

LA POLÍTICA MONETARIA EN ESPAÑA

La política monetaria es un arma necesaria en la lucha contra la inflación, pero no es un arma suficiente; la política monetaria ha mostrado su eficacia en varios países en los últimos años, entre ellos en España, aunque su éxito no haya sido universal; los verdaderos problemas con los que se enfrentan las economías en la actualidad no se resuelven con la política monetaria, aunque ésta, en función de la disciplina que entraña, ayuda a realizar los ajustes precisos para superar las dificultades que venimos padeciendo en estos duros años de crisis económica. Las tres afirmaciones anteriores son respuestas adelantadas a las cuatro cuestiones que **José Ramón Álvarez Rendueles** plantea: en qué consiste la política monetaria que se realiza en España; cómo se diseña y se aplica; cuáles han sido sus resultados; qué problemas principales encuentra.

Contestando a estas cuestiones puede mostrarse la utilidad que posee una política monetaria y hacer ver la necesidad de contar con un banco central independiente, como el que tenemos en nuestro país desde la Ley de Organos Rectores del Banco de España, de 1980, que tenga precisamente como cometido fundamental la ejecución de la política monetaria.

Cierto es que, en el mundo universitario, los banqueros centrales no gozan de gran simpatía y que algunos economistas, como Galbraith, piensan que no se debe confiar en ellos para gestionar algo tan complejo como es una economía moderna. Pero Galbraith exagera claramente y, si bien es cierto que la política monetaria se ha desarrollado gracias a los avances teóricos surgidos en la Universidad, no es menos cierto que los bancos centrales de los países industriales han realizado excelentes investigaciones en el campo monetario y han demostrado su capacidad de lograr resultados positivos, algunas veces espectaculares, en la lucha contra la inflación, y que cada vez es mayor la colaboración entre los dos mundos: el teórico y el de la aplicación. Es bastante obvio que en una economía de mercado moderna la función básica de un banco central no es otra que la de velar por el valor de la moneda y defender su integridad mediante una adecuada política económica.

1. RAZONES PARA UNA POLÍTICA MONETARIA ACTIVA

HASTA hace aproximadamente una década, nuestro país había carecido tradicionalmente de una política monetaria activa. Antes de la guerra civil, el Banco de España, que era entonces una entidad privada — no se nacionaliza hasta el año 1962 —, se limitaba a fijar su tipo básico de redescuento y a atender pasivamente la demanda de liquidez existente. La evolución de la cantidad de dinero dependía así de los fondos de préstamo requeridos por el sector privado para financiar sus actividades y de las necesidades de financiación que tuviera el sector público.

Después de la guerra civil, los fuertes déficits públicos y su financiación a través de las emisiones de deuda pública colocadas en la Banca, pero que ésta podía monetizar a su voluntad en condiciones aceptables desde el punto de vista de su rentabilidad, hicieron también del Banco de España un proveedor pasivo de liquidez a la economía. Y si bien los fuertes déficits públicos y las emisiones de deuda monetizable desaparecieron en los años sesenta, el apoyo crediticio del Gobierno al rápido proceso de desarrollo económico de aquellos años continuó impidiendo la existencia de una política monetaria activa entre nosotros. Cuando, en momentos excepcionales, se hacía necesario aplicar medidas de contención monetaria, se acudía generalmente a limitar o plafonar el crédito, originando con ello serias consecuencias desfavorables a la actividad económica; la estabilización de 1959 es un ejemplo bien significativo a este respecto.

La política monetaria activa se

inició en los años setenta y se desarrolló y perfeccionó durante la segunda parte de la pasada década y en estos primeros años de la actual. La ocasión inmediata del comienzo de este proceso de transformación de la política monetaria española fue la intensa inflación de 1972-73, acelerada por el impacto de la primera elevación de los precios del petróleo.

El déficit de la balanza de pagos americana y la crisis del dólar de comienzos de los setenta sometieron a nuestra economía a fuertes movimientos expansivos en sus reservas exteriores, cuya contrapartida fue una rápida aceleración del crecimiento de la cantidad de dinero, que el Banco de España no pudo impedir totalmente por carecer de los instrumentos adecuados. Posteriormente, a partir de 1974, la situación se invirtió: la balanza de pagos pasó a registrar un fuerte déficit, como consecuencia del aumento de los pagos por importaciones de petróleo, y el sector exterior comenzó a imponer intensos drenajes en la liquidez interior de la economía. Fueron estas perturbaciones las que llevaron, en un primer momento, a tomar la decisión de inaugurar una nueva fase de política monetaria activa centrada en el control de la cantidad de dinero, que estuviera dotada de los instrumentos adecuados para lograr sus objetivos, lógicamente, y que se desarrollara de un modo continuo.

De este modo se incorporaba nuestro país al grupo de países industriales que habían comenzado a introducir cambios sensibles en su política monetaria a principios de los 70, consistentes en concentrar la atención del control monetario en la fijación de tasas de crecimiento a uno o varios agregados monetarios, con el ob-

jetivo último de influir sobre el comportamiento del producto nacional nominal. Con estos cambios se abandonaba el enfoque, hasta entonces predominante, de corte keynesiano, de fijar objetivos de estabilidad de los tipos de interés y en el que la oferta monetaria jugaba un papel distinto.

Las razones de este cambio de enfoque de la política monetaria, como hemos visto antes en el caso de España, estuvieron muy ligadas a la creciente inflación que se produjo en el período considerado y que pugnaba obviamente con el establecimiento de objetivos de estabilidad para los tipos de interés. Pero también había razones que se derivaban de los deficientes resultados que habían producido las políticas keynesianas aplicadas en aquellos años y del progreso de las proposiciones monetaristas, que habían pasado por pruebas empíricas que las consagraban como eficazmente aplicables para tratar el grave problema de la inflación. Por último, como se ha señalado muchas veces, los propios cambios operados en la fijación de los tipos de cambio, con la defensa generalizada de los tipos flotantes, hacían posible pensar en llevar a cabo una política monetaria más independiente.

Estas razones tuvieron claramente su influencia en nuestro país, y en los últimos diez años se ha podido ir perfeccionando progresivamente el sistema de regulación basado en el control cuantitativo de lo que se denominan las disponibilidades líquidas, y que en el lenguaje técnico habitual se caracteriza por M3, control realizado indirectamente mediante la regulación de los activos de Caja del sistema bancario, con la ayuda de instrumentos simétricos de inyección y de absorción

de liquidez al sistema. Este proceso ha ido acompañado de una paulatina liberalización de los tipos de interés y de las operaciones bancarias. Con este enfoque, la política monetaria se ha propuesto cooperar activamente a la corrección gradual de los desequilibrios que ha venido padeciendo nuestra economía; y es justo señalar que ha tenido unos resultados positivos.

2. LA VARIABLE MONETARIA A CONTROLAR

El propósito último de la política monetaria, tal como hoy se concibe, consiste en regular la cantidad de dinero, con objeto de afectar y regular el gasto nominal del público en bienes y servicios. No hay que pedir a la política monetaria precisiones — que están más allá de su alcance — respecto del modo en que las variaciones de ese gasto del público vayan a traducirse en movimientos de precios — que son los que se trata de afectar — o en variaciones de la actividad y la producción. Para conseguir esa regulación del gasto nominal del público, la política monetaria española centra su atención en la evolución de las disponibilidades líquidas del público y define y hace públicos sus objetivos en términos de las tasas de variación de dicha magnitud. Como es bien sabido, las autoridades de otros países definen sus objetivos de control monetario unas veces en términos de M3, otras en términos de M1 ó M2 — magnitudes que se distinguen de la primera por la menor amplitud de los depósitos bancarios que contienen — y otras veces, en fin, en términos de los flujos de crédito. No existen razones univer-

sales para preferir una u otra variable y cada país ha de adoptar sus decisiones al respecto, en función de criterios relativos a la estabilidad de la relación entre dichas variables y el comportamiento del gasto nominal, por una parte, y en función de la facilidad de control de cada una de esas variables, por otra.

La elección de la variable monetaria que ha de considerarse como objetivo se lleva a cabo en función de algunos criterios básicos. La variable que se elija, en primer lugar, ha de mantener una relación estable y estrecha con el objetivo final, que es el comportamiento del producto nominal. En segundo lugar, es preciso encontrar una relación adecuada entre los instrumentos monetarios y la variable monetaria por la que se opta. Este es, básicamente, el criterio fundamental en la elección de la variable apropiada y existe todo un conjunto de explicaciones a este respecto sobre lo que los monetaristas llaman el «mecanismo de transmisión» de los efectos de la oferta monetaria al producto nominal, en el que no vamos a entrar aquí. Por último, y como es obvio, se precisa que exista información suficiente y puntual sobre el comportamiento de la variable que se elige como objetivo a controlar.

En nuestro caso, la variable elegida desde un principio han sido las disponibilidades líquidas, la llamada M3, y las razones que han llevado a esta elección son las siguientes:

1) La relación entre la evolución de las disponibilidades líquidas y el comportamiento del gasto nominal del público en bienes y servicios resulta razonablemente estable y ha continuado sién-

dolo a lo largo de los últimos años;

2) El control de las disponibilidades líquidas es más fácil que el control de M1 ó M2 porque, siendo una magnitud más amplia y comprensiva, no se ve afectada por las decisiones del público de desplazar fondos entre los diversos tipos de depósitos bancarios; y

3) Las disponibilidades líquidas son una magnitud más amplia, menos equívoca en su definición y más directamente controlable por el Banco de España que los flujos de financiación concedidos por el sistema crediticio a los sectores público y privado de la economía. Por otra parte, el control de la cantidad de dinero ha parecido siempre un objetivo también preferible al control de los tipos de interés, porque la relación entre éstos y el gasto nominal en bienes y servicios del público es más errática e incierta.

No puede ocultarse que la regulación monetaria centrada en el control de las disponibilidades líquidas se ha visto afectada en los últimos años, como consecuencia del rápido desarrollo de un conjunto de innovaciones y extensiones de mercados financieros, cuyo resultado ha sido la expansión de un conjunto de activos monetarios no incluidos en la definición convencional de M3 y que, sin embargo, son capaces de satisfacer muy bien los deseos de liquidez del público y de sustituir, por consiguiente, al menos algunos tipos de depósitos bancarios en las carteras del público. Así, el rápido desarrollo de activos tales como los pagarés del Tesoro, los pagarés de empresas, las aceptaciones bancarias, los bonos de caja o los títulos hipotecarios de duración temporal cor-

ta. Este es un fenómeno que ha venido produciéndose en todos los países industriales durante los últimos años como expresión de las preferencias del público respecto de la composición de su riqueza en un mundo caracterizado por tasas de inflación altas, variables e inciertas y por la mayor apreciación del riesgo por parte del público. Estas dificultades no han llevado a renunciar al control de las disponibilidades líquidas ni a redefinir éstas; pero están obligando a tener en cuenta la evolución de una magnitud más amplia, que refleja el total de activos líquidos en poder del público, a la hora de establecer los objetivos monetarios. Es obvio que una misma demanda de liquidez por parte del público puede satisfacerse con un menor crecimiento de las disponibilidades líquidas cuando se está registrando una fuerte expansión de activos líquidos no monetarios.

Lo ocurrido en el primer semestre del año 1983 es bien significativo a este respecto. Frente a un objetivo de crecimiento de los activos líquidos que se había fijado en torno al 15 por 100 para dicho ejercicio, en los primeros seis meses esta magnitud creció alrededor del 18 por 100. Ello explica la holgura de liquidez registrada por entonces en nuestra economía, a pesar de que las disponibilidades líquidas habían ajustado su comportamiento a los crecimientos programados.

Esta situación llevó a que el Banco de España tuviera conversaciones con bancos y cajas de ahorros, con el propósito de moderar el crecimiento de estos activos cuasi-monetarios, incompatible con los objetivos establecidos de reducción de la inflación y de mejora del desequilibrio exterior. No se trató, como se sa-

be, de impedir un normal desarrollo de esos instrumentos, de reciente creación, sino de atemperar su evolución, sobre todo dado que la fuerte expansión producida se ha debido a causas que están más allá de las propias características financieras de esos activos cuasi-monetarios.

Al igual que ocurre en otros países, la definición de los objetivos de regulación monetaria en términos de la tasa de crecimiento de las disponibilidades líquidas no se hace de forma rígida, sino que incorpora varios elementos de flexibilidad. En primer lugar, el objetivo propuesto para un año define una senda central de crecimiento de las disponibilidades líquidas dentro de una zona de permisividad que, aunque modesta —dos puntos porcentuales a cada lado de la senda central—, ofrece márgenes de maniobra en la persecución de los objetivos propuestos. En segundo lugar, el Banco de España ha aprendido de la experiencia resultante de una década de control monetario que las desviaciones registradas respecto de los objetivos propuestos han de ser corregidas pronto, pero han de serlo de un modo suave si se han de evitar las imposiciones de costes a la economía y la creación de incertidumbre en los mercados financieros. Y, en tercer lugar, aunque se establecen los objetivos monetarios en términos de las disponibilidades líquidas, existen otras variables relevantes a las que el Banco de España ha de prestar una continua atención, llevándole, a veces, a desviarse transitoriamente de sus objetivos cuantitativos para eliminar otras tensiones. Tal es el caso de los tipos de interés y de sus diferenciales en relación con los tipos dominantes en los mercados financieros exteriores, que el Ban-

co de España ha de atender para evitar tensiones en la financiación del déficit exterior por cuenta corriente y en los movimientos de capitales y para evitar presiones indeseables sobre el tipo de cambio. Y lo mismo ocurre con otras definiciones de la cantidad de dinero y con la evolución de los activos líquidos en manos del público a los que acabo de referirme.

3. LA VARIABLE INSTRUMENTAL: LOS ACTIVOS DE CAJA DEL SISTEMA BANCARIO

Las disponibilidades líquidas se controlan indirectamente a través de una variable instrumental que está ligada, mediante un multiplicador, con los depósitos del sistema bancario. Frente a la relación entre base monetaria y cantidad de dinero como planteamiento del control monetario, en nuestro país se optó desde un principio por la relación entre activos líquidos bancarios y depósitos del sistema. Por ello, el Banco de España viene utilizando como variable instrumental los activos líquidos bancarios o activos de caja.

No se optó por los tipos de interés como variable instrumental, ya que se confiaba en la estabilidad a un plazo razonable de las funciones de oferta y demanda de dinero; y dentro de las alternativas de cantidades, es decir, entre regular la base monetaria o los activos líquidos bancarios que, como es sabido, se diferencian por incluirse en aquella la magnitud del efectivo en manos del público, se optó por los activos bancarios, dado que resultan más fácilmente controlables, mantienen una relación más

estable con la oferta de dinero y permiten, por tanto, un desarrollo más armónico de los procesos de generación de dinero, evitando perturbaciones innecesarias en las decisiones de expansión de bancos y cajas motivadas por desplazamientos imprevistos de la demanda de efectivo del público.

Desde un principio, pues, el Banco de España se propuso alcanzar un control de los activos de caja del sistema bancario, intentando regular su nivel medio en cada una de las decenas en que debe cumplirse el coeficiente legal de caja. Y, para ello, se ha ido dotando de un conjunto de instrumentos financieros y perfilando un esquema de coeficientes legales que le han permitido conseguir un control diario de la liquidez de bancos y cajas en circunstancias profundamente cambiantes.

Los mecanismos de control de los activos líquidos bancarios giran en torno a un coeficiente de reservas —el coeficiente legal de caja— que, después de un conjunto de ajustes y mutaciones desarrollados desde el año 1971 al año 1978, se configura como un coeficiente que ha prescindido de sus orígenes como mecanismo apto para asegurar la liquidez y solvencia de un banco poseedor de distintos tipos de pasivos en cuanto a su plazo, localización, volumen e instrumentación, y se ha centrado únicamente en su potencia a efectos del control de la expansión de los depósitos de bancos y cajas de ahorros. Por ello, está definido como un coeficiente único para todas las entidades, prácticamente instantáneo —permite dos días de desfase en la cobertura de reservas—, puntual, y que no remunera los activos bancarios inmovilizados.

Teniendo en cuenta estas características del coeficiente, es obvio que su cumplimiento exige una labor cuidadosa de tesorería por parte de las entidades a él sujetas. Por otro lado, hay que tener también presente que los movimientos en su nivel generan efectos sobre la cuenta de resultados de bancos y cajas de ahorros.

Una vez establecida la herramienta básica que permite asociar diariamente la cantidad de depósitos con la liquidez que se suministra al sistema bancario, es decir, con los activos de caja, se han ido desarrollando un conjunto de técnicas de emisión de títulos y de concesión de préstamos con el objeto de asegurar una regulación diaria de los procesos de generación de activos líquidos bancarios y poder así el Banco de España compensar los movimientos autónomos de expansión y contracción de sus activos frente al sector público, el exterior y el sistema bancario. Se ha diseñado a este respecto un esquema simétrico basado en subastas periódicas abiertas al sistema bancario, bien de créditos o bien de títulos. En el supuesto de que sus activos sobre los distintos sectores se expandan por encima de las cantidades deseadas, el Banco de España pone en oferta títulos, emitidos hasta tres meses, que drenan la liquidez generada. Dichos títulos fueron, primeramente, bonos del Tesoro y los propios certificados de depósitos del Banco de España, habiéndose unificado posteriormente en un único instrumento de drenaje: los denominados Certificados de Regulación Monetaria, emitidos a los tipos demandados por las entidades de depósito. En la hipótesis de que la evolución de sus activos frente al exterior, el sector público o

el sistema bancario detraigan liquidez en exceso, el Banco de España subasta préstamos al sistema bancario, los llamados créditos de regulación monetaria, dotando de esta manera de los activos líquidos deseados a bancos y cajas de ahorros.

Este sistema de control diario de la liquidez, basado en la oferta de activos de caja necesaria para cubrir los requerimientos de un coeficiente legal no desfasado y puntual, ha permitido un seguimiento permanente de los procesos de expansión de la cantidad de dinero altamente eficaz, como se pone de manifiesto cuando se observan las escasas desviaciones que se han registrado entre los objetivos diseñados y los resultados efectivamente alcanzados. Hay que resaltar, asimismo, que esta eficacia se ha visto potenciada por la actuación de las entidades bancarias. Estas han mejorado notablemente sus esquemas de previsión y han ajustado sus métodos de gestión de tesorería, de modo que los niveles de excedentes que mantienen sobre los mínimos requeridos por el coeficiente legal han disminuido progresivamente, permitiendo una instrumentación cada vez más atinada de sus procesos de expansión.

Estas mejoras han sido posibles gracias al intenso desarrollo de los mercados interbancarios, donde las entidades negocian sus excedentes de tesorería, y a la progresiva madurez de los mercados monetarios donde han intercambiado sus tenencias de títulos a corto plazo.

4. LIBERALIZACION DE LOS TIPOS DE INTERES E INNOVACIONES FINANCIERAS

La ejecución de la política monetaria ha exigido modificaciones en la regulación del sistema financiero. Así, el proceso de liberalización de los tipos de interés, que gradualmente ha venido desarrollándose en los últimos años, ha sido necesario con objeto de que las entidades pudieran llevar a cabo una gestión de tesorería que respondiese a las tensiones registradas en los mercados de crédito y de depósitos y que, al tiempo, impartiese señales que modificasen los procesos de expansión y contracción, a tenor de los criterios fijados por la autoridad monetaria a través de su control de la liquidez. En último término, la consecuencia lógica que se deriva de un control de cantidades, tal como el que viene realizando la nueva política monetaria, es la libertad en la fijación de precios, es decir, la libertad de tipos de interés.

Hay que señalar a este respecto que los hábitos de intervención vigentes en la economía española durante las últimas décadas han mostrado una resistencia importante a su eliminación, en especial en el terreno de la liberación de los tipos de interés. Los hitos principales del proceso de desmantelamiento de la normativa reguladora comenzaron en los primeros años setenta, cuando se dejaron libres los tipos de las operaciones interbancarias, y continuaron en julio de 1977, en que se liberaron todos los tipos de los depósitos a más de un año y de los créditos al mismo plazo, y en enero de 1981, fecha desde la que únicamente han quedado regula-

dos los tipos de interés de los depósitos a menos de seis meses.

Esta evolución, que ha sido quizá más lenta de lo deseable, venía impuesta por la lógica que dimanaba de la política monetaria y por la consolidación de un proceso de inflación alta y variable que deprimió los tipos de interés reales, al elevar la tasa de inflación esperada.

El desmontaje de las normativas limitadoras de la competencia en la fijación de precios de los pasivos bancarios, unido a la búsqueda por parte del público de una rentabilidad que le permitiese cubrirse frente a la erosión de su riqueza, han impulsado en España, como en otros países occidentales, un proceso de innovaciones en forma de nuevos instrumentos en los mercados de fondos de préstamos, nuevas técnicas de gestión de los recursos del sistema crediticio y nuevos modos de poner éstos a disposición de los demandantes. Así han hecho su aparición en nuestros mercados financieros los contratos con tipos de interés variable, y las emisiones que contemplan la indicación del principal y los intereses; se han acortado los plazos de emisión de obligaciones y de suscripción de certificados de depósitos, y se ha registrado un desplazamiento de fondos desde las cuentas a la vista y de ahorro hacia las imposiciones a plazo y hacia otros activos no bancarios.

Se ha generado así un cierto proceso de «desintermediación», que se ha manifestado tanto en la aparición de nuevos agentes emisores en los mercados financieros —distintos de la banca y de las cajas de ahorros— como en la apelación directa a los ahorradores, evitando la actuación de dichos intermediarios. La creación

de las Sociedades Mediadoras del Mercado de Dinero y de las Sociedades Hipotecarias y la transformación de los Fondos de Inversión Mobiliaria en Fondos de Inversión en activos monetarios pueden servir como ejemplo de la aparición de nuevos intermediarios; mientras que la suscripción de bonos del Tesoro y certificados del Banco de España por el «sector privado», y la emisión de pagarés del Tesoro o la consolidación de los mercados de letras y pagarés de empresas ofrecen ejemplos de la segunda manifestación.

Las entidades de depósito han respondido a esta mayor competencia tratando de introducir en las carteras del público instrumentos distintos de los pasivos computables en las coeficientes legales, que permitiesen atender más ágilmente la demanda de un público sensibilizado a la erosión de los tipos nominales. De este modo, han hecho su aparición en nuestros mercados los bonos de caja y tesorería, los títulos hipotecarios y los efectos de propia financiación.

Como ya se ha indicado antes, esta gama de innovaciones ha incidido en España, como en otros países, sobre el marco en que se desenvuelve la política monetaria, afectando a los procesos de generación de dinero y a la oferta de financiación, a la demanda de dinero ejercida por el público y a los canales de transmisión de los impulsos monetarios. La demanda de dinero ha sufrido desplazamientos en respuesta a variaciones en los tipos de interés. La oferta de financiación se ha sensibilizado a los tipos de interés negociados en los mercados monetarios y las entidades han prestado una atención creciente a la relación entre los tipos interiores y

exteriores y a la posibilidad de acceder a los euromercados para ajustar sus recursos de tesorería. En consecuencia, ha perdido importancia relativa el grado de racionamiento del crédito como cauce de transmisión de los efectos de nuestra política monetaria.

5. LA FIJACION DE LOS OBJETIVOS MONETARIOS

Los objetivos de regulación monetaria son fijados anualmente por el Gobierno, con el asesoramiento del Banco de España y dentro del contexto de la política económica general, lógicamente. Sin entrar aquí en los detalles relativos a la preparación técnica de las decisiones finales, puede señalarse que tales decisiones se adoptan inicialmente sobre la base de complejos presupuestos monetarios alternativos, contruidos en base a objetivos y previsiones sobre las principales magnitudes económicas para el conjunto del año; y también ha de subrayarse que el seguimiento de los objetivos monetarios en cuanto a su cumplimiento, y también en cuanto al grado de corroboración de las previsiones iniciales sobre la economía a medida que avanza el año, da lugar a un continuo proceso de reelaboración de previsiones e hipótesis y, por tanto, de nuevos presupuestos monetarios que permiten al Gobierno tener continuamente elementos de juicio para mantener o revisar, en su caso, los objetivos inicialmente establecidos.

Puede decirse que, desde el año 1977, los objetivos que se ha fijado la política monetaria se han encaminado a conseguir una desaceleración gradual de las disponibilidades líquidas, con objeto de

mejorar los desequilibrios de la economía y apoyar los denominados «ajustes positivos» necesarios para resolver los problemas reales que la aquejan. Y la expresión de esa política se resume en el descenso del ritmo de crecimiento de las disponibilidades líquidas, que ha pasado del 24 por 100 a mediados de 1977 hasta el 12,7 por 100 en el año 1983.

No ha sido fácil, ciertamente, esta tarea. La política monetaria de desaceleración gradual ha tenido que enfrentarse con graves dificultades en estos años. Así, ha tenido que reaccionar ante el impacto intenso de la segunda elevación de los precios del petróleo en 1979-1980. Y ha de indicarse que la reacción se centró en la decisión de no acomodar esos impactos, es decir, de combatir los impulsos inflacionistas que de ellos procedieron. Pero han sido sobre todo los factores exteriores y el déficit público los que en mayor medida han condicionado la política monetaria de los últimos años.

6. POLITICA MONETARIA Y TIPOS DE CAMBIO FLOTANTES

Nuestra política monetaria, como la de otros países, se ha visto condicionada por la evolución monetaria de las grandes economías industriales y por el comportamiento de los tipos de cambio y de los mercados financieros internacionales.

A principios de los años 70, cuando el sistema de Bretton Woods vivía su última fase de crisis, existían grandes esperanzas respecto de las posibilidades que

ofrecería un sistema de tipos de cambio flotantes. En el mundo académico — donde se encontraban los máximos defensores del cambio de sistema — se subrayaba que los cambios flotantes permitirían un mayor control monetario a las autoridades nacionales, aumentarían la eficacia de la política monetaria, tenderían a aislar las economías respecto de las perturbaciones de origen exterior y facilitarían los ajustes de balanza de pagos; y se esperaba que todo esto se conseguiría sin que los cambios flotantes aumentasen el grado de inflación de la economía mundial y las presiones inflacionistas de las economías nacionales y con unas oscilaciones cambiarias moderadas por la actuación de una especulación profesional estabilizadora.

Hoy, a los diez años de la generalización de los cambios flotantes, se han desvanecido una buena parte de las esperanzas depositadas en el sistema y hay que revisar las esperanzas un día puestas en dichos cambios flotantes; y hay, especialmente, que aceptar, en una visión crítica, que el cambio de sistema se ha limitado, en buena medida, a cambiar de nombre y de planteamiento los problemas y restricciones planteados por el sector exterior a las políticas económicas nacionales.

Una idea que es preciso revisar es la de la capacidad para recobrar plenamente el control de las magnitudes monetarias al pasar de un sistema de tipos de cambio fijos a otro de cambios flotantes, en el que los movimientos de estos últimos se encargarían de mantener equilibrada la balanza de pagos y de eliminar, por tanto, las variaciones en el componente exterior de la base monetaria. Conceptualmente, el argu-

mento básico es claro y, de hecho, el sistema de flotación ha permitido un mayor control monetario que las anteriores paridades fijas; pero, en la práctica, se ha mostrado una clara resistencia a permitir que los ajustes se produzcan plenamente a través de las fluctuaciones cambiarias. En un mundo de altas tasas de inflación y evoluciones monetarias muy dispares, las variaciones no coordinadas de la cantidad de dinero pueden llevar a oscilaciones rápidas e intensas de los tipos de cambio; y las variaciones cambiarias tienen efectos importantes a corto plazo, no sólo sobre las tasas de inflación, sino también sobre la producción real y el empleo. Esto explica la resistencia a seguir unos objetivos estrictos de cantidad de dinero renunciando a la intervención cambiaria e ignorando cuáles puedan ser las libres fluctuaciones resultantes en los tipos de cambio.

Si los cambios flotantes facilitan, aun con limitaciones, el control monetario, más dudoso es que contribuyan a aumentar la eficacia de la política monetaria. La argumentación tradicional, a este respecto, es conocida: en un sistema de tipos de cambio fijos y con una razonable movilidad internacional de capitales, una política monetaria de signo expansivo apenas conseguirá reducir transitoriamente los tipos de interés nacionales como medio para lograr un efecto estimulante sobre la demanda de bienes y servicios, y una política monetaria de signo contractivo no conseguirá elevar permanentemente los tipos de interés — los desplazamientos de capitales a través de las fronteras se encargarán de frustrar los deseos de las autoridades en uno y otro caso —; en un sistema de cambios fluctuantes, por el con-

trario, una política monetaria expansiva, no sólo conseguirá reducir los tipos de interés, sino que verá reforzados sus efectos a través de la depreciación del tipo de cambio y, de modo similar, una política monetaria contractiva conseguirá sus objetivos, no sólo a través del alza de los tipos de interés, sino también mediante la apreciación del tipo de cambio.

La realidad es, sin embargo, más compleja. El grado de depreciación o apreciación del tipo de cambio conseguido, respectivamente, por políticas monetarias de signo expansivo y contractivo dependerá, no sólo de los diferenciales creados en los tipos de interés, sino también de las expectativas del público respecto del tipo de cambio —y, por tanto, respecto de la permanencia e intensidad, de cara al futuro, en el sesgo impartido a la política monetaria—. Por esto mismo, los grados de depreciación o apreciación cambiaría deseados pueden no alcanzarse en unos casos y resultar excedidos en otros, hasta crear una situación que imponga un cambio de signo en la instrumentación de la política. Pero, además, aunque se consiguiera el grado de depreciación o apreciación deseado en el tipo de cambio nominal, ello no implicaría una modificación paralela en el tipo de cambio real y en el grado de competitividad del país, de modo que el efecto expansivo o contractivo buscado a través del tipo de cambio podría verse frustrado. Estamos aquí ante el problema de los importantes elementos de *feedback* entre el tipo de cambio y los costes y los precios, que pueden ser rápidos e importantes y que son fundamentales cuando se trata de examinar la repercusión de las oscilaciones cambiarias sobre la balanza por cuenta

corriente, los niveles de producción y empleo y la tasa de inflación.

En este sentido, como ya se ha señalado, el Banco de España ha tenido que prestar una gran atención al problema de la financiación de nuestro déficit de balanza de pagos por cuenta corriente y atender a los diferenciales entre nuestros tipos de interés internos y los tipos de interés dominantes en los mercados exteriores. Y ello ha llevado, en algunos momentos de tensión, a dar prioridad al ajuste de nuestros tipos de interés y a alterar, por tanto, transitoriamente los objetivos perseguidos en términos de cantidad de dinero.

7. POLITICA MONETARIA Y DEFICIT PUBLICO

Nuestra política monetaria se ha visto especialmente condicionada, por otra parte, por el rápido crecimiento del déficit público a partir de 1979. Desde un punto de vista básico, el déficit público es expresión de la débil actividad de la economía y el aumento del nivel de paro y de un conjunto de problemas institucionales en los que no se entrará aquí. Pero, desde su vertiente financiera, el crecimiento del déficit público ha planteado problemas de instrumentación a la política monetaria; problemas de instrumentación que —ha de subrayarse— siempre se han conseguido superar sin tener que abandonar los objetivos de política monetaria. Ello no quiere decir que estos problemas no puedan llevar, de continuar creciendo el déficit en el futuro en la forma en que lo ha hecho en los últimos años, a hacer imposible una poli-

tica monetaria como la que se está realizando en nuestro país.

Es cierto que la financiación del déficit público no es el único cauce de generación de base monetaria y que un determinado déficit público no tiene por qué traducirse en variaciones paralelas de la base monetaria del sistema. El déficit sólo se traduce en expansiones de la base monetaria en la medida en que su financiación se haga a través del Banco de España, bien mediante créditos o mediante la adquisición de parte de la deuda pública emitida. En este caso, y para un objetivo monetario dado, el Banco de España ha de realizar actuaciones de drenaje de liquidez. A eso responde el elevado volumen de CRM (más de 1,6 billones de pesetas) que el Banco de España tiene colocados en los bancos, cajas y otras entidades.

Mientras el control monetario no se relaje, es evidente que el déficit público no se traduce en una expansión monetaria indeseada y no es, por ello, inflacionista. Ahora bien, un déficit persistentemente creciente puede anular completamente la eficacia de la política monetaria.

La argumentación a este respecto es sencilla. Si una política monetaria de signo restrictivo hace que la cantidad de dinero por unidad de producto crezca a un ritmo bajo durante algún tiempo, a pesar de la persistencia de un déficit público elevado en términos reales, la tasa de inflación será moderada en ese período, pero el volumen de deuda pública en circulación aumentará con rapidez y sólo se abrirá paso en las carteras del sector privado si se ofrecen tipos de interés real crecientes. Esto supondrá una carga de la deuda cada vez mayor,

que tenderá a ampliar el déficit público en términos reales; y, por otra parte, cuanto más lento sea el ritmo de crecimiento monetario en términos reales, debido a la financiación del déficit, antes se aproximará el momento en que se alcance la presión máxima de deuda en términos reales que puede soportar la economía. A partir de ese punto, la deuda en términos reales no podrá crecer a un ritmo superior al del producto de la economía, y la financiación del déficit habrá de recaer en mayor medida en la expansión monetaria: la base monetaria y la cantidad de dinero por unidad de producto incrementarán sus ritmos de expansión y se registrará, en consecuencia, una elevación de la tasa de inflación.

La persistencia de fuertes déficits en términos reales imposibilita la eficacia de la política monetaria en el control permanente de la inflación. Cuanto menos expansiva sea la política monetaria en una primera fase, tanto más expansiva habrá de ser en la segunda fase y antes se alcanzará ésta si el déficit público no ha cedido; en consecuencia, cuanto más baja sea la tasa de inflación en la primera fase, tanto más alta será la tasa de inflación que haya que aceptar en la segunda. Dicho en otras palabras: una política monetaria restrictiva sólo contribuirá efectivamente a la reducción de la inflación en una etapa de fuerte déficit público si éste acaba siendo corregido; si no se registra tal corrección, el déficit acabará destruyendo las pretensiones anti-inflacionistas de la política monetaria.

Esta conclusión subraya una conexión entre déficits públicos intensos y persistentes y tasa de inflación desde los propios principios monetaristas. De acuerdo

con esta conclusión, en el caso de déficits importantes y persistentes, y en relación con el objetivo de combatir eficaz y duramente la inflación, lo importante es reducir el déficit, en tanto que la forma de financiación de éste tiene una importancia en buena medida secundaria.

Sin embargo, en las primeras etapas de crecimiento del déficit, mientras el porcentaje que representa respecto al PNB no es exagerado, los problemas que plantea la financiación del déficit a la política monetaria son realmente importantes. Y hay que señalar que el Gobierno ha sido sensible a problemas de instrumentación monetaria y, por consiguiente, ha tratado de buscar financiación del déficit público en condiciones de mercado, buscando el ahorro privado en aquellos tramos del mercado en que podía encontrarse. En este sentido, no sólo ha procurado adaptar las emisiones de deuda a medio y largo plazo a las preferencias del público, sino que, a partir del año 1982, ha entrado en el tramo corto del mercado de fondos de préstamo mediante la emisión por subastas periódicas y frecuentes de pagarés del Tesoro a seis meses y un año. En la actualidad, el volumen de pagarés asciende a 435 mil millones de pesetas. A pesar de que este último desarrollo es reciente, el éxito logrado ha sido incluso superior a las expectativas iniciales, hasta el punto de que, para el año 1983, las colocaciones netas de pagarés del Tesoro quintuplicaron, aproximadamente, a las realizadas en 1982, reduciendo, en consecuencia, la necesidad del Gobierno de financiarse directamente en el Banco de España. Este esfuerzo por contener, e incluso reducir, la monetización del déficit público constituye una

garantía para la persistencia de una política monetaria de ajuste en los próximos años.

CONCLUSIONES

Se ha presentado, con frecuencia, la política monetaria en nuestro país como expresión de las ideas monetaristas. Y aunque, en un sentido básico, tal presentación no pueda ser tomada como un agravio y ni siquiera como una crítica, parece justo subrayar que la política monetaria española no ha respondido a los criterios básicos de lo que se entiende por monetarismo. Y ello por una doble razón:

Primero, porque existe plena conciencia de que la economía española tiene planteados problemas, no sólo monetarios, sino también reales y que la posibilidad de afectar a estos últimos a través de la simple regulación monetaria es incierta, imprecisa e indirecta. La política monetaria ha de contribuir, ciertamente, a facilitar los ajustes globales de la economía; pero lo que actualmente se denomina el «ajuste positivo» de la economía española — que se refiere a problemas de precios y costes relativos, asignaciones de recursos reales e inadecuaciones institucionales — no puede ser el resultado simplemente de la política monetaria. Es más, en contra de lo que a veces parecen pensar los monetaristas, la política monetaria puede verse negativamente afectada por esos desajustes reales e institucionales, porque sólo en un sentido limitado puede considerarse que la cantidad de dinero es, en efecto, una variable activa y autónoma en poder de las autoridades.

Y, en segundo lugar, nunca se ha pensado que la política monetaria pudiera por sí sola corregir incluso los desajustes globales de la economía, al menos si había que hacerlo con rapidez y sin graves costes sociales. Por ello, la política monetaria ha buscado siempre la colaboración en los ajustes de una política de rentas flexible que ayudase a modificar a la baja las expectativas inflacionistas y permitiese quebrar las rigideces que tienden a aumentar los efectos negativos de los ajustes monetarios sobre la producción y el empleo. Y ha demandado, asimismo, con reiteración, una mayor colaboración de la política fiscal.

En resumen, puede afirmarse que la política monetaria en nuestro país ha procurado mejorar su esquema teórico, institucional e instrumental durante los últimos años y ha alcanzado una eficacia en el logro de sus objetivos que puede compararse, sin desdoro y a menudo con ventaja, a la conseguida por las políticas monetarias de los principales países industriales. Al mismo tiempo, sin embargo, la política monetaria ha tenido conciencia de que, dadas las características de los problemas que afectan a nuestra economía, no podía actuar aisladamente; y ha buscado así la colaboración de otras ramas de la política económica para conseguir un plan coordinado de actuación que ayude a eliminar paulatinamente los problemas que nuestra economía ha acumulado a lo largo de los años setenta.