el proceso de adaptación, la política económica ha de buscar una reducción de los desequilibrios globales no sólo como medio de alentar y facilitar los «ajustes positivos», sino para evitar también que la economía se vea abocada a colapsos que impongan detenciones a cualquier readaptación. Por otra parte, las manipulaciones monetarias nunca pueden sustituir a las soluciones reales de los problemas reales; y, aunque el público aprende pronto a no dejarse engañar al respecto, una política monetaria que pretenda conseguir lo que nunca podrá lograr — evitar los costes reales de los ajustes a la sociedad — puede confundir a los agentes económicos y distraer su atención respecto de los problemas básicos que están planteados y sus soluciones. En resumen, una política monetaria de ajuste ha de ser una política activa, persistente, de signo estabilizador y previsible en su desarrollo.

EL CONTENIDO DE UNA POLITICA MONETARIA ACTIVA

Enunciar estos requerimientos equivale, sin embargo, a señalar las dificultades de tal política monetaria. En sus versiones más frecuentes, las políticas monetarias que han tratado de adecuarse a esos criterios durante los últimos años han definido sus objetivos —y, con frecuencia, los han hecho públicos— en términos de la cantidad de dinero; y han sido políticas gradualistas que han buscado el retorno a una senda de expansión monetaria compatible con estabilidad a largo plazo a través de una paulatina reducción de las tasas de crecimiento de la cantidad de dinero. Han sido, en general, políticas de control de la cantidad de dinero porque ésta se regula mejor que los tipos de interés, es menos equívoca como indicador de la presión ejercida por la política monetaria y transmite de modo más sistemático que los tipos de interés los efectos de sus variaciones sobre la demanda nominal de bienes y servicios; han exigido, con frecuencia, una puesta a punto de técnicas de instrumentación adaptadas a las condiciones institucionales de cada sistema y han ido acompañadas de una tendencia a la liberación de los tipos de interés —ya que el empeño de controlar, simultáneamente, cantidades y precios en un mercado es en sí mismo contradictorio—; y han sido, por lo común, políticas gradualistas porque, en vista de los efectos considerables de las desaceleraciones monetarias intensas sobre los niveles de demanda real y actividad en el corto plazo, se ha preferido seguir sendas

paulatinas de ajuste, en un esfuerzo por reducir los costes reales del proceso.

Hay quienes imputan a estas políticas gradualistas una buena dosis de responsabilidad en la persistencia de la inflación y la lentitud de los ajustes de las economías durante los últimos años. Las políticas gradualistas —dicen sus críticos— han de afrontar una gran cantidad de dificultades que tienden a demorar las sendas de ajuste programadas, a imponerles incluso retrocesos y a introducir, en definitiva, un elemento de incertidumbre que afecta negativamente a las expectativas sobre la persistencia de tales políticas; así que probablemente son preferibles las políticas monetarias más enérgicas que, al imponer las restricciones con rapidez, fuerzan y acortan los ajustes y tal vez reducen de este modo los costes sociales de la operación.

Estas críticas apuntan ciertamente las dificultades de las políticas monetarias de ajuste, dificultades que se resumen en los obstáculos que encuentran para mantenerse como políticas *activas* en el tiempo. El carácter activo o pasivo de la política monetaria se discute habitualmente con referencia a los tipos de interés: si las autoridades desean mantener los tipos de interés a un determinado nivel, habrán de aceptar pasivamente que la oferta de dinero se adapte a la demanda; si las autoridades deciden, por el contrario, regular activamente la cantidad de dinero, los tipos de interés fluctuarán con las tensiones del mercado. Sin embargo, los elementos de pasividad pueden llegarle a la política monetaria por otros caminos.

LOS PELIGROS PARA LOGRAR UNA POLITICA MONETARIA DE AJUSTE ACTIVA Y PERSISTENTE

Pueden llegarle, por ejemplo, a través de los salarios y el empleo. En un período como el vivido, desde 1974, por los países importadores de petróleo, con empeoramientos fuertes y abruptos en sus relaciones reales de intercambio con el resto del mundo y, en consecuencia, con descensos importantes en sus rentas nacionales disponibles en términos reales, el descenso de los costes unitarios del trabajo en términos reales (es decir, en términos de los precios de los productos que el trabajo contribuye a elaborar) es necesario para evitar un hundimiento de la inversión, un fuerte aumento del paro y lograr una moderación del déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente. Tal comportamiento de los costes-trabajo no resolverá por sí solo los problemas, pero será necesario para que éstos no se agraven en exceso. La política monetaria no estará en condiciones de determinar el nivel y la evolución de los salarios reales —ni de ninguna otra variable real—; pero si adopta una tónica restrictiva para forzar el ajuste global de la economía —es decir, para reducir la inflación y el déficit exterior— y el ritmo de crecimiento de los salarios monetarios se resiste a moderarse, el resultado será un efecto depresivo sobre la producción, una elevación de los salarios reales y un aumento del desempleo —y tal vez una apreciación transitoria del tipo de cambio real, como cauce para satisfacer parcialmente el nivel resultante de los salarios reales,

con la consiguiente pérdida de competitividad de los bienes y servicios nacionales frente al exterior—. Naturalmente que es sencillo imputar tales resultados a la política monetaria de ajuste; y que es fácil ceder a la tentación de suavizar o eliminar la restricción monetaria. De este modo, la política monetaria tiende a programarse en función del ritmo de crecimiento efectivamente esperado (o temido) en los salarios monetarios, y no al revés; y la regulación de la cantidad de dinero, aparentemente activa, incorpora así un elemento pasivo que es reflejo de la resistencia de la sociedad a aceptar y del gobierno a imponer un ritmo adecuado a los ajustes reales pendientes. Estos se demorarán en el tiempo y los costes sociales serán, a la larga, más intensos.

El elemento de pasividad puede llegarle también a la política monetaria a través de los déficits públicos, de su rápido aumento y de su financiación con expansión monetaria. Si se insiste, a pesar de todo, en mantener bajo control el crecimiento de la cantidad de dinero, el resultado de los déficits públicos será una elevación de los tipos de interés y una limitación del volumen de financiación puesto a disposición del sector privado. Este efecto de desplazamiento del sector privado por el sector público tal vez no sea total y el efecto neto resultante puede ser aún expansivo en el corto plazo; pero afectará negativamente a la formación de capital del sector privado y a las posibilidades de crecimiento a largo plazo de la economía. En cualquier caso, la compresión del sector privado como consecuencia de déficits públicos crecientes tiene costes

políticos importantes; el mantenimiento de una política monetaria de signo estabilizador frente a esos déficits tiende a generar inevitablemente un rápido aumento de las cargas de financiación que han de afrontar los presupuestos públicos; y, como consecuencia de todo ello, la persistencia y la ampliación de los déficits públicos generarán siempre la tentación de aflojar el control monetario.

Así que la fuerte resistencia a la desaceleración de los salarios y el rápido crecimiento de los déficits públicos constituyen una amenaza continua al mantenimiento de una política monetaria de ajuste, activa y persistente. Y ello se reflejará en las correspondientes expectativas de los agentes económicos, cuya confianza en la persistencia de la política monetaria es, sin embargo, crucial para que ésta pueda desempeñar su papel en el ajuste.

LAS LIMITACIONES DE LA POLITICA MONETARIA EN LA CRISIS ACTUAL

En definitiva, cuando una economía se encuentra con dificultades del tipo de las vividas por España y otros países durante los últimos años, las políticas habituales de regulación de la demanda global no bastan; son precisos, ante todo, reajustes reales profundos con un horizonte temporal largo. Hace falta, sin embargo, que las políticas de demanda ofrezcan un cuadro macroeconómico estable a ese «ajuste positivo», de modo que se reduzcan los desequilibrios monetarios con persistencia y los agentes económi-

cos no vean desviada su atención desde el largo plazo, donde está la referencia temporal de los problemas planteados, al corto plazo. Sin embargo, si la economía está cargada de rigideces que dificultan las adaptaciones y la política económica general no ataca con decisión los problemas de «ajuste positivo», el solo manejo de la política monetaria creará graves problemas, principalmente evidentes en términos de aumento del paro, que sólo con lentitud y altos costes erosionarán las rigideces de la economía. Al propio tiempo, y por lo mismo, esa política monetaria vivirá siempre en precario en tales condiciones y el público pensará que, antes o después, acabará cediendo. Y si esto sucede, el «ajuste positivo» se hace aún más lento y difícil.