

POLITICA CAMBIARIA, POLITICA DE ENDEUDAMIENTO EXTERIOR Y REPERCUSIONES SOBRE LA POLITICA MONETARIA INTERIOR

Examina en este artículo **Antonio Sánchez-Pedreño** la experiencia española, y de otros países, con el sistema de tipos de cambio flotantes y con una política activa de endeudamiento exterior. Mantiene la opinión de que el turbulento y crítico período desde el comienzo de la flotación generalizada difícilmente hubiese podido encararse con otro sistema que el de tipos de cambio flotantes. Sin embargo, rechaza la noción, por intuitiva muy extendida, de que un déficit exterior, cualquier déficit exterior, pueda corregirse por la sola vía del tipo de cambio. Y ello porque, aun cuando las autoridades, o el libre juego del mercado, puedan determinar el tipo de cambio nominal, no es seguro que puedan conseguir el tipo de cambio real al que la cuenta corriente de la balanza de pagos encontraría su equilibrio. La capacidad de reacción de las rentas monetarias puede determinar que los logros conseguidos por la vía del tipo nominal queden rápidamente compensados con alzas proporcionales de costes y precios.

Mantiene también la opinión de que la experiencia española, que ilustra por referencia a períodos recientes, como la de otros países, ha probado que la adopción de un sistema de tipo de cambio flotante no garantiza mayor grado de autonomía a la política monetaria doméstica ni le permite eludir los condicionamientos impuestos por el sector exterior.

CUANDO, hace ahora casi diez años, se produjo el estallido de la primera crisis del petróleo, España, al igual que la mayor parte de los países, tomó dos decisiones fundamentales que todavía hoy continúan vigentes. De una parte, abandonó el sistema de cambios fijos para pa-

sar a engrosar la brigada de los países que orientaban su política cambiaria en base a un sistema de tipos de cambio flotantes; de otra, las autoridades económicas españolas decidieron, como muchas otras, pulsar a fondo la utilización de lo que entonces vino en llamarse «operaciones de fi-

nanciación compensatoria» o, si se quiere, poner en práctica una política de endeudamiento exterior a gran escala.

Ambas decisiones estaban basadas en razones de política práctica y en argumentos de carácter teórico. Por lo que a las razones de política práctica se refiere, hay que señalar el reconocimiento generalizado de que la formidable brecha abierta en las cuentas corrientes de los países importadores de petróleo por el brutal y repentino aumento de los crudos no podría cerrarse en el muy corto plazo, por muy severas que fueran las políticas de ajuste que se instrumentaran. Se reconocía, ciertamente, que las economías necesitarían tiempo para instrumentar imprescindibles políticas de ajuste y que mientras éstas operaban sus efectos, una vez puestas en pie, los fortísimos déficits corrientes habrían de financiarse de alguna manera. De aquí, la necesidad del recurso a la «financiación compensatoria» — tanto a los modestos esquemas de reciclaje oficial montados por los organismos internacionales (facilidad petrolera) como, más intensamente, a las fuentes internacionales de financiación de carácter privado.

También era un hecho generalmente reconocido que las políticas de ajuste se verían tanto más facilitadas y serían tanto más eficaces cuanto más flexibles fueran sus mecanismos de transmisión — de aquí el definitivo abandono del sistema de tipos de cambio fijos de Bretton Woods —, que, en todo caso, ya había sido puesto en jaque con anterioridad (recuérdese a este respecto que Alemania, Holanda y otros países ya habían experimentado, de manera más o menos intermitente, los ti-

pos de cambio flotantes desde por lo menos 1969).

Pero es que además, desde el mundo académico sobre todo, aunque no únicamente, se había venido propugnando con creciente insistencia —y con cuotas de credibilidad en alza, debido a las recurrentes crisis a que el viejo sistema se había visto abocado en el pasado reciente— la racionalidad de la instauración de un sistema de tipos de cambio flotantes, que garantizaría una mayor eficacia de las políticas monetarias nacionales, ajustes más rápidos de los desequilibrios exteriores y, sobre todo, la recuperación de la autonomía para las políticas monetarias y, de hecho, para las políticas económicas nacionales.

Cabe señalar, incidentalmente, que, en el caso español, aunque se adoptaron las decisiones mencionadas siguiendo la tendencia general, tal adopción se debió también a la creencia de que las mismas coadyuvarían a sobrellevar una crisis que, en opinión de las autoridades, se consideraba transitoria, una crisis pasajera que meramente había que capear, sin que fuera preciso adoptar políticas de ajuste de mayor alcance. Nada menos que cuatro años hubo que esperar (hasta los Pactos de la Moncloa) para que la «ilusión» de tal opinión, después complicada con los problemas de la transición política, diera paso al reconocimiento de la dura realidad de la gravedad y profundidad de la crisis y, con ello, a la instrumentación de las inevitables políticas de ajuste.

Los casi diez años transcurridos desde la iniciación de la flotación generalizada constituyen uno de los períodos más turbulentos y críticos de la historia económica mundial. Los desequilibrios y fluc-

tuaciones de los niveles de producción, de precios —tanto de productos como de factores— de las balanzas de pagos, del empleo o de los tipos de interés han sido ciertamente de una magnitud desconocida en tiempos de paz. Tasas de inflación superiores al 20 por 100, incluso en países con una larga tradición de estabilidad de precios, han sido la norma más que la excepción; los productos nacionales han alternado tasas negativas de hasta el 5 por 100 con crecimientos aceptables y posteriores recaídas a niveles de estancamiento; la magnitud de los desequilibrios exteriores —con formidables superávits y déficits corrientes por grupos de países— sin precedentes. Los niveles de los tipos de interés, tanto en los mercados nacionales como internacionales, han alcanzado cotas históricas; los volúmenes de endeudamiento exterior de los países, cifras jamás sospechadas; y, finalmente, la propia subsistencia del sistema bancario internacional ha estado, y quizá todavía esté, en entredicho; nunca, ciertamente, se había estado tan cerca de un *crack* a escala mundial.

Es más que dudoso que un período tan crítico y turbulento hubiera podido encararse con el sistema de tipos de cambio fijos; y es más que probable también que el temporal que ha azotado a la economía mundial no se hubiera podido capear de no haber sido por la flexibilidad adicional depurada por la generalización de la flotación de los tipos de cambio. Dicho esto, también hay que afirmar que la experiencia vivida, en este país y en los demás, ha demostrado cuán ilusoria y qué alejada de la realidad era la pretendida capacidad del sistema de tipos de cambio flotantes para restaurar la autonomía a las políticas

económicas nacionales y para revigorar la eficacia de la política monetaria interior. Se volverá posteriormente sobre este tema para ilustrar, con el análisis de situaciones concretas, el grado de condicionamiento —o si se quiere, la falta de independencia— a que las políticas monetarias y económicas de la mayor parte de los países —quizá con la excepción de los mayores— han estado sometidas. Permítase ahora, sin embargo, recordar el razonamiento que sustentaba la pretendida capacidad del sistema de tipos de cambio flotantes para hacer más eficaz la política monetaria interior y para recuperar la independencia de las políticas monetarias y económicas nacionales.

En el marco de un sistema de tipos de cambio fijos, la política monetaria interior —sea de sesgo restrictivo o expansivo— no es capaz de conseguir sino transitoriamente sus propósitos porque sus efectos al alza o a la baja, según sea el caso, sobre el nivel de los tipos de interés se ven rápidamente contrarrestados por entradas o salidas de capital. En el marco de un sistema de tipos de cambio flotantes, sin embargo, la política monetaria puede alcanzar sus objetivos porque la propia flexibilidad del tipo de cambio previene los movimientos de capital —impidiendo así que se neutralicen los efectos deseados sobre el nivel de los tipos de interés— y refuerza, vía la propia apreciación (política monetaria restrictiva) o la depreciación (política monetaria expansiva), los efectos contractivos o expansivos, respectivamente, de la política administrativa.

Al mismo tiempo, se argumentaba, un sistema de tipos de cambios flotantes permite a las polí-

ticas económicas nacionales recuperar su independencia e impedir que los efectos de las acciones de los demás se transmitan al ámbito nacional. Así, con un sistema de tipos de cambio fijos, las políticas restrictivas exteriores producen efectos de igual naturaleza en nuestra propia economía —tanto porque el abatimiento de la demanda agregada de los países se transmite, vía el comercio internacional, a nuestra propia demanda agregada, como porque la salida de capitales de nuestras fronteras condiciona en sentido restrictivo nuestros mercados monetarios. En cambio, con un sistema de tipos de cambio flotantes, el sesgo contractivo impartido por las políticas exteriores de este tipo no se transmite a nuestro entorno nacional porque la consecuente alza de los tipos de cambio de los demás (la depreciación de nuestro tipo de cambio, por tanto) implica efectos expansivos sobre nuestros niveles de actividad. El sistema de tipos de cambio flotantes permite así practicar políticas económicas auténticamente autónomas o independientes en función de los intereses nacionales.

Estos argumentos teóricos, formalmente correctos, se han visto contradichos una y otra vez por la experiencia vivida y por la que actualmente vivimos —como se ha de demostrar después. Puede argumentarse, desde luego, que ello se ha debido a que las flotaciones practicadas han sido flotaciones «sucias», con permanentes intervenciones de los bancos centrales en los mercados de cambio, de forma que la flexibilidad de los cambios no se ha llevado a sus últimas consecuencias en ninguna parte. Esto es, desde luego, formalmente verdad, aunque las fluctuaciones de los tipos

de cambio realmente ocurridas apenas pueden catalogarse de otra cosa que no sea de formidables. Baste recordar a este respecto que tan sólo desde 1974 el tipo de cambio del marco alemán pasó de 2,90 DM/\$ a 1,70 (apreciación del 70 por 100); que el franco suizo osciló de 3,45 FS/\$ a 1,45 (apreciación de más del 137 por 100) y a 2,13; que el franco francés pasó de 3,95 FF/\$ a 7,903; que nuestra propia divisa cayó de 55,5 Ptas/\$ a 66,5 primero y a 87,20 después; remontó en poco más de un año a 66 (una apreciación de casi el 25 por 100) y que dos años más tarde cotizaba a 149 (depreciación del 125 por 100). No es único el caso de la libra esterlina, que en sólo un año (75-76) perdió un tercio de su valor. Quien lo desee puede entretenerse en calcular, cruzando los cambios, las variaciones del valor de las monedas europeas entre sí y comprobar que difícilmente puede hablarse de falta de flexibilidad.

Es un hecho cierto, sin embargo, que las autoridades nacionales han rehusado consentir una elasticidad infinita a los tipos de cambio, seguramente porque las fluctuaciones de los mismos afectan de manera decisiva y rápida los niveles de precios, de producción y del empleo; y quizá también, puede argumentarse, porque, dada la rigidez a la baja en el ámbito nacional de los precios de los factores y de los productos, la flexibilidad cambiaria a ultranza no hubiese encaminado, *por sí sola*, las economías y las balanzas de pagos hacia la senda del equilibrio, sino más bien, quizá, a movimientos explosivos y a círculos viciosos de rentas y precios, sin efecto curativo alguno sobre los desequilibrios reales, internos y externos, que pade-

cían. Algunas economías latinoamericanas, y otras, presentan numerosos ejemplos al respecto.

Y esto lleva a la noción —que por ser casi intuitiva está muy extendida, pero que en mi opinión es falaz— de que un déficit exterior, cualquier déficit exterior, puede corregirse por la sola vía del tipo de cambio —sin que haya que preocuparse de actuaciones en otros campos— dejando, como suele decirse, que juegue el mercado, de forma que a algún nivel del tipo de cambio se equilibrarán la demanda y la oferta de moneda extranjera. Aparte del hecho, no infrecuentemente constatado, de que fuertes tendencias al alza o a la baja del tipo de cambio nominal, más que llevar el mercado al equilibrio, donde pueden desembocar es en movimientos explosivos (esto es, más que abatir las expectativas, lo que puede que consigan es exacerbarlas, al confirmarlas), seguramente que aquella noción deriva de una confusión entre el tipo de cambio nominal y el tipo de cambio real. Porque, aun cuando pueda defenderse que las autoridades, o el libre juego del mercado, pueden quizá determinar el tipo de cambio nominal, no es en medida alguna seguro que puedan garantizar la consecución del tipo de cambio real al que la cuenta corriente de la balanza de pagos encontrará su equilibrio. Ello es así porque la rigidez a la baja de las rentas reales —o, si se quiere, la capacidad de reacción de las rentas monetarias— puede ser tal que los logros conseguidos por la vía del tipo nominal queden rápidamente compensados con alzas proporcionales de los costes y precios nominales, dejando intacto el tipo de cambio real. Bajo unas circunstancias tales, la fle-

FORMACION DEL TIPO DE CAMBIO DE LA PESETA. *FIXING*

El comercio internacional y los movimientos de fondos entre países imponen, dada la coexistencia de una pluralidad de monedas nacionales, la necesidad de transacciones entre las mismas. Estas, además de unidades de cuenta y medios de pago, son depósitos de valor y, como cualquier bien, tienen un precio, constituido por su cotización o *tipo de cambio*, que se define como el número de unidades que es necesario entregar de una moneda para obtener una unidad monetaria extranjera. Aunque para cada moneda existen tantos tipos de cambio como monedas extranjeras por las que se negocie, el arbitraje, que obtiene sus beneficios aprovechando las diferencias de cotización, se encarga de mantener conexiones los distintos mercados y asegura, así, la unidad de cotización, por lo que siempre suele hablarse «del tipo de cambio».

La cotización, que está determinada en gran medida por las ofertas y demandas de divisas que generan las importaciones y exportaciones de bienes y servicios y los movimientos de capitales, está influida también por la actuación que ejercen los bancos centrales en función de la política monetaria y las posibilidades que la situación de la economía nacional permite. Esta actuación tiene lugar en un doble plano, el de las regulaciones relativas al control de cambios, que incide en la generación de la oferta y la demanda de divisas, y en el de su intervención en el propio mercado, que está condicionada, a su vez, por el régimen de tipo de cambio existente (en el caso de la peseta: fijo hasta 1973 — acuerdos de Bretton Woods — y de flotación controlada desde enero de 1974).

En España, dada la regulación existente en esta materia, la tarea de poner en contacto la oferta y la demanda de moneda extranjera se realiza a través del sistema bancario y, en concreto, a través de las entidades delegadas a tal efecto, a las que acuden los clientes ofreciendo o demandando moneda nacional como contrapartida a su demanda u oferta de moneda extranjera. El exceso de oferta o demanda que resta del conjunto de estas operaciones, junto con la propia oferta o demanda de saldos extranjeros por parte de cada entidad dentro de los límites autorizados, se equilibra en el mercado de cambios en el que se negocia a lo largo de todo el día. El Banco de España comunica a primera hora de la mañana a la entidad delegada, a la que corresponde estar de guardia, los *cambios de intervención* de compra y venta del dólar USA, única moneda en la que interviene. La interconexión entre el mercado de Madrid y los mercados extranjeros asegura que la relación peseta-dólar, en cada momento, se traduzca en relaciones perfectamente ali-

neas con las demás divisas. Los tipos de intervención pueden ser modificados por el Banco de España en cualquier momento, lo que implica que, en último término, determina los límites en que se fija el tipo de cambio de la peseta, que, por supuesto, no puede ser arbitrario, ya que de lo contrario provocaría presiones en uno u otro sentido que le obligarían a corregirlo.

No todos los países establecen un tipo de cambio oficial de su moneda (ej.: Estados Unidos y Gran Bretaña). En España, la fijación del tipo de cambio oficial tiene lugar en la sesión pública que se celebra en la sede del Banco de España todos los días hábiles, excepto los sábados, y en la que participan unas 40 entidades delegadas, en su mayoría bancos. La sesión oficial da comienzo a las 12.30 de la mañana bajo la presidencia de un representante del Banco de España. La contratación comienza por el dólar USA. Los cambistas de las entidades delegadas anuncian en voz alta sus cotizaciones, lo que supone estar dispuesto a comprar o vender las cantidades mínimas recogidas en la relación adjunta, que refleja, además, el orden por el que se negocian las divisas (ver cuadro).

Los cambistas están permanentemente en contacto telefónico con sus oficinas centrales, de las que reciben indicaciones en función de las cuales modifican su cotización o cruzan operaciones a los tipos anunciados. Los *anotadores de cambio* registran las cotizaciones válidas de la sesión para confeccionar al final de la misma, junto con la presidencia, la lista oficial de cambios de acuerdo con las instruc-

ciones de la Circular 256, de 20 de marzo de 1969 del IEME, que establece las normas de contratación.

El *fixing* (cambio medio) de cada divisa se determina calculando la media ponderada de las operaciones cruzadas en la sesión oficial.

Para las divisas en las que no se hayan cruzado operaciones se establece una distinción entre el dólar USA y el resto de las monedas:

a) El *fixing* del dólar USA se obtiene tomando la media aritmética entre el cambio de compra más alto y el de venta más bajo de los cotizados. Si no hubiese cotizado en la sesión, se toma la media entre los cambios de intervención de compra y venta del Banco de España.

b) Para las demás divisas, el cambio base se calcula en función del que se acaba de fijar para el dólar USA y el cambio que frente a esta divisa registre esa moneda en el país de emisión, según la última información que esté disponible.

El «cambio oficial» de compra y venta, que se obtiene disminuyendo y aumentando el *fixing* de cada moneda en un 1,5 por mil, se publica en el Boletín Oficial del Estado y es el que tienen que utilizar las entidades delegadas en las operaciones con sus clientes.

Estos tipos de cambio relativos a *divisas* deben distinguirse de los que fija el Banco de España al principio de cada semana y con validez para toda ella para los *billetes*, que pueden modificarse libremente por cada entidad delegada, ya que no son obligatorios.

MONEDAS CONVERTIBLES ADMITIDAS A COTIZACION OFICIAL EN EL MERCADO DE DIVISAS DE MADRID E IMPORTES MINIMOS A CONTRATAR PARA FIJAR CAMBIO

1. Dólar USA	1.000.000
2. Dólar Canadiense	100.000
3. Franco francés	1.000.000
4. Libra esterlina	250.000
5. Libra irlandesa	10.000
6. Franco suizo	1.000.000
7. Franco belga	5.000.000
8. Marco alemán	1.000.000
9. Lira italiana	50.000.000
10. Florín holandés	1.000.000
11. Corona sueca	250.000
12. Corona danesa	250.000
13. Corona noruega	250.000
14. Marco finlandés	100.000
15. Chelín austriaco	1.000.000
16. Escudo portugués	1.000.000
17. Yen japonés	20.000.000

xibilidad del tipo de cambio y la capacidad de reacción de las rentas monetarias conformarán no otra cosa que un frustrante y autoperpetuante proceso inflacionista. Y en este aspecto nadie puede sorprenderse de la capacidad de reacción de las rentas monetarias que se postula, porque tal capacidad puede haberse previamente asegurado mediante mecanismos institucionales de indicación al 100 por 100, si es que no superior, de la generalidad de las rentas monetarias(1)

Volviendo ahora al tema de la supuesta autonomía o independencia de las políticas monetarias nacionales y, de hecho, de las políticas económicas de los países, la experiencia vivida por nuestra economía no avala, desde luego, este aserto. Bien al contrario, la política monetaria española ha estado permanentemente atenazada por las restricciones —de un sesgo o de otro— impuestas por el sector exterior; y cuando quiera que la misma ha pretendido actuar «independientemente» —es decir, olvidar tales restricciones— los resultados cosechados han obligado rápidamente a rectificar el rumbo tomado.

Si el citado atenazamiento ha sido una constante de los años vividos, hay quizá dos períodos de la historia reciente particularmente ilustrativos. El comienzo del primero de ellos puede situarse hacia mediados de 1978. Para estas fechas, la devaluación de un año atrás —inevitablemente impuesta por cuatro años de retraso en afrontar la crisis—; las políticas de ajuste en varios campos (monetario, fiscal, rentas, etc.) instrumentadas tras los Pactos de la Moncloa y la recuperación de la economía mundial tras el período depresivo subsiguiente a la prime-

ra crisis energética, habían conseguido restablecer el equilibrio de la cuenta corriente de la balanza de pagos española, que, de hecho, arrojaba superávits importantes. Estos se veían adicionalmente agrandados por muy fuertes entradas de capital, tanto en concepto de inversión extranjera como por un masivo recurso a los mercados internacionales de capital por parte de las empresas españolas. Simultáneamente, la expansión monetaria interior pulsaba a tasas muy fuertes, en parte posibles gracias a la fuerte creación de liquidez de origen externo, que amenazaban con desfasar los topes de expansión acordados en los Pactos de la Moncloa. A comienzos del verano de 1978, en efecto, las disponibilidades líquidas estaban creciendo a una tasa anual superior al 25 por 100, ritmo difícilmente compatible con los esfuerzos en marcha para reducir ulteriormente la muy alta tasa de inflación que aún se padecía.

La política monetaria se apresó así a combatir el fuerte ritmo de expansión en marcha, adquiriendo crecientes tintes restrictivos, que no tardaron en manifestarse en fuertes presiones alcistas sobre los niveles de los tipos de interés domésticos que en algún momento llegaron a situarse, en el día a día, al 40 por 100. Estos, a su vez, habían de implicar, inevitablemente, nuevos alicientes para el recurso a la financiación exterior, desorbitando todavía más una cuenta de capital ya en fuerte superávit y generando renovadas dificultades para el control monetario. Para atacar el evidente conflicto entre los objetivos de la política monetaria interior (que implicaban inevitablemente el endurecimiento de los niveles de interés) y la situación de supe-

rávit de la balanza de pagos, tanto por cuenta corriente como de la cuenta de capital (que demandaba más bien tipos domésticos bajos), la política cambiaria se aprestó a utilizar a fondo los márgenes de flexibilidad deparados por la flotación, permitiendo que las tendencias presentes en el mercado dejaran sentir sus efectos sobre el nivel de los cambios.

Aunque entre mayo de 1978 y marzo de 1979 la peseta no cesó de apreciarse fuertemente frente a la generalidad de las divisas —ganando en el índice de cambio efectivo frente al mundo más de un 12 por 100 y en el relativo a la CEE casi un 7 por 100—, la cuenta de capital, excluidas de la misma las fuertes operaciones de «amortización compensatoria» realizadas por el Tesoro, continuó arrojando fuertes superávits, alimentados por un intenso recurso a la financiación exterior por parte del sector privado. Y es importante subrayar que las alzas del tipo de cambio de la peseta no consiguieron frenar los movimientos de entrada de capitales porque, más que generar expectativas pesimistas respecto al futuro del tipo de cambio, reafirmaron la creencia en la continuidad del proceso de apreciación.

Como quiera que para la primavera de 1979 el ritmo de expansión monetaria, tras haberse reducido apreciablemente en los meses precedentes, mostrase nuevos síntomas de aceleración, la política monetaria hubo de volver a los niveles restrictivos del verano, pulsando nuevamente al alza los tipos de interés. El interbancario día a día llegó a alcanzar en esta ocasión el nivel del 25 por 100, en fuerte contraste con niveles del 10 por 100 para el eurodólar. La reaparición del conflicto de objetivos ya señalado ante-

riormente llevó, una vez más, a intentar utilizar la política cambiaria como factor de ajuste. Y así, a la par que se continuó dejando que las fuerzas del mercado dejaran sentir sus plenos efectos sobre los cambios, el 27 de abril se procedió a una apreciación súbita del 2,50 por 100 de la peseta. El efecto combinado de una y otra acción hizo que en tan sólo dos meses, de marzo a mayo, el índice de cambio efectivo de la peseta frente al mundo se apreciase en un 5,5 por 100 y el relativo a la CEE lo hiciese en un 6,6 por 100. Simultáneamente, dada la escasa eficacia mostrada anteriormente por las alzas del tipo de cambio para detener las entradas de capital, la acción en el campo cambiario fue reforzada mediante la introducción de medidas de control directo (concretamente, el establecimiento de un depósito obligatorio del 25 por 100 sobre las entradas por créditos exteriores autorizados por el Banco de España a partir del mes de abril) y, algo tardíamente, en septiembre, mediante una liberalización relativa de las salidas de capital español.

El segundo de los dos períodos antes referidos puede convencionalmente enmarcarse en el bienio 1981-82. Para 1981, la cuenta corriente española, bajo el pleno impacto de la segunda crisis energética, se hallaba ya sumida en un profundo déficit. Las fuertes presiones sobre el tipo de cambio de la peseta apenas si podían ser contenidas con un recurso masivo a la «financiación compensatoria» —una vez más— de los mercados internacionales de capital por parte del sector público —en acusado déficit, en todo caso— y del sector privado, cuyas operaciones de financiación exterior venían ya predetermina-

das por decisiones tomadas en los meses finales de 1980 y los iniciales de 1981. Al mismo tiempo, sin embargo, la actividad económica acusaba una pulsación muy débil; la inflación, aunque alta, estaba desacelerándose, y el desempleo mostraba tasas de aumento muy fuertes a partir de un nivel ya muy elevado. En el ámbito exterior, la nota más destacada era, sin duda, la política monetaria fuertemente restrictiva de la Reserva Federal —que había llevado los tipos de interés americanos a cotas históricas, a un nivel horrible, como señalaría el Presidente de la Reserva Federal, Mr. Volcker.

Así, si desde el punto de vista interno todo apuntaba a la conveniencia de una política monetaria medianamente permisiva, desde la óptica de los requerimientos de la balanza de pagos lo que se necesitaba eran buenas dosis de restricción y altos tipos de interés domésticos —tan elevados al menos como los del mercado internacional—, a fin de reforzar la cuenta de capital. Se trataba, *mutatis mutandis*, del mismo conflicto entre los objetivos de la política monetaria interior y la situación de balanza de pagos de tres años atrás, que anteriormente examinamos.

Dados los fuertes tintes recesivos que la actividad económica acusaba y los rápidamente crecientes niveles de paro, la política monetaria se encaminó hacia sendas menos restrictivas y hacia cierto abatimiento del nivel de los tipos de interés —que permanecieron durante casi todo el año entre 2 y 3 puntos porcentuales por debajo de los del dólar. Esto, junto con el déficit corriente antes señalado, condicionó presiones cambiarias fuertes, expectativas sumamente bajistas y, pos-

teriormente, la iniciación a finales del año de una tendencia —que había de intensificarse grandemente en 1982— hacia el deterioro de la cuenta de capital. En el conjunto del año, la peseta se depreció un 19 por 100 frente al dólar, un 17 por 100 frente al F.S. y un 12 por 100 frente al Y, y, en menor escala, frente al D.M. y al Fl. H.

Y así la política monetaria tuvo que abandonar su breve lapso de «independencia» para cobrar tintes crecientemente restrictivos a lo largo del nuevo año y aceptar los condicionamientos exteriores.

La experiencia española, en cuanto a la virtualidad de las restricciones que a la política económica impone el sector exterior, no es, por supuesto, sino la expresión de una experiencia generalizada a todos los países, con la muy notable excepción, desde luego, de los Estados Unidos, dado su carácter de moneda patrón y del menor peso relativo que el sector exterior tiene en su economía.

Como señala el Informe del Banco de España refiriéndose a 1982 —pero fácilmente extrapolable a otros años—, «las autoridades monetarias españolas se vieron condicionadas, como las de los demás países europeos, por la fuerte apreciación del dólar en los mercados de cambios (tras la que hay que encontrar una política monetaria fuertemente restrictiva). Cualesquiera que fueran las ventajas de tal movimiento a través de la competitividad relativa de las mercancías y servicios, la intensa apreciación de la divisa americana planteaba problemas inmediatos en términos de los precios interiores de importación (en algún caso tan relevan-

tes como los del petróleo). Las autoridades se encontraban así ante un serio dilema. La aceptación del fuerte proceso de depreciación de la peseta ejercía efectos alcistas sobre la tasa de inflación interna; pero cualquier resistencia a esa depreciación que retrasara a la moneda española, respecto del movimiento general de depreciación de las divisas con relación al dólar, no sólo afectaba negativamente la competitividad de los bienes y servicios españoles, sino que generaba expectativas de pérdida adicional del valor de la peseta y, por consiguiente, fuertes presiones sobre ella en el mercado de cambios. Simultáneamente, la política monetaria española, como las de los demás países europeos, se veía fuertemente condicionada, a través del mercado de cambios, por la política americana de signo restrictivo y por los altos tipos de interés dominantes en los mercados internacionales. Cualquier desviación autónoma de la política monetaria interna que condujese a una apertura de los diferenciales de tipo de interés suscitaba, inmediatamente, tensiones cambiarias a través de los movimientos de capital. Lo cual, a su vez, determinaba depreciaciones de la peseta o fuertes pérdidas de reservas exteriores, que obligaban, en último término, a reajustar la política monetaria interna a las condiciones dominantes en el ámbito internacional».

Una clara conclusión se deriva, a mi parecer, de la ya larga experiencia vivida. No hay ningún sistema cambiario que sea capaz de resolver por sí sólo los problemas de las economías, permitiéndolas eludir los condicionamientos derivados del sector exterior. Como no hay volumen de reservas ni capital potencial de endeudamien-

to exterior —y por ende operaciones de «financiación compensatoria»— que permitan posponer indefinidamente políticas generales de ajuste ante fuertes desequilibrios exteriores e interiores, tengan su causa en *shocks* de origen externo o deriven de políticas o actitudes sociales irrealistas o insolidarias. Las reservas y el potencial de endeudamiento exterior pueden ganar tiempo para que las políticas de ajuste operen sus efectos e, incluso, para moderar la dureza de los ajustes ante crisis tan graves y profundas como la que las economías han enfrentado en estos años.

Como lo han ganado ciertamente para la economía española, aunque ello implique una pesada herencia para las generaciones futuras. Y en este aspecto conviene recordar aquí que el endeudamiento exterior español se ha multiplicado por 10 desde 1973, hasta alcanzar el nivel, a fines de diciembre de 1983, de 29.462 millones de dólares. Con una carga por el servicio de la deuda exterior inferior al 20 por 100 de los ingresos corrientes (frente a porcentajes del 80, 100 por 100 ó superiores, típicos de los casos patológicos), la capacidad de endeudamiento español se halla muy lejos de sus límites.

Pero ni un alto nivel de reservas, ni un holgado potencial de endeudamiento ni ningún sistema cambiario son sustitutivos de políticas económicas activas, de verdaderas políticas de ajuste. La instrumentación de éstas y su aceptación por todos los grupos sociales con espíritu de solidaridad da el grado de realismo y esperanza de una economía.

NOTA

(1) Uno de los principales motivos de la ruptura de negociaciones entre el FMI y Brasil fue, a lo que parece, la resistencia brasileña a aceptar el compromiso de reducir la indicación de las rentas monetarias por debajo del 100 por 100.