### LA ESTRATEGIA MONETARIA DEL REINO UNIDO

Las autoridades británicas han manifestado recientemente su disposición a integrar la libra en el mecanismo de disciplina cambiaria del Sistema Monetario Europeo (SME), aunque hasta la fecha han preferido continuar con una estrategia monetaria independiente. En este artículo, Joaquín Zamorano analiza las razones económicas que han podido sustentar esta estrategia. El trabajo consta de cuatro secciones: en la primera, se examina el proceso de desmantelamiento de la anterior estrategia monetaria, a partir de 1979, en el Reino Unido; proceso que implicó la desaparición de los controles de cambios, de los controles directos sobre el crédito y de la política de colocación de la deuda pública, así como el abandono de los objetivos sobre agregados monetarios amplios; en la segunda, se expone el origen de los deseguilibrios monetarios británicos y se analizan las razones que propiciaron la estrategia de mantener una determinada paridad de la libra con el marco alemán; en la tercera sección se analizan las dificultades y consecuencias de esta estrategia y, por último, en la cuarta, se resumen las conclusiones principales (\*).

### I. EVOLUCION DE LA POLITICA MONETARIA

A creación del SME en 1979 supuso una diferenciación importante en los procesos de reducción de la inflación en los países comunitarios según éstos aceptaran o no el mecanismo de disciplina cambiaria del Sistema. Como es sabido, en los países que se adscribieron inicialmente al mecanismo de estabilidad cambiaria del SME, los tipos de cambio de sus monedas alcanzaron la categoría formal de objetivos intermedios de sus respectivas políticas monetarias. Por el contrario, los países que no pudieron o, como el caso del Reino Unido, no consideraron oportuno adscribirse al citado mecanismo, debieron continuar su lucha antiinflacionista de forma independiente, a través de esquemas tradicionales de política monetaria basados en el control de algún agregado monetario y/o crediticio. La lógica de estos esquemas exigía, además, una mayor permisividad respecto a las variaciones de sus tipos de cambio.

A pesar de estas diferencias, ambas estrategias tuvieron un éxito parecido en la reducción de las tasas de inflación, al menos durante la mayor parte del período analizado. Asimismo, la existencia de procesos de innovación y desregulación hizo que se produjera un acercamiento de los esquemas tradicionales hacia posturas cercanas a las representadas por el SME. En efecto, el debilitamiento generalizado de la

relación entre los agregados monetarios y el gasto nominal de bienes y servicios hizo que la reacción inicial de los países practicantes de los esquemas tradicionales, basados en el control de algún agregado monetario, fuese la ampliación de los agregados monetarios objeto de control. Sin embargo, las mayores dificultades que su control supuso, junto al descenso continuado de la inflación, determinaron que las autoridades adoptasen un mayor pragmatismo respecto a la evolución de los agregados monetarios, otorgando así una importancia creciente a las consideraciones de tipo de cambio; sobre todo, dadas las ventajas relativas que proporcionan dichas consideraciones como indicadores de las condiciones monetarias en épocas de perturbaciones financieras.

El caso del Reino Unido puede considerarse, en líneas generales, representativo de la evolución mencionada, aunque con características propias. Por una parte, su negativa a formar parte inicialmente del SME supuso que la estrategia monetaria adoptada se considerase como una verdadera alternativa a la representada por aquél, que, de esta forma, se constituyó en referencia continua y obligada. Por otra parte, el proceso de creciente consideración del tipo de cambio se realizó en condiciones de ausencia de controles de cambios, abolidos en 1979.

Desde el punto de vista de la aproximación gradual al tipo de cambio como variable intermedia de la estrategia monetaria británica, pueden distinguirse tres etapas claramente diferenciadas.

La primera etapa, durante el período 1979-1981, corresponde a los primeros tiempos de la nue-

CUADRO N.º 1

1979-1981. LA ESTRATEGIA FINANCIERA A MEDIO PLAZO: PREVISIONES Y RESULTADOS (\*)

_	1979/1980	1980/1981	1981/1982	1982/1983	1983/1984
Objetivos monetarios definidos sobre EM3					
Junio 1979 (**) Marzo 1980 Marzo 1981	7-11 — —	7-11 —	6-10 <b>6-10</b>	5-9 5-9	4-8 4-8
Efectivo	11,2	19,4	12,8	11,2	10,1
lecesidades de financiación del sector público (% PIB)					
Junio 1979 (**) Marzo 1980 Marzo 1981	<b>4,5</b> <b>4</b> ,75 5,0	<b>3,75</b> 6,0	3,0 <b>4,25</b>	2,25 3,25	1,5 2,0
Resultado	4,8	5,3	3,3	3,1	3,1

(\*) Las cifras en negrita son objetivos. El resto son previsiones.

(\*\*) En el Presupuesto de junio de 1979 se publicó un objetivo para los diez meses restantes.

Fuente: Financial Statement and Budget Reports 1979/80 a 1984/85.

va estrategia antiinflacionista, y se caracteriza por una adscripción muy rígida a la consecución de objetivos monetarios, instrumentada a través de controles directos sobre el crédito privado y sobre la colocación de deuda pública a los sectores privados no bancarios y no residentes (funding policy). El tipo de cambio, por su parte, goza de plena flexibilidad en sus cotizaciones.

La segunda etapa abarca desde 1982 a 1986 y es, sin duda, la más decisiva por cuanto en ella se adoptan los primeros cambios en la estrategia monetaria llevada a cabo hasta entonces. Así, se produce el abandono de los agregados monetarios amplios, que se venían utilizando desde 1977, siendo sustituidos por otros de carácter más estrecho, como MO (base monetaria). Previamente. se produce un cambio en la instrumentación del control monetario, ante la desaparición de la política de colocación de deuda pública por encima de las necesidades de financiación del sector público (overfunding policy). Por último, el tipo de cambio es considerado desde 1982 como un indicador adicional de las condiciones monetarias existentes. En definitiva, se configura un control monetario mucho más flexible y acorde con la liberalización que se venía llevando a cabo en el sistema financiero británico.

La tercera etapa es la más relevante para el propósito de este artículo. Comprende desde el mes de marzo de 1987 al mes de febrero de 1988, y se caracteriza por situar el tipo de cambio de la libra esterlina frente al marco alemán como el objetivo intermedio de la política monetaria a desarrollar.

En los dos siguientes apartados se realiza una breve descripción de los factores que impulsaron los cambios de una etapa a otra, así como una valoración de los logros conseguidos en las dos primeras etapas. Con ello, se pretende explicar los motivos de la decisión de mantener el tipo de cambio de la libra esterlina frente al marco alemán durante 1987-1988.

## 1. La estrategia financiera a medio plazo

Como ya se ha señalado, la llegada al poder del partido conservador en el Reino Unido, en mayo de 1979, representó un cambio en la concepción de la política macroeconómica. De este modo, si bien los objetivos finales eran de carácter antiinflacionista, como en el resto de los países, su instrumentación y su estrategia global eran diferentes a las representadas por el SME.

El objetivo prioritario de las autoridades británicas fue reducir la tasa de inflación, situada entonces alrededor del 20 por 100 en términos del deflactor del PIB, a través de una mayor coordinación entre las políticas monetarias y las fiscales. El horizonte de

actuación contemplado era dilatado, con la publicación anual de las sucesivas estrategias financieras a medio plazo (MTFS), que recogían las previsiones sobre la evolución de los saldos presupuestarios y de los agregados monetarios para los cuatro años siquientes al de su publicación. La parte central de esta estrategia seguía siendo el control de la evolución de los agregados monetarios y, con el fin de evitar una excesiva presión sobre los tipos de interés, se programó inicialmente una fuerte reducción en las necesidades de financiación del sector público (PSBR). De conseguirse, se podría, por un lado, continuar con el ajuste fiscal mediante la reducción de impuestos en años posteriores y, por otro, evitar cualquier efecto expulsión sobre el sector privado, derivado de unos elevados niveles de tipos de interés.

El objetivo intermedio elegi-

do fue, de nuevo, un agregado monetario amplio como EM3 (1), cuya evolución se pretendía controlar con la ayuda de determinados controles directos que afectaban al volumen y composición del crédito al sector privado a través de la limitación del crecimiento de los depósitos bancarios remunerados (corset) y de la colocación de deuda pública a los sectores privados no bancarios y no residentes (funding policy).

Esta estrategia se aplicó de 1979 a 1981, con los objetivos que se muestran en el cuadro número 1. Como se observa, se estableció una senda de progresiva desaceleración para EM3, hasta alcanzar un intervalo del 4-8 por 100 en el año fiscal 1983-84, con el compromiso explícito de que no se permitiría ninguna desviación. Por su parte, se preveía que las necesidades de financiación del sector público disminuyesen en 3,5 puntos porcentuales sobre

el PIB, hasta situarse en un 1,5 por 100 en 1983/84. En definitiva, se consideró que la consecución de los objetivos monetarios reflejaría el éxito de la pretendida coordinación entre la política monetaria y la presupuestaria, y reforzaría la credibilidad de la estrategia adoptada.

Con estas bases, dicha estrategia se configuró como una alternativa a la representada por el SME, dejando flotar libremente el tipo de cambio de la libra esterlina. Simultáneamente, una de las primeras acciones del nuevo gobierno fue la abolición de los controles de cambios entre los meses de junio y octubre de 1979.

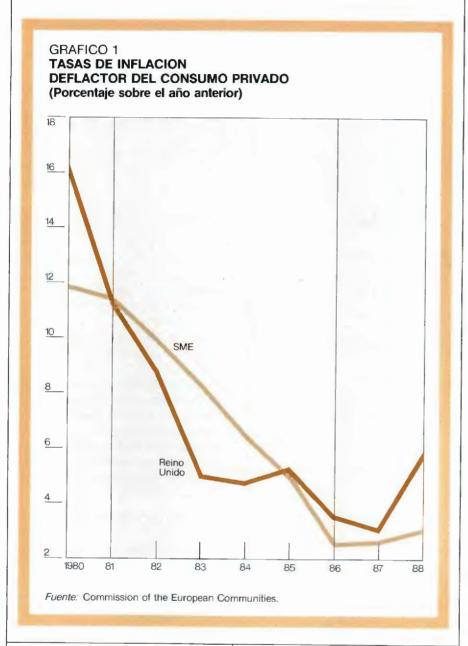
Los resultados de esta estrategia en los años en que estuvo vigente pueden calificarse de sorprendentes. Si bien la tasa de inflación se redujo en ocho puntos porcentuales, hasta situarse en

CUADRO N.º 2

## EVOLUCION DE LOS AGREGADOS MONETARIOS DESESTACIONALIZADOS: OBJETIVOS Y RESULTADOS (Porcentaje de crecimiento anual)

Fecha de anuncio	Periodo de vigencia	Agregado	Objetivo	Resultado
Junio 79	Junio 79/junio 80	Lib. M3	7-11	10,3
Noviembre 79	Junio 79/octubre 80	Lib. M3	7-11	17,8
Marzo 80	Febrero 80/abril 81	Lib. M3	7-11	19,4
Marzo 81	Febrero 81/abril 82	Lib. M3	6-10	13,0
Marzo 82	Febrero 82/abril 83	Lib. M3	8-12	11,1
		M1	8-12	12,1
		PSL2	8-12	11,0
Marzo 83	Febrero 83/abril 84	Lib. M3	7-11	9,5
		M1	7-11	14,0
		PSL2	7-11	12,6
Marzo 84	Febrero 84/abril 85	Lib. M3	6-10	9,5
		MO	4-8	5,5
Marzo 85	Febrero 85/febrero 86	Lib. M3	5-9	14,8
		MO	3-7	3,5
Marzo 86	Marzo 86/marzo 87	Lib. M3	11-15	25,4
		M0	2-6	5,0
Marzo 87	Marzo 87/marzo 88	MO	1-5	4,9
Marzo 88	Marzo 88/marzo 89	MO	1-5	5,9
Marzo 89	Marzo 89/marzo 90	M0	1-5	6,0 (agosto)

Fuente: Banco de Inglaterra. Boletines trimestrales.



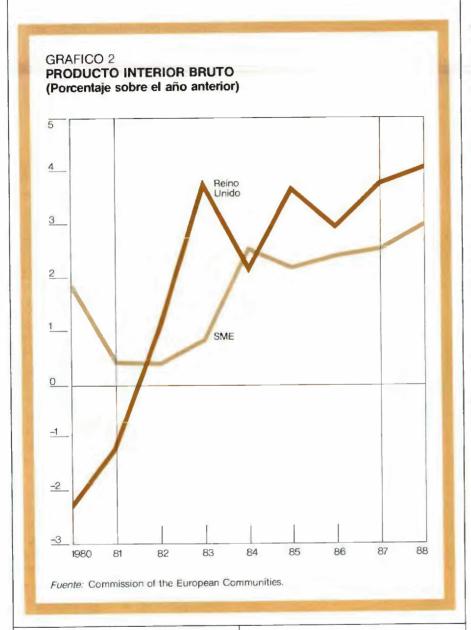
el 12 por 100 anual a finales de 1981, no se cumplieron, en términos generales, las previsiones programadas. De este modo, el crecimiento registrado por EM3 rebasó los objetivos fijados (cuadro n.º 2), con una tasa de expansión del 20 por 100 en el conjunto del período 1980-81; es decir, ocho puntos porcentuales por encima de la banda superior permitida. Las necesidades de financiación del sector público,

por su parte, se situaron en el 5,3 por 100 del PIB en 1981, frente a una tasa prevista del 3 por 100 para dicho año. Un comportamiento similar, aunque algo menos acentuado, se registró en el año siguiente, al presentar EM3 un nuevo desbordamiento, con un crecimiento del 13 por 100 frente a un intervalo del 6-10 por 100 programado; las necesidades de financiación, por el contrario, tuvieron un comportamiento muy

similar al previsto en dicho año. A pesar de todo lo anterior, la inflación continuó descendiendo hasta situarse en el 9,5 por 100 a finales de 1982, hecho éste observado también en los países pertenecientes al SME (gráfico 1).

Sin embargo, los costes asociados con cada una de estas estrategias -SME frente a no SME— fueron diferentes. En el caso británico, la recesión se estaba mostrando mucho más profunda (gráfico 2), con caídas del ritmo de expansión de la producción industrial, de los excedentes empresariales y de la tasa de desempleo, que pasó del 4,4 por 100 en el primer trimestre de 1980 al 9,2 por 100 en el último trimestre de 1981. Pero, sobre todo, este proceso de desinflación llevó asociada una fuerte apreciación del tipo de cambio de la libra esterlina en los primeros meses. Así, desde mayo de 1979 a finales de 1980, la apreciación de la moneda británica alcanzó un 25 por 100 en términos nominales y un 50 por 100 en términos reales (gráfico 3). Esta sobrerreacción del tipo de cambio recogía toda una serie de influencias, que van desde la elevación del precio del petróleo en noviembre de 1979. dado el status de petromoneda de la libra con el inicio de la explotación del Mar del Norte, hasta el empeoramiento de las expectativas inflacionistas ante la elevación de los impuestos indirectos contemplada en el Presupuesto de 1979.

Pero, por encima de todo, la apreciación de la libra era un síntoma de que el grado de tensión monetaria era mayor que el señalado por la evolución de EM3, lo que se veía corroborado por la reducida tasa de crecimiento de M0 y por los elevados tipos de interés. En cualquier caso, la apreciación de la libra fue, en sus



inicios, permitida por lo que de contribución adicional tenía al proceso desinflacionista. De este modo, se consideró que la presencia de elevados tipos de interés y un tipo de cambio apreciado reforzaban la estrategia antiinflacionista adoptada.

Dos consideraciones hicieron cambiar de actitud a las autoridades económicas británicas y adoptar, en consecuencia, una estrategia más flexible a partir de 1982. Por un lado, el ajuste, ade-

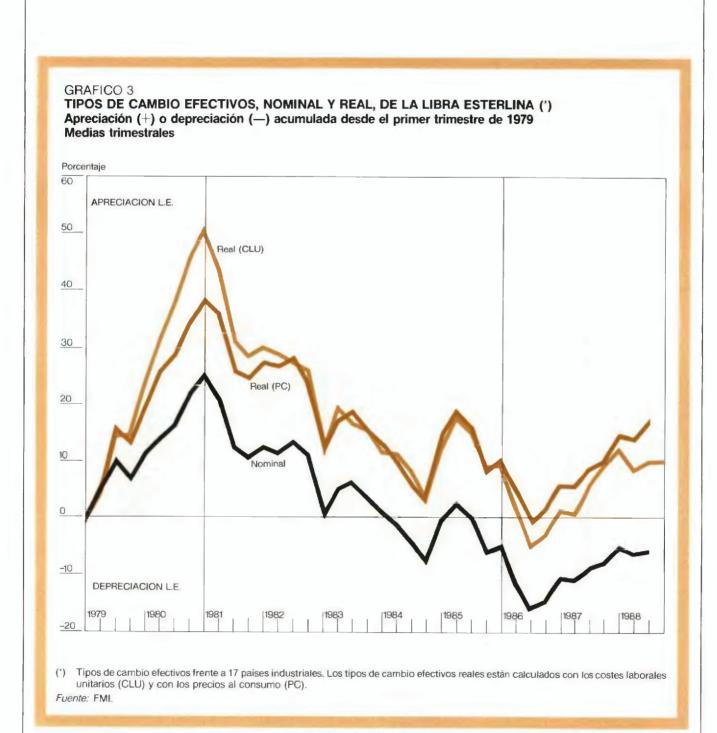
más de ser más intenso de lo previsto, incorporaba un importante elemento de asimetría, ya que la apreciación de la libra afectaba más desfavorablemente a los sectores económicos más vulnerables a la competencia internacional. A partir de entonces, las autoridades británicas mostraron una mayor sensibilidad por las cuestiones de competitividad exterior.

Por otro lado, la economía británica, al igual que la del resto de los países industrializados, estaba atravesando una época de fuertes innovaciones financieras que, en el caso del Reino Unido. vinieron derivadas de la abolición de los controles de cambios. En efecto. la posibilidad por parte de los residentes de mantener saldos en divisas y de las instituciones financieras de operar libremente en moneda extranjera, además de suponer un cambio en la estructura de la balanza de pagos por cuenta de capital, propició una liberalización interna en el sistema financiero inglés. Así, llevó a la inutilización de los topes impuestos al crecimiento de los depósitos bancarios (el llamado corset) hasta su supresión en mayo de 1980. A su vez, la desaparición de estos controles directos posibilitó un control monetario más flexible, con un mavor protagonismo de los tipos de interés, e introdujo una nueva dinámica de competencia entre los bancos y las sociedades inmobiliarias, que se tradujo en la aparición de nuevos activos privados en los mercados financieros.

Las consecuencias de este proceso de innovación y desregulación financieras son de sobra conocidas. Sólo cabe señalar que, en el Reino Unido, el descenso de la velocidad de circulación de EM3 fue particularmente intenso (gráfico 4), lo que generó un escepticismo creciente respecto a que la evolución de dicho agregado monetario fuese un indicador fiable del gasto nominal en bienes y servicios.

# 2. El abandono del control de los agregados monetarios amplios

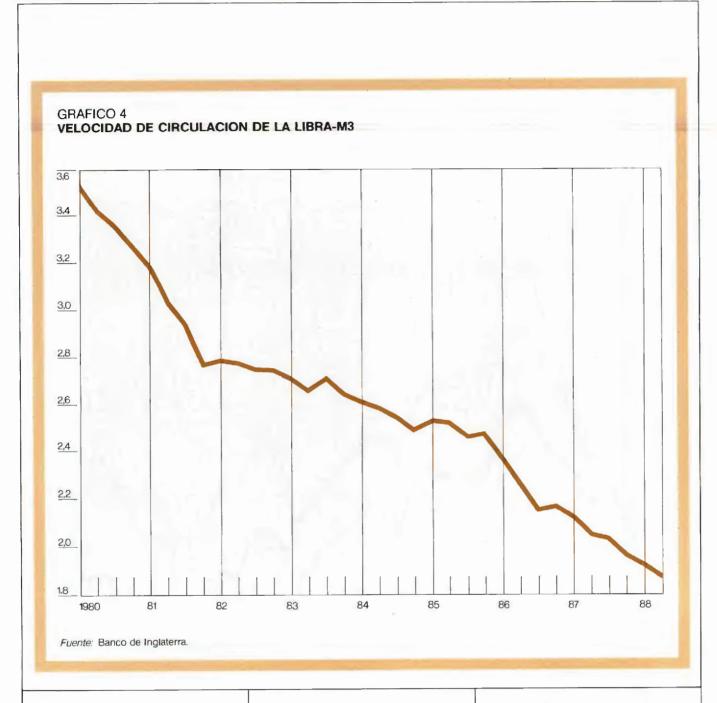
Ante estas circunstancias, la respuesta inicial de las autoridades británicas, en su MTFS de



1982, fue doble. Manteniendo como objetivo prioritario la reducción de la tasa de inflación, se decidió, por un lado, incorporar el tipo de cambio de la libra esterlina como indicador adicional de las condiciones monetarias existentes. Por otro, se introdujo un agregado más amplio. Así, manteniendo EM3, el nuevo agregado elegido fue PSL2, que incorporaba los depósitos a corto plazo de las sociedades inmobiliarias y los instrumentos monetarios en manos del público. Estos cambios, sin embargo, no representaron ninguna alteración en la concepción de la estrategia

monetaria; de hecho, el nuevo agregado fue eliminado a partir de 1984 ante la escasa información adicional que proporcionaba sobre EM3 y sus dificultades de control.

Asimismo, la incorporación del tipo de cambio de la libra ester-



lina en la función de reacción de las autoridades monetarias no supuso una pérdida de autonomía significativa de la política monetaria. Que el tipo de cambio elegido fuese en términos efectivos y que sus objetivos fijados, tanto en términos nominales como reales, no se publicasen supuso la adopción de la menos comprometida de las estrategias cambiarias disponibles. En este sentido, las autoridades económicas británicas continuaron controlan-

do sus agregados monetarios en la creencia de que ello era compatible con el intento de evitar unos niveles de la libra esterlina similares a los alcanzados en los dos años anteriores (cuadro número 3).

Sin embargo, el mantenimiento de esta estrategia resultó ser cada vez más gravoso y, consecuentemente, se empezó a cuestionar su idoneidad, hasta el punto de que, a partir de 1984, las autoridades británicas iniciaron un cambio en sus esquemas monetarios que culminó con la desaparición del establecimiento de objetivos sobre agregados monetarios amplios.

La razón de estos cambios se encuentra en una mayor percepción de los costes que suponía controlar unos agregados monetarios de escasa fiabilidad como indicadores de la evolución del gasto nominal; máxime cuando, a partir de la segunda mitad de 1985, el precio del petróleo parecía favorecer una reducción de la tasa de inflación de forma independiente al control monetario. A su vez, dichos costes se manifestaban principalmente en forma de elevados tipos de interés reales (gráfico 5), que se temía que podían impedir el crecimiento económico necesario para reducir una tasa de desempleo que alcanzaba más del 11 por 100 a finales de 1984.

Consecuentemente, en octubre de 1985 se abandonó públicamente la prosecución de objetivos en términos de agregados monetarios amplios, permitiendo que la tasa de crecimiento de EM3 se situase en el 14,8 por 100 en ese año financiero. Al mismo tiempo, se prestó una atención creciente a M0, al considerársele un indicador más fiable de la evolución del gasto nominal; y aunque en 1986 se volvieron a establecer unas bandas de referencia

para EM3, entre el 11 y 15 por 100, no fue más que a título de «intervalo ilustrativo». Por último, en el mes de octubre de 1986 se decidió abandonar definitivamente el seguimiento de EM3 y pasar a establecer objetivos exclusivamente sobre M0.

## II. EL ORIGEN DE LOS DESEQUILIBRIOS MONETARIOS

La tasa de inflación continuaba descendiendo de tal forma que a mediados de 1986 el incremento del IPC sobre igual período del año anterior se situó en el 2,6 por 100, el más reducido en los últimos veinte años. A esta evolución contribuyó la caída que el precio del petróleo venía registrando desde mediados de 1985, que además no hizo sino reafirmar la creencia de que los desbordamientos de EM3 —con una tasa de crecimiento del 25,4 por

100 en 1986— no llevaban asociados riesgos inflacionistas (gráfico 6).

Sin embargo, había razones que indicaban que, a diferencia de lo ocurrido durante los primeros años de la década, en esta ocasión era previsible un mayor gasto derivado del aumento de la liquidez. Concretamente, el aumento último de la demanda de crédito no se destinó, como ocurrió en aquella época, a la financiación de activos financieros, sino a la de activos reales y, sobre todo, a los de carácter inmobiliario. La revalorización consiquiente hizo que se produjese un efecto riqueza que se tradujo mayoritariamente en un aumento del consumo privado: además, parte de lo que se destinaba a préstamos hipotecarios se desviaba a financiar, igualmente, un mayor consumo (equity withdrawal). Todo ello determinó una mayor capacidad de endeudamiento del sector privado y, por

Cl	JAI	DR	O	N.	3

#### 1982-1987. LA ESTRATEGIA FINANCIERA A MEDIO PLAZO: PREVISIONES Y RESULTADOS (\*)

	1982/1983	1983/1984	1984/1985	1985/1986	1986/1987	1987/1988
Objetivos monetarios definidos sobre EM3						
Marzo 1982 Marzo 1983	8-12	7-11 <b>7-11</b>	6-10			
Marzo 1984 Marzo 1985 Marzo 1986			6-10 <b>6-10</b>	5-9 5-9	4-8	3-7 —
Efectivo	11,2	10,1	9,5	14,8	25,4	_
lecesidades de financiación del sector público (PIB)						
Marzo 1982 Marzo 1983	3,5	2,75 <b>2,75</b>	20,0 2,5			
Marzo 1984 Marzo 1985 Marzo 1986			2,25	2,0 <b>2,0</b>	2,0 2,0 <b>1,75</b>	1,75 1,75 1,75
Resultado	3,1	3,1	3,1	1,6	0,9	-0,9

<sup>(\*)</sup> Las cifras en negrita fueron los objetivos correspondientes a dichos años.



tanto, una mayor propensión al gasto, reforzada por la reducción en las tasas impositivas registrada en 1985.

Las condiciones de los mercados cambiarios exteriores favorecieron también esta expansión del gasto. Desde el mes de febrero de 1985, el dólar empezó a depreciarse, como resultado, en un principio, de las intervenciones concertadas de los bancos centrales de los principales países industrializados, en un intento de corregir los desequilibrios ex-

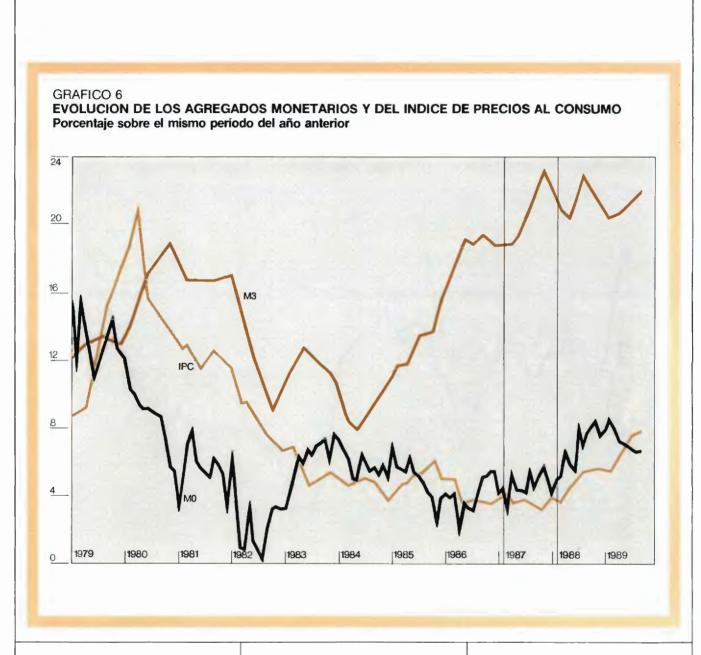
teriores generados desde 1980. La respuesta inicial de la libra esterlina fue la esperada, con apreciaciones frente al dólar y al marco alemán que determinaron un aumento del 11.6 por 100 en términos efectivos nominales en los primeros seis meses de 1985. Esto amplió el margen de maniobra para dirigir los tipos de interés a niveles más acordes con las consideraciones internas, en el sentido de absorber la todavía elevada tasa de desempleo. Consecuentemente, se inició un proceso de descenso gradual de los tipos de interés oficiales, que pasaron de un 14 por 100 en el mes de enero de 1985 a un 11,5 por 100 en el mes de julio de dicho año.

A partir de entonces, y a lo largo de todo el año 1986, la libra esterlina inició un proceso de depreciación consentido por las autoridades, al considerar que era la respuesta adecuada a una perturbación real como era el descenso del precio del petróleo. Y aunque dicha depreciación fue bien recibida, en principio, por lo que de mejora de competitividad representaba, coincidió en el tiempo con el desbordamiento tolerado de EM3 ya señalado. De esta forma, quedaron sentadas las bases para la expansión de la demanda agregada en años posteriores.

En definitiva, la reducción de la tasa de inflación en los últimos meses de 1986 estuvo basada, fundamentalmente, en factores covunturales como la caída del precio del petróleo, oscureciendo así el hecho de que el desbordamiento de EM3 reflejaba, en esta ocasión, un aumento del gasto nominal. En estas circunstancias. el control de M0 no pudo evitar que ese crecimiento de la demanda global por encima de la producción potencial se tradujera, por una parte, en un resurgir de las presiones inflacionistas (gráfico 7) y, por otra, en un incipiente déficit de las balanzas de pagos comercial y corriente (gráfico 8).

#### III. LA ESTRATEGIA MONETARIA BASADA EN EL SEGUIMIENTO DEL MARCO ALEMAN

Una vez descartadas las estrategias antiinflacionistas basadas



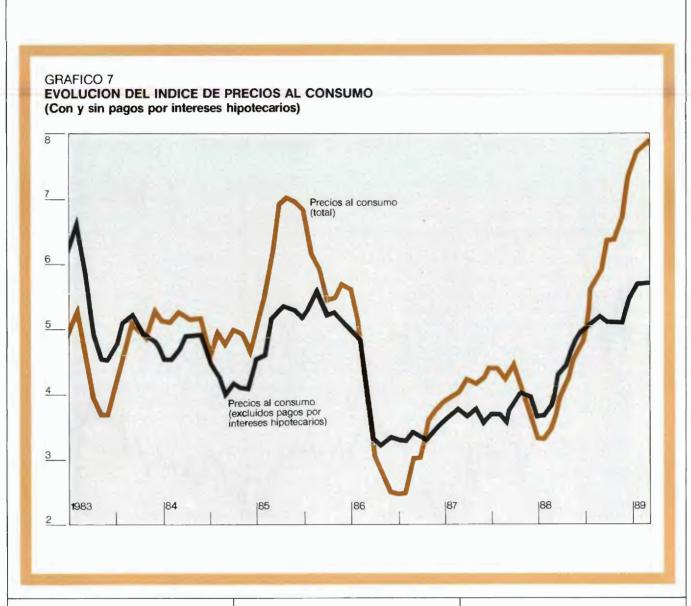
exclusivamente en el control de agregados monetarios más o menos amplios, debido a su escasa representatividad y a la falta de credibilidad en su cumplimiento, la opción del tipo de cambio apareció como la más seria entre las disponibles a ojos de las autoridades británicas. Además, esta opción sintonizaba con las resoluciones adoptadas en los Acuerdos del Louvre de febrero de 1987 en favor de una mayor estabilidad cambiaria.

La cuestión entonces era de

qué manera se iba a concretar esta nueva estrategia antiinflacionista. Es decir, había que decidir cuál era el tipo de cambio, nominal o real, a considerar y cuál su nivel adecuado. En este sentido, el que la reducción de la tasa de inflación fuese el objetivo prioritario descartó el mantenimiento de un tipo de cambio real, por cuanto ello podría implicar convalidar las presiones inflacionistas mediante depreciaciones compensatorias del tipo de cambio nominal. Aceptado entonces que el objetivo se debía definir sobre

un tipo de cambio nominal, el requisito para que dicha estrategia proporcionase la disciplina antiinflacionista buscada era que el país cuya moneda sirviera de referencia tuviese una tasa de inflación reducida y estable; en definitiva, que su política monetaria gozase de credibilidad antiinflacionista.

En este sentido, la experiencia de los países pertenecientes al mecanismo de disciplina cambiaria del SME se convirtió, de nuevo, en referencia obligada. En el



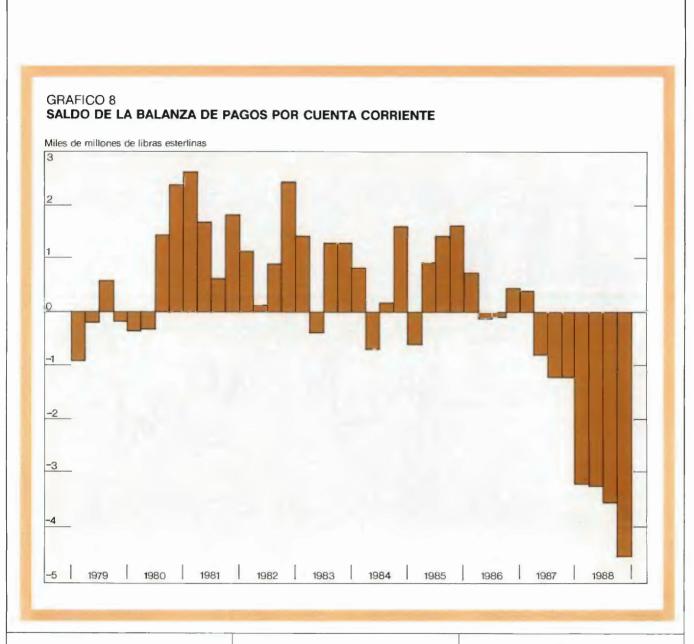
Sistema, los países miembros parecían importar con éxito la credibilidad anti-inflacionista del Bundesbank mediante el mantenimiento de sus tipos de cambio frente al marco, lo que hizo que las autoridades británicas se planteasen en aquel entonces la posibilidad de integrar la libra en el SME, en vez de continuar con una política desinflacionista independiente.

La experiencia del SME señalaba, sin embargo, que los intentos de adoptar políticas económicas incompatibles con el objetivo de tipo de cambio llevaban

consigo movimientos de capitales especulativos a corto plazo que provocaban, en última instancia, reajustes de paridades centrales. Por tanto, la posibilidad de entrada de la libra en el SME a primeros de 1987 se planteaba en los siguientes términos: por un lado, la única estrategia antiinflacionista disponible y con credibilidad era la proporcionada por la adscripción al SME, a cambio de reducir considerablemente el grado de autonomía de la política monetaria, a la vez que la participación creciente de los países de la CEE en el origen y destino de flujos comerciales con el

Reino Unido sugería la conveniencia de dotar de una mayor estabilidad a la libra esterlina frente a las monedas comunitarias; por otro lado, de no aceptar el Reino Unido la pérdida de autonomía correspondiente a esta estrategia, podría verse obligado a reinstaurar los controles de cambio, con la consiguiente amenaza a la posición de Londres como centro financiero internacional de primera magnitud.

Ante esta situación, las autoridades monetarias británicas optaron por una vía intermedia: decidieron fijar la libra esterlina a



un determinado cambio con el marco alemán, pero sin asumir los compromisos formales que implica la integración plena en el SME.

#### 1. Valoración

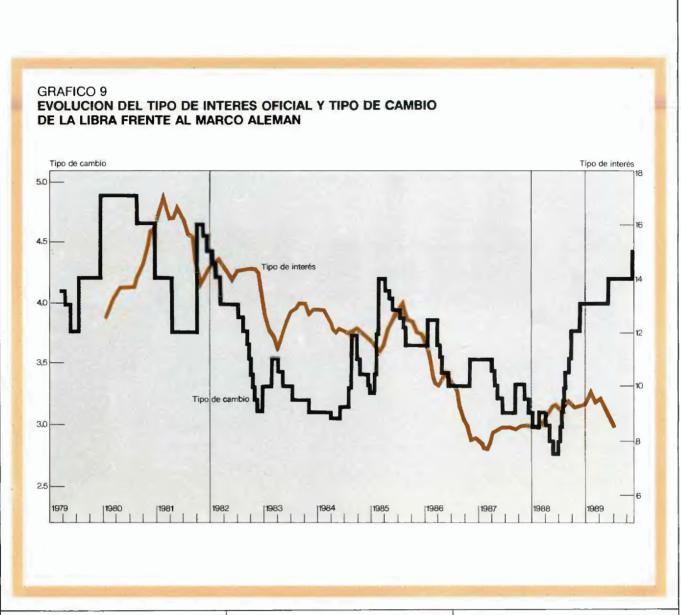
Los problemas derivados del seguimiento de la estrategia mencionada anteriormente aparecieron rápidamente, ante la insostenibilidad del tipo de cambio fijado como objetivo informal (3 marcos por libra). Así, la libra esterlina registró desde los momen-

tos iniciales unas presiones alcistas que se interpretaron como una corrección ante la intensa depreciación del año anterior. En este sentido, el tipo de cambio a mantener se evidenció como demasiado depreciado, y no hizo sino contribuir a intensificar los conflictos entre los objetivos internos y externos; conflictos que se resolvieron en favor de la estabilidad cambiaria.

Consecuentemente, las autoridades británicas iniciaron un proceso de reducción gradual de los tipos de interés oficiales hasta

situarlos en el 8,5 por 100 a finales de 1987 (gráfico 9). Asimismo, se vieron obligadas a intervenir para evitar la apreciación de la libra esterlina de forma continua y por volúmenes cuantiosos, con lo que el incremento de las reservas exteriores, estimado en unos 2.000 millones de dólares (gráfico 10), contribuyó al ya de por sí elevado crecimiento de los agregados monetarios amplios.

El proceso anterior se tradujo en un repunte de la inflación, cuya tasa anual media (medida por el IPC) se situó, en 1987, en el

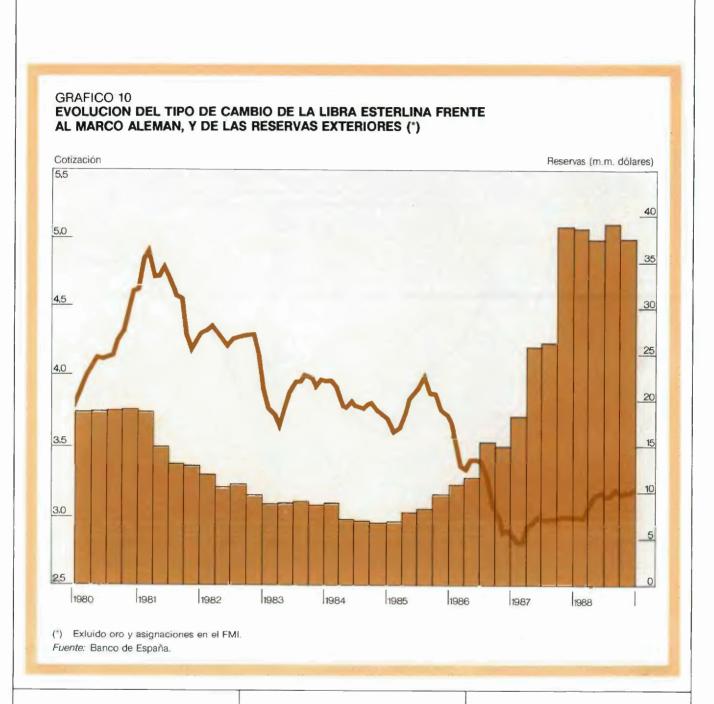


4,2 por 100, a pesar de la reducción experimentada en el componente de pagos por intereses de préstamos hipotecarios. Por otra parte, el mayor gasto interno privado compensó los beneficios de una libra subvalorada, posibilitando la aparición de un déficit comercial que, por primera vez en los últimos años, vino acompañado de un déficit por cuenta corriente que se situó en el 1,6 por 100 del PIB.

A la luz de estos resultados, la existencia de unos tipos de interés a la baja y de un tipo de cambio de la libra mantenido, de forma artificial, a un nivel muy depreciado no eran la combinación adecuada para proporcionar la disciplina antiinflacionista buscada en este contexto de fuerte pujanza de la demanda interna y de elevada utilización de la capacidad productiva.

En este sentido, la lección más evidente de la experiencia británica en este período fue, quizá, el hecho de que la mera fijación del tipo de cambio frente a la moneda de un país con una tasa de inflación reducida y estable no es una condición suficiente para garantizar de forma inmediata la

disciplina antiinflacionista buscada. Concretamente, dada la evolución de la economía británica a lo largo de este período, el control de la inflación a través del tipo de cambio debía de contemplarse en un horizonte temporal más dilatado. Por el contrario, el seguimiento de una regla muy rigida de estabilidad de la libra a un tipo de cambio que habr'a de resultar infravalorado supuso una rápida pérdida de la autonomía de la política monetaria, en el sentido de limitar drásticamente el manejo unilateral de los tipos de interés y obligar a aceptar un fuerte crecimiento de las magnitudes

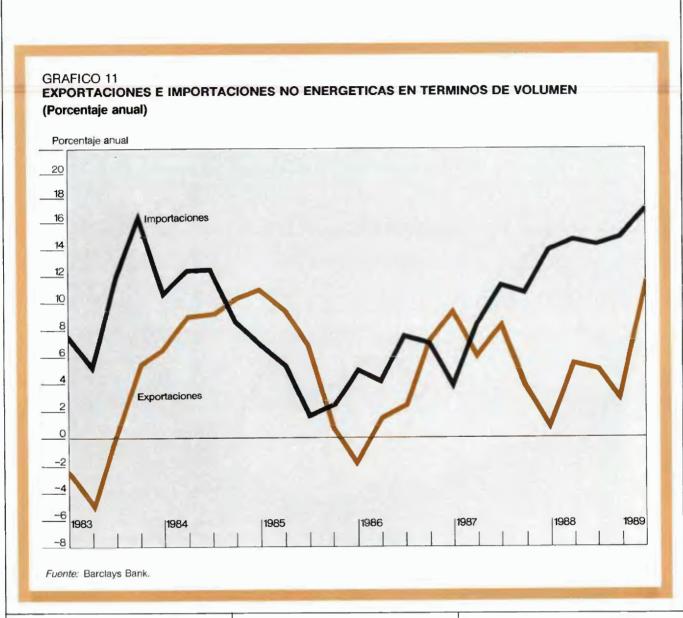


monetarias. La pérdida de autonomía es, con una política fiscal dada, mayor cuanto mayor es el grado de compromiso respecto al objetivo fijado y más inadecuado (por insostenible) es el tipo de cambio elegido inicialmente como referencia.

En definitiva, el grado de adscripción al objetivo del tipo de cambio y lo inadecuado de éste no proporcionaron la disciplina necesaria para evitar una aceleración de la inflación y un fuerte crecimiento de la demanda interna. A su vez, las presiones alcistas sobre la libra esterlina continuaron, a causa de la reducción generalizada de los tipos de interés en la totalidad de los países industrializados después del *crash* bursátil de octubre de 1987. Estas circunstancias determinaron el abandono, desde febrero de 1988, de la estrategia cambiaria descrita, al permitir a la libra esterlina apreciarse más allá de los 3 marcos alemanes y volver a dar prioridad a la consecución de objetivos internos.

## 2. La situación actual: reglas frente a discrecionalidad

En los presupuestos correspondientes a los años 1988 y 1989, las autoridades económicas bri-

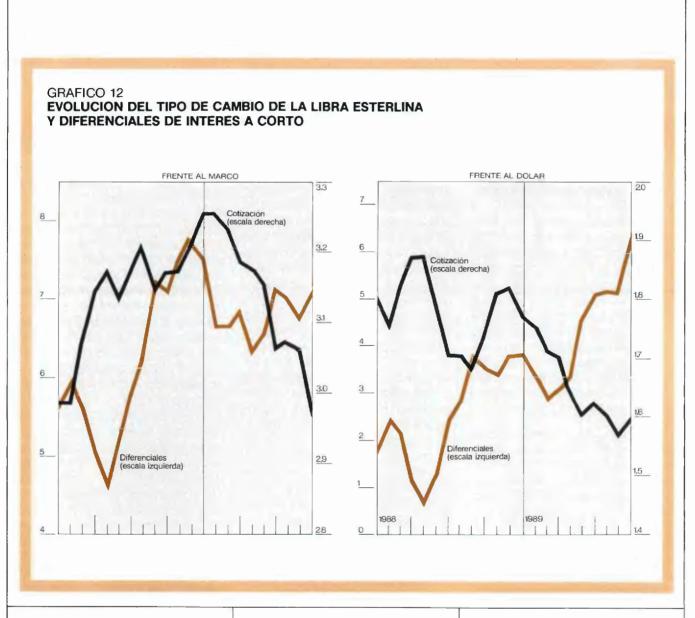


tánicas han venido estableciendo obietivos cuantitativos exclusivamente para M0 y considerando el tipo de cambio, por un lado, como un objetivo modificable y, por otro, como un indicador del carácter restrictivo de la política monetaria. El principal instrumento utilizado continúa siendo el ajuste de los tipos de interés, si bien dirigido en un principio a la consecución de los objetivos internos. Sin embargo, esta estrategia monetaria se enfrenta a numerosas dificultades, derivadas tanto del precario estado en que se encuentra el sistema de con-

trol monetario actual —dados los frecuentes cambios de diseño que se han introducido en los últimos años— como de la existencia de episodios frecuentes de crisis en el tipo de cambio de la libra esterlina.

Así, a pesar de que, a lo largo de 1988, los tipos de interés oficiales se elevaron en 4,5 puntos porcentuales, hasta alcanzar el 13 por 100, y de que la libra esterlina se apreció un 6 por 100 frente al marco alemán, el crecimiento del índice de precios al consumo fue cercano al 7 por

100 a finales de dicho año. Por su parte, la demanda interna creció a tasas del 6,5 por 100 --por encima del producto potencial—, alentada por el gasto de consumo y de inversión, cuyos crecimientos se situaron en el 6,5 y 11,8 por 100, respectivamente. La renta disponible se elevó un punto porcentual, hasta alcanzar un crecimiento del 8,8 por 100, y la tasa de ahorro continuó descendiendo desde el 5,6 por 100 del PIB en 1987 hasta el 4,1 por 100 en 1988. El saldo de la balanza de pagos continuó registrando un fuerte deterioro, hasta alcan-



zar un déficit de 14.600 millones de libras, correspondiente a un crecimiento de las importaciones (en volumen) del 12 por 100, frente a un descenso del 1 por 100 de las exportaciones (gráfico 11). Consecuentemente, la apelación a la financiación exterior reflejó la insuficiencia del ahorro nacional para financiar los proyectos de inversión, a pesar de continuar el esfuerzo ahorrador del sector público, cuya capacidad de financiación se tradujo en un superávit del 0,8 por 100 del PIB.

Un comportamiento muy parecido se ha venido registrando

a lo largo de 1989. A pesar de que los tipos de interés oficiales se encuentran en el 15 por 100, la inflación continúa situándose en tasas cercanas al 7 por 100 y los déficit por cuenta comercial y corriente se estima que habrán alcanzado a finales de 1989 un 4,5 por 100 y un 4,1 por 100 del PIB, respectivamente. Pero lo que, sin duda, presenta el comportamiento más perturbador es la evolución de la libra esterlina. Después de dar por terminada la estrategia de mantenimiento del tipo de cambio de la libra esterlina por debajo de los 3 marcos alemanes, en marzo de 1988, su

evolución ha presentado un comportamiento irregular (gráfico 12). Así, desde marzo de 1988 a diciembre de dicho año, la libra esterlina se ha apreciado un 7,4 por 100 respecto al marco alemán, alentada por los diferenciales de tipos de interés favorables a la colocación de activos denominados en libras y la debilidad presentada por el marco alemán en este período.

Por el contrario, durante los diez primeros meses de 1989, la tendencia mostrada por la libra esterlina ha sido, en términos generales, hacia la depreciación. De hecho, las dos elevaciones de los tipos de interés oficiales en dicho año han sido motivadas, fundamentalmente, por la debilidad de la libra frente al marco alemán, manifestada en una depreciación del 8 por 100 en los diez primeros meses. Este comportamiento del tipo de cambio de la libra esterlina puede poner en peligro la credibilidad de la estrategia antiinflacionista británica y alentar los temores de una brusca recesión. En efecto, la debilidad de la divisa británica impide llevar a cabo ajustes compensatorios en los tipos de interés y de cambio y, de esta forma, puede endurecer, acaso de manera innecesaria, las condiciones monetarias, que de otra forma serían suficientes para garantizar un crecimiento económico más sostenible a medio plazo.

Por otra parte, la evolución de M0 en 1988 y en los diez primeros meses de 1989 se ha situado por encima del límite máximo permitido del 5 por 100, reflejando la pujanza de la demanda interna. Sin embargo, M0 no parece haber proporcionado esta información con el suficiente adelanto, cuestionándose, por tanto, su mantenimiento como objetivo monetario. La inexistencia, en el caso británico, de algún agregado significativo y controlable, junto a la falta de estabilidad del tipo de cambio de la libra esterlina, aparecen como las principales limitaciones de la actual estrategia monetaria británica.

#### IV. CONCLUSIONES

En el caso del Reino Unido, así como en los de otros países, se ha podido observar un deterioro de los esquemas tradicionales de control monetario ante los procesos de innovación y desregulación financiera registrados,

que supusieron una pérdida de confianza en la fiabilidad de los agregados monetarios como indicadores de la evolución de la demanda nominal de bienes y servicios. En el caso inglés, existió además un factor adicional, como fue la abolición de los controles de cambios y sus consecuencias para la liberalización interna de su sistema financiero. Progresivamente, se adoptó una actitud más pragmática respecto a la consecución de los objetivos programados para los agregados monetarios y, a la vista de los efectos registrados en el sector exterior, una mayor consideración respecto al tipo de cambio. En definitiva, a lo largo de estos años se produjeron variaciones en las estrategias monetarias que para algunos países, como el caso de España, supusieron que el tipo de cambio pasase, de ser un mero indicador adicional de las condiciones monetarias existentes, a constituirse en un compromiso formal y público de la política económica, a través de la adscripción de sus monedas al SME.

Por el contrario, el Reino Unido no ha creído conveniente, hasta ahora, incorporar la libra esterlina al mecanismo de disciplina cambiaria del SME. En los años iniciales de esta década, la no adscripción al SME se argumentó por la conveniencia de mantener la independencia necesaria para llevar a cabo la nueva estrategia económica y financiera, así como por evitar la inestabilidad que introduciría la libra esterlina. dado su status de petromoneda. Sin embargo, en fechas más recientes, las razones para retrasar la integración de la libra en el Sistema se basan, en buena parte, en el deseo de no realizar una entrada prematura que recree los problemas que surgieron a raíz del único intento serio que, hasta la fecha, hizo el Reino Unido de acercamiento al SME.

En relación a la experiencia británica de seguir informalmente al marco alemán, en el período comprendido entre marzo de 1987 y febrero de 1988, ésta puso de relieve la importancia que tiene el que el tipo de cambio establecido como referencia inicial sea el adecuado (sostenible). De no ser así, su mantenimiento puede llevar a una agudización de los conflictos entre los objetivos internos y externos, dada la pérdida de autonomía de la política monetaria y la falta de flexibilidad en la regulación de la demanda de una política fiscal destinada a la reasignación de recursos a medio plazo. Con la prioridad del objetivo de tipo de cambio, estos conflictos tienden a resolverse, si no se dan las condiciones salariales y de política fiscal apropiadas, a costa de tener que aceptar costes importantes en términos de producción y empleo, y/o de presiones inflacionistas, que serán mayores cuanto mayor sea el grado de libertad de los movimientos de capitales y menor la variabilidad permitida del tipo de cambio. En el caso del Reino Unido, la subvaloración del tipo de cambio fijado contribuyó, en una parte importante, a la expansión de la demanda interna y a los problemas inflacionistas actuales.

Debe mencionarse, sin embargo, que si bien hay que tener en cuenta las razones esgrimidas por el Reino Unido para retrasar, hasta ahora, la integración de la libra en el mecanismo de disciplina cambiaria, a la luz de su desafortunada experiencia de seguir informalmente al marco, queda claro que no es lo mismo fijar de forma unilateral el tipo de cambio de la libra esterlina frente al marco alemán que adscribirse ple-

namente al SME. Las diferencias vienen dadas por la obligatoriedad de las intervenciones marginales, el acceso a los mecanismos de financiación y, especialmente, por la credibilidad que
otorga dicha adscripción; credibilidad de la que ya se han beneficiado la gran mayoría de los países comunitarios.

#### **NOTAS**

- (\*) Agradezco a José Pérez y, especialmente, a José Viñals todos los comentarios y sugerencias realizados.
- (1) Las definiciones de los diferentes agregados monetarios utilizados en el Reino Unido y citados en el texto son las siguientes:
- Efectivo en manos del público + reservas bancarias en efectivo y en depósitos en el Banco de Inglaterra = Base Monetaria (M0).
- Efectivo en manos del público + depósitos a la vista en libras, devengando o no intereses = M1.
- M1 + todo tipo de depósitos a plazo en libras + certificados de depósito del sector privado en libras + depósitos en libras del sector público = EM3.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- ARTIS, M. J. (1987), Integration in the EMS: the UK debate, Manchester University.
- (1989), «The United Kingdom and the EMS», artículo presentado en la Conferencia sobre el SME en la década de los 90, Atenas, septiembre

BANCO DE INGLATERRA, Boletines trimestrales.

- BEAN, Ch., y SYMON, J. (1989), «Ten years of MrsT», CEPR discussion paper, n.º 316, abril.
- Budd, A. (1989), «What Went Wrong», Barclays Economic Review, mayo.
- DORNBUSCH, R., y RAYARD, E. (eds.) ( ): The performance of British Economy, Oxford University Press.
- Fratiani, M. (1988), «The European Monetary System: How well has it worked?», *Cato Jour*nal, n.º 8.
- GARCÍA ATANCE, S. (1984), «La politica monetaria en el Reino Unido», Banco de España, Documento de Trabajo, 8412.
- GILBODY, P. (1989), UK Monetary System, Oxford University Press.
- LAYARD, R., y NICKELL, S. (1989), CEPR discussion paper, n.º 317, abril.
- Nellis, J. (1984), Britain and the EMS—to be or not to be, Société Universitaire Européenne de Recherches Financières, n.º 454.
- Rojo, L. A. (1988), «Innovaciones financieras y política monetaria», Papeles de Economía Española, n.º 36.
- VIÑALS, J. (1988), «El mercado interior de 1992 y el Sistema Monetario Europeo: perspectivas de futuro», *Boletin Economico*, Banco de España, mayo.
- WALTERS, A. (1986), Britain's Economic Renaissance, Oxford University Press.

#### INTERROGANTES SOBRE LA POLITICA MONETARIA

Ignacio MAULEON

La politica monetaria, en el último año y medio, se ha visto envuelta en una espiral intervencionista, como resultado de la ineficacia relativa de este tipo de medidas y del excesivo énfasis que las autoridades económicas han puesto en ellas. Para entender cómo es posible haber llegado a esta situación, después de unos años de política monetaria relativamente acertada, y para poder evaluarla adecuadamente y presentar una alternativa, es conveniente retroceder al período en que se gestaron las líneas maestras de una política que entró en crisis hace ya cierto tiempo, pero que todavía no se ha abandonado.

#### LAS FASES DE LA POLITICA MONETARIA

Las dos décadas anteriores a 1973 se caracterizaron por un fuerte crecimiento econômico, generalizado mundialmente. La política monetaria en esta epoca se basó en mantener los tipos de interés estables y a un nivel reducido, lo que favoreció el crecimiento económico y creó un marco de certidumbre. Ello implicaba una politica de oferta de dinero pasiva, por la cual los bancos centrales satisfacían las necesidades de liquidez del sector privado, de modo que los tipos de interés se mantuvieran estables. El nivel relativamente reducido de los fluios comerciales internacionales. por comparación al actual, y su estabilidad, permitió el mantenimiento del sistema de tipos de cambio fijos sin necesidad de manipular excesivamente los tipos de interés.

A partir de mediados de los años setenta se inició una nueva etapa en la política monetaria, común a numerosos países desarrollados. El detonante fue el fuerte incremento en los precios de las materias primas, especialmente el petróleo, lo que ocasionó importantes desequilibrios comerciales entre los países productores y los no productores, que se vieron aqudizados por otras causas de origen doméstico en determinados países (por ejemplo, el deficit comercial estadounidense, producto de la inflación resultante de la financiación de la guerra de Vietnam). Simultáneamente, esto desencadenó una inflación mundial realimentada por la indiciación, de hecho, entre salarios y precios, que contribuyo a aumentar los desequilibrios comerciales comentados. La reacción, a grandes rasgos, consistió en permitir la libre fluctuación de los tipos de cambio nominales, lo que se esperaba que ayudaría a resolver los desajustes comerciales y a acomodar las diferentes tasas de inflación nacionales. Así, cualquier variación en la oferta y demanda de una moneda se veria absorbida por variaciones en el tipo de cambio, de modo que las reservas de divisas de ese país no variaban

(el banco central podía controlar la emisión de moneda domestica). Esto aislaba la oferta de dinero de los movimientos exteriores de capital, lo que allanó el camino para el establecimiento de políticas antiinflacionistas basadas en el control de la cantidad de dinero. La implantación práctica de este nuevo diseño de control no estuvo exenta de dificultades, y fue preciso resolver importantes problemas técnicos, como el establecimiento y homogeneización del coeficiente de caja, y la creación y desarrollo del mercado interbancario y del sistema de subastas periódicas de préstamos a corto plazo a la banca privada por parte del banco central. Otros problemas, de indole más económica, que hubo que afrontar fueron la determinación de un agregado monetario como objetivo intermedio y la elección de una variable instrumental para controlarlo (véase Rojo y Pérez, 1977, para un análisis de toda esta problemática en nuestro país).

Los principales supuestos en los que se fundamentaba esta política monetaria eran los siguientes: 1) no es posible influir en el nivel de equilibrio de la actividad real variando la cantidad de dinero; 2) la oferta monetaria determina la demanda nominal y, dado que la oferta real de bienes y servicios es invariable, también determina la tasa de inflación; 3) el papel de la política monetaria debe consistir en favorecer la eficiencia general de los mercados financieros, para lo que debe crear condiciones de estabilidad y certidumbre; ello implica perseguir una política de objetivos claros, estables y conocidos públicamente.

Dado el estancamiento económico del período, esta política cosechó relativos éxitos en el control de la inflación hasta mediados de los ochenta. Pero, simultánea y parcialmente provocados por esta misma política, fueron desarrollándose otros fenómenos que acabarían por ponerla en cuestión, y muy especialmente la innovación financiera y los abultados déficit públicos. El sector financiero privado reaccionó ante los controles de dinero, entre otras causas, creando una amplia gama de instrumentos cuasi-líquidos más altá del control de las autoridades monetarias. La volatilidad de los tipos de interés y de cambio, inducida por el control de la oferta monetaria, fue otro factor importante en la aparición y desarrollo de nuevos productos financieros. Un claro exponente de este fenómeno es el llamado proceso de «titularización» de los mercados de crédito, en virtud del cual los intermediarios financieros tradicionales -fundamentalmente la banca- se transformaban en meros comisionistas que garantizaban la colocación de emisiones de deuda directamente entre los ahorradores finales no financieros. De este modo, los intermediarios no asumían el riesgo derivado de la volatilidad de los tipos de interés.

Los déficit públicos y los problemas derivados de su financiación, por otra parte, contribuyeron también a la creación de nuevos instrumentos financieros, y dificultaron la conducción de políticas restrictivas. Así, la inexistencia de mercados de deuda pública desarrollados obligaba al Tesoro a financiar los déficit, en una primera fase. apelando directamente al Banco de España. Esto presionaba al alza el crecimiento de la cantidad de dinero, que posteriormente se trataba de reducir, en muchas ocasiones, mediante operaciones que equivalian a una emisión de deuda sui generis por parte del Banco de España (por ejemplo, los tramos remunerados del coeficiente de caja, o los certificados de regulación monetaria). Además, y dado que la financiación del déficit se llevaba a cabo con títulos a corto plazo incluidos dentro del agregado de liquidez objeto de control por parte de la autoridad monetaria (pagarés y letras del Tesoro), pero no sujetos a coeficientes, esto dificultaba el control de la oferta de liquidez entendida en sentido amplio. La excesiva variabilidad de los tipos de cambio también mostró sus inconvenientes, por la incertidumbre que de ella se deriva. Esto hizo que, de un modo u otro, se mantuviera como obietivo secundario, frecuentemente, evitar excesivas fluctuaciones en el tipo de

Los fenómenos descritos -innovación financiera, déficit público, restricción exterior- configuraron un marco económico en el que la política monetaria perdió rápidamente efectividad, lo que se reflejaba en errores sistemáticos en los objetivos programados y en los intentos de corrección basados en las continuas redefiniciones de los agregados monetarios, cuyo objetivo era captar la liquidez real del sistema -un concepto, por otra parte, cada vez más elusivo. Comenzo a hacerse patente la perdida de relación entre el agregado de liquidez controlado por la política monetaria y la liquidez real del sistema, y por consiguiente, la desconexión entre la liquidez controlada y la actividad real de la economia. De este modo, las señales transmitidas por los agregados monetários eran cada vez menos interpretables en términos de la evolución de la actividad real subyacente. Esta situación aconsejaba una política basada en satisfacer pasivamente las fluctuaciones, más o menos erraticas, de la demanda de liquidez para impedir que estas perturbaciones, de origen fundamentalmente financiero, se transmitieran a otras magnitudes y sectores y, en particular, a los tipos de interés y al sector real. La solución, más o menos generalizada mundialmente, consistió en sustituir la anterior política por otra basada en el seguimiento de un conjunto amplio de

CUADRO N.º 1					
Año	Objetiva ALP (en porcentaje)	Realizado (en porcentaje)	Error (en porcentaje)		
1986	11	12	9		
1987	8	14	75		
1988	9,5	11	16		
1989	8	(19/12) (*)	(25/50)		

indicadores —no instrumentos ni objetivos—, reales y monetarios, cuyo fin era proporcionar cierta estabilidad financiera que favoreciese el funcionamiento ordenado de los mecanismos de mercado. No se abandonaba completamente el objetivo monetario, pero se intentaba alcanzar a medio plazo y sin poner excesiva presión en los tipos de interés (véase, por ejemplo, Mauleón, 1987). Se pretendía acompañar, asimismo, el relanzamiento económico que comenzó a tener lugar, aunque sin abandonar los objetivos antiinflacionistas; un problema que ya no era tan importante en aquel momento.

Posiblemente, la manifestación límite de este nuevo panorama tuvo lugar en España en la primera mitad de 1987. El desbordamiento espectacular de unos objetivos monetarios erróneamente programados sin tener en cuenta las correlaciones históricas. parcialmente originado en una fuerte expansión económica, generó una respuesta restrictiva por parte de las autoridades. El subsiguiente incremento de los tipos de interes a corto plazo no hizo sino generar una mayor expansión monetaria, a través de la aparición de títulos a corto plazo, y atraer capital exterior que presionaba el tipo de cambio al alza. Ante la imposibilidad de recuperar el control, las autoridades ampliaron el objetivo de ALP, pero sin hacerlo público, lo que añadió más incertidumbre a la situación financiera (véase, Informe Anual 1987, Banco de España). La ruptura de las relaciones económicas tradicionales se manifestó con particular agudeza, en este período, en los casos de la inflación, que creció un 5 por 100, y de la oferta monetaria (ALP), que lo hizo al 14 por 100. A finales de 1987, las autoridades parecieron reconocer la problemática señalada y apostaron por la caída y posterior estabilidad de los tipos de interés, fijando unos objetivos más holgados para el año siguiente, que se pretendian alcanzar de modo más flexible (véase el Informe Anual 1987 citado). En 1988, los objetivos monetarios se cumplieron mejor y los tipos de interes permanecieron mas estables, propiciando un marco de mayor certidumbre financiera. La política monetaria parecía haber girado, en consecuencia, de modo similar a como lo había hecho en numerosos países de la OCDE, y en la dirección correcta (1). Esta segunda etapa, desafortunadamente, duró poco tiempo, dando paso a una nueva fase marcada por un pronunciado giro hacia el intervencionismo generalizado, que se analiza a continuación.

A finales de 1988, el relanzamiento de las economías mundial y doméstica comenzó a crear algunos problemas, que se irian agudizando posteriormente; concretamente, el resurgimiento de la inflación y un creciente desequilibrio comercial. El talante de la política monetaria, quizá condicionado por la pasividad de otro tipo de políticas, giró radicalmente hacia un fuerte intervencionismo, manifestado dramáticamente, a lo largo de 1989, en sucesivos paquetes de medidas monetarias cada vez más duras en la medida en que las anteriores eran inefectivas. Esto nos sitúa en la tercera fase. La política de flexibilidad monetaria y estabilidad de tipos se abandonó definitivamente, y se fijaron unos objetivos para ALP muy restrictivos, e incoherentes con las correlaciones históricas, que finalmente no podrían cumplirse (véase Mauleón, 1989b). De nuevo, la imposibilidad de una politica de objetivos monetarios estrictos se manifestaba con toda crudeza, como muestra el cuadro n.º 1

La política monetaria, por otra parte, recupero el viejo esquema de control de la inflación a través del control de la oferta monetaria, a la vez que añadió otro adicional: el control del nivel de actividad real a través del control de los tipos de interés y, en última instancia, del control del credito (véanse los números del Boletín Económico del Banco de España correspondientes a 1989). La autoridad monetaria no parece haber dado importancia al hecho evidente de que ambas políticas se basan en concepciones radicalmente opuestas sobre la transmisión de los impulsos monetarios. Así, el control de la inflación a través del control de la oferta monetaria se basa en el supuesto de la estabilidad del nivel de actividad, o de su tasa de variación. De este modo, la oferta de dinero, al determinar la demanda nominal de bienes y servicios, y dado que la oferta es fija, determina el nivel de precios y su variación, es decir, la tasa de inflación. El control del nivel de actividad a través del control de los tipos de interes supone, contrariamente al enfoque anterior, que el nivel de actividad no es estable, y que puede ser influido decisivamente por las actuaciones de política económica a través de variaciones en el consumo y en la inversión inducidas por

cambios en los tipos de interés. Es razonable suponer que la realidad se encuentra en algún punto intermedio entre ambos enfoques; pero lo que no es admisible, ni teórica ni prácticamente, es pensar que ambos mecanismos de transmisión actúan con la efectividad que la actual política monetaria les atribuye.

La situación terminó de complicarse con la entrada en el SME, lo que estableció, definitivamente, el condicionamiento de la restricción exterior, al introducir un nuevo objetivo monetario: el tipo de cambio nominal. Como es sabido, en una economía con fluios comerciales exteriores importantes, y en un contexto de movilidad transnacional de capitales, esto supone perder otro grado de libertad, ya que el tipo de interés debe subordinarse al objetivo de asegurar unos flujos de capitales que permitan compensar eventuales desequilibrios de la balanza comercial por cuenta corriente, y facilitar así la estabilidad del tipo de cambio nominal. Ante la evidente pérdida de efectividad de la política monetaria -debido a la innovación financiera y a la restricción exterior- y la ampliación de objetivos -tasa de inflación y actividad real-, se produjo una proliferación de medidas intervencionistas, entre las cuales cabe citar la ampliación indiscriminada de los ALP a activos cuya liquidez es altamente discutible -por ejemplo, las cesiones de activos y las cesiones temporales de deuda pública a largo plazo-, el establecimiento de restricciones a los movimientos exteriores de capital para intentar aislar la oferta de dinero doméstica, la ampliación de coeficientes -incluida la reciente pseudo-eliminación del coeficiente de caja en su tramo remunerado—, la introducción de rígidos limites individuales a la expansión del crédito, e incluso un intento de control de los tipos de interés en los mercados monetarios mediante recomendaciones (a finales del verano de 1989, concretamente). A este panorama se ha sumado la fijación de un objetivo monetario para 1990 del 8 por 100. que rompe todas las correlaciones históricas entre precios, renta y cantidad de di-

#### SUGERENCIAS FINALES

Posiblemente, el origen de esta nueva orientación, marcadamente intervencionista, de la política monetaria reside en un intento de obtener aparentes exitos a corto plazo dirigido a los efectos más que a las causas de los problemas. Así, el aparente control de los ALP, que es plausible que se consiga, se ha obtenido a costa de romper la escasa relación que este agregado mantenía con la actividad real, al interferir en los mecanismos de mercado. La política monetaria confunde objetivos e instrumentos, al presentar como un exito el control del instrumento, ALP, cuando éste ha perdido todo significado y relación con los objetivos últimos (precios o renta). De forma similar, se trata de combatir el déficit exterior y la inflación presionando a la baja la demanda, en lugar de favorecer la expansión de la capacidad productiva de la economía, causa última de los desequilibrios mencionados.

Las consecuencias de esta política son ambiguas: aparentemente están obteniéndose algunos exitos parciales, pero no parece que se hayan sopesado adecuadamente sus costes, quizá porque se marrifestarán, más bien, a medio plazo. Entre ellos podemos señalar: a) la definitiva pérdida de significación de los agregados monetarios, dramáticamente manifestada en el primer semestre de 1989 con un crecimiento escaso de los ALP, mientras que la economía real y los precios siguen sin verse apreciablemente afectados; b) la transmisión de señales confusas a los mercados, con el subsiguiente incremento de la incertidumbre; una consecuencia de este hecho es la paralización de los mercados secundarios de deuda pública, lo que, a su vez, está dificultando el despegue de los incipientes mercados de futuros y opciones y la financiación del déficit público mediante emisiones a largo plazo; c) interferencias en los mecanismos de mercado, particularmente acentuadas con la introducción de restricciones individuales a la expansion del crédito; d) efectos reales no graduables, obtenidos via racionamiento de recursos, en lugar de ajustes vía precios; las empresas más innovadoras, pero con acceso restringido a los mercados de crédito, y los nuevos proyectos de inversión son, probablemente, los más perjudicados. En definitiva, profundas alteraciones en el funcionamiento de los mecanismos de mercado que afectan tanto al sector financiero como al real. Es evidente que por esta vía la política monetaria si tiene efectos reales, y muy restrictivos ciertamente; pero también es evidente que esos efectos no operan a través de los mecanismos de mercado, y que, por tanto, no son graduables, e incluso pueden llegar a ser preocupantes, especialmente desde el punto de vista de la eficiencia del sistema a medio plazo.

Todavia no está claro hasta que punto la pujanza de la economía privada podrá resistir los embates de esta política -- por ejemplo, a través de la creación de nuevos instrumentos financieros, como los pagarés forales, el crédito interempresas, etc.. si la autoridad monetaria reaccionará con nuevos paquetes de medidas, dentro de la espiral intervencionista en la que se encuentra. De lo que no cabe duda es de las posibilidades del sector privado para crear activos financieros al margen de los circuitos controlados por la autoridad monetaria, e incluso al margen del sistema financiero. Buen ejemplo de esta afirmación es el reciente avance en las cifras de emisiones de pagarés de empresa. Es interesante insistir, además, que en la medida en que estos pagarés sean colocados entre ahorradores finales, no se crea liquidez nueva en el sistema. Pero cuando son utilizados como una via para instrumentar el crédito interempresas --por ejemplo, una empresa puede pagar a otra con pagarés, en lugar de al contado, y obtener crédito de esta forma-, sí suponen creación neta de activos financieros, y bastante líquidos. Desde el punto de vista agregado del balance del sector privado no financiero en su conjunto, estas posiciones se cancelan y el balance final no se ve afectado. Pero es obvio que estos instrumentos suponen una creación importante de liquidez, que desaparece del análisis contable convencional debido, exclusivamente, a que, en condiciones normales, la liquidez es creada por el sistema financiero, y así aparece reflejada en su balance agregado. También debe observarse que las exigencias de información a la CNMV sobre emisiones de pagarés no son demasiado exhaustivas, lo que hace suponer que el crecimiento real de estos instrumentos es mayor que el observado.

En todo caso, parece que el diagnóstico y tratamiento de los problemas económicos debería orientarse a sus causas, y concretamente a la insuficiencia del equipo capital de la economía española, tanto en volumen como en calidad. Es evidente que ésta es la otra cara del exceso de demanda, va que éste es siempre relativo a la capacidad de oferta. Así, mantener el ritmo inversor del sector privado se perfila como el objetivo prioritario de la situación actual. Esto permitiria reducir el desfase con el nivel de demanda y, por consiguiente, contribuir a reducir el déficit exterior. También parece ser cierto, según recientes investigaciones econométricas, que la capacidad exportadora depende decisivamente de la productividad del capital, y no a la inversa (Kunst y Marín, 1989). Lo que estos resultados indican es que el camino para incrementar las exportaciones es, precisamente, mejorar la calidad del equipo capital de una economía. De este modo, las exportaciones no son un factor exógeno que depende exclusivamente de la evolución de las economías exteriores, y pueden incrementarse a medio plazo si se mantiene el ritmo inversor privado. La insuficiencia del equipo capital es, además, otra causa de un grave desequilibrio de la economia española que, curiosamente, ha desaparecido del análisis monetario oficial: el desempleo. Insistir en el exceso de demanda como causa de los problemas es, por tanto, sólo una parte de la verdad: el incremento en los pasivos financieros del sector privado no se debe tanto a una reducción del ahorro, provocada por la expansión del consumo, como al crecimiento de la inversión real. Y esto es especialmente cierto si dejamos de considerar la adquisición de viviendas como gastos de consumo, criterio seguido por varias instancias oficiales.

La política monetaria puede ser efectiva, pero sólo en sentido restrictivo y perturbando el funcionamiento de los mecanismos de mercado. Una alternativa más de seable para esta política le asignaria un papel secundario, cuyo objetivo primordial seria tratar de atemperar las perturbaciones financieras (favoreciendo la estabilidad del tipo de cambio y de los tipos de interês) y

crear un entorno sin incertidumbres, lo que ayudaría a un desenvolvimiento ordenado de la actividad financiera; y ello sin interferir excesivamente en el sector real (es precisamente esto, y no una politica monetaria expansiva, lo que se propone aquí). Una adecuada combinación de esta política con otras políticas macroeconómicas—fiscales principalmente— y microeconómicas, destinadas a incrementar la competitividad de nuestra economía, parece ser la única alternativa razonable a la situación actual.

No es éste el lugar para realizar una propuesta completa sobre el contenido específico de estas políticas alternativas, que, por otra parte, han sido expuestas por numerosos expertos a través de los medios adecuados. Algunas observaciones, sin embargo, pueden ser especialmente relevantes en relación a lo aquí tratado. En primer lugar, la reducción del déficit público en los últimos años ha sido debida, en gran medida, a la bonanza económica, que ha permitido eliminar las pérdidas de las empresas públicas y reducir los gastos del Estado por transferencias a la seguridad social en concepto de jubilaciones y desempleo. Si se toma como medida de una política fiscal expansiva el porcentaje del deficit público sobre el PIB, parece claro, de acuerdo con el razonamiento expuesto, que la vía para reducir esta proporción es incrementar el nivel de actividad. En cualquier caso, el objetivo de reducción del deficit público sique siendo importante, y una vía clave para alcanzarlo es la indicada, que, por otra parte, está en contradicción con las propuestas de «enfriamiento de la economía». En segundo lugar, una forma de hacer política microeconómica efectiva es aumentar la productividad del capital, y esto se consigue, como es natural, si la inversión privada mantiene un elevado ritmo.

#### NOTA

(1) En Mauleon (1989a) puede verse un análisis, desarrollado y entroncado en la teoría monetaria, de los motivos que pueden justificar la política de esta fase y de las causas de la crisis de la anterior.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

BANCO DE ESPAÑA (1987), Informe Anual.

- (1989), Boletin Económico (varios números).
- Kunst, R., y Marin, D. (1989): "On exports and productivity", Review of Economics and Statistics
- MAULEON, I. (1987), «La demarida de ALP: una estimación provisional», Boletín Económico del Banco de España, octubre.
- (1989a), Oferta y demanda de dinero: teoria y evidencia empírica, Alianza Economia y Finanzas. Madrid.
- (1989b), «Los objetivos monetarios para 1989», Boletín Económico, Información Comercial Española.
- ROJO, L. A., y PEREZ, J. (1977), «La política monetaria en España: objetivos e instrumentos», Servicio de Estudios del Banco de España, Estudios económicos. 10.

#### POLITICA PRESUPUESTARIA Y MERCADO UNICO

José Manuel GONZALEZ-PARAMO

Cuando una economia permanece relativamente cerrada al exterior, las autoridades disponen de un amplio margen para ajustar sus instrumentos de política económica a las necesidades derivadas de los objetivos internos. La apertura progresiva de las fronteras a los movimientos de bienes y factores de producción obliga a redefinir los papeles de las distintas políticas de acuerdo con las nuevas restricciones en las que se enmarca la competitividad exterior.

En el horizonte de 1993, las nuevas reglas del juego a las que la política económica deberá ajustarse son, esencialmente, las que se derivan de una amplia liberalización en los ámbitos comercial, financiero y de movimientos de factores productivos, en un contexto de estabilidad cambiaria creciente. El éxito de la economía española en su adaptación a estas exigencias vendrá determinado por su capacidad para mantener el proceso inversor y asegurar su financiación estable, preservando asimismo el crecimiento del empleo. La contribución de la política presupuestaria al logro de estas metas deberá buscarse en tres frentes estrechamente relacionados entre si: coordinación con la política monetaria, fomento del ahorro nacional y estimulo de la competitividad de la economía

El compromiso de estabilidad cambiaria adquirido por las autoridades al incorporar la peseta al SME en junio de 1989, unido a la futura eliminación de los controles de capitales, acentúa tanto la importancia de la política fiscal en el diseño de la política macroeconómica como la necesidad de coordinación de las variables presupuestarias y monetarias. En una economía pequeña

con tipo de cambio fijo, un aumento en la movilidad internacional de capitales resta eficacia e independencia a la política monetaria y aumenta la efectividad de la politica fiscal. Si la autoridad desea frenar el ritmo de actividad mediante contracciones monetarias, la elevación de los tipos de interés que tiende a producirse atrae capitales extranjeros, lo que provoca presiones alcistas sobre el tipo de cambio que forzaran al banco emisor a vender divisas, contrarrestándose así la restricción monetaria inicial. Una expansión presupuestaria elevará la demanda y los tipos de interés, atrayendo capitales externos y obligando a las autoridades a frenar la apreciación de la moneda mediante aumentos de la cantidad de di-

El desarrollo de una política monetaria independiente, orientada a metas de inflación y de tipo de cambio, requiere de la colaboración de la politica fiscal. De no darse esta, la introducción de controles de capital o el abandono de la estabilidad cambiaria seran inevitables. Pese a que todavia existen notables restricciones a la movilidad de capitales y a que el SME admite cierta flexibilidad del tipo de cambio en el corto plazo, el mantenimiento de las medidas restrictivas de movilidad introducidas con carácter transitorio en 1989 es refleio de que las tensiones creadas por la política fiscal expansiva desarrollada en 1988 y primer semestre de 1989 no han desaparecido.

La necesidad de coordinar adecuadamente las políticas monetaria y presupuestaria viene reforzada por el papel de las expectativas. Mientras que el tipo de cambio no sea irrevocablemente fijo, una expansión fiscal sostenida puede ser evaluada como incompatible con la estrategia antiinflacionista, en la medida en que más déficit hoy sea interpretado como más ingresos públicos -fiscales e inflacionarios- mañana. Con plena movilidad de capitales, esta expectativa podría traer consigo un endurecimiento de la restricción exterior («huida» de bases impositivas y menores entradas de capital) y una pérdida de credibilidad de los objetivos de inflación. Como resultado, el componente disciplinario del ingreso en el SME perdería parte de su fuerza, e incluso la propia efectividad de la politica presupuestaria a corto plazo resultaría notablemente mermada. A esta reducción de la eficacia que el modelo teórico simple atribuye a la politica fiscal, debe añadirse, como factor debilitador, el desmantelamiento arancelario, que filtrará hacia el exterior una fracción creciente de los impulsos presupuestarios.

La progresiva reducción del déficit estructural y la eliminación de elementos de laxitud presupuestaria son tareas prioritarias de la política económica, y como tales han sido incorporadas a los Presupuestos del Estado para 1990. Del rigor con el que se desarrollen depende tanto la credibilidad de la lucha antiinflacionista, encaminada a mantener la competitividad exterior, como la ganancia de márgenes de flexibilidad frente a shocks futuros que requieran de intervención presupuestaria. El éxito de la adaptación a 1993 reclamara esfuerzos sostenidos, ya que con la rebaja de la inflación se reducirán los ingresos del impuesto inflacionario, y con la reducción del coeficiente de caja descenderá el impuesto implicito de los coeficientes bancarios. Tanto el reforzamiento de los ingresos públicos como, sobre todo, la contención de los gastos, son elementos necesarios para la estabilidad econômica a medio plazo.

Sostener y financiar el esfuerzo inversor de la economia de forma estable recomienda no confiar excesivamente en la continuidad de los flujos de capital provenientes del exterior, ya que la disponibilidad de ahorro externo es relativamente vulnerable ante cambios en las expectativas de rendimiento, cambios que pueden producirse por causas poco previsibles e independientes de la política económica nacional. El aumento progresivo de la capacidad de financiación de la economía reclama la adopción de medidas de fomento del ahorro nacional. Desde 1983, la tasa de ahorro nacional no ha dejado de crecer. En esta tendencia, sin embargo, han estado presentes dos rasgos que han movido a cierta preocupación. En primer término, a partir de 1986, precisamente cuando se desata un intenso proceso de formación de capital que ha incrementado la tasa de inversión nacional en más de seis puntos del PIB en un trienio, se reduce el ritmo de aumento de la tasa de ahorro, que apenas crece en dos puntos. Como consecuencia, la apelación de la economía al ahorro externo ha crecido aceleradamente. Por otra parte, el aumento de la tasa de ahorro nacional ha sido posible, a pesar del descenso experimentado por el ahorro privado, merced al papel compensador jugado por el ahorro público.

No es razonable apostar por un catalogo de medidas de estimulo del ahorro nacional sin responder previamente a dos cuestiones: ¿cuáles son los principales determinantes de la evolución reciente de los distintos componentes del ahorro?, y ¿en que medida tenderán a compensarse entre si ahorro público y ahorro privado ante medidas presupuestarias alternativas? Aunque la discusión detenida de ambos interrogantes supera las pretensiones de esta nota, la evidencia disponible permite apuntar algunas consideraciones. Con respecto a la primera cuestión, la caída del ahorro privado parece haber respondido al fuerte aumento de la presión fiscal directa (3,6 puntos del PIB desde 1986), a la suavización de las restricciones de liquidez que tradicionalmente han limitado el endeudamiento de familias y empresas, y a los efectos riqueza derivados del boom inmobiliario y bursatil, entre otros factores. La recuperación del ahorro público, por su parte, es atribuible tanto a la política de saneamiento del sector público desarrollada en los años 1986 y 1987 —basada en aumentos de la presión fiscal y en la contención del gasto— como a la pujanza del crecimiento económico, con respecto al cual el ahorro público se comporta prociclicamente. Por lo que se refiere a la sustituibilidad entre ahorro privado y ahorro público, ésta parece existir, aunque su magnitud es función de la variable presupuestaria empleada para aumentar el ahorro público. Así, la disminución compensatoria del ahorro privado es máxima cuando aumenta la presión fiscal directa, resulta menos acusada ante reducciones del consumo público y es mínima al reducirse las subvenciones y transferencias al sector privado.

A la luz de estas consideraciones, es evidente que la politica presupuestaria puede jugar un destacado papel en la recuperación del ahorro nacional actuando sobre los determinantes de sus componentes público y privado. Con respecto a este último, una reducción de la presión fiscal directa, compensada con mayores impuestos sobre el consumo, puede tener efectos favorables. Este reajuste de la factura impositiva es, asimismo, coherente con la necesidad de eliminar elementos de arbitraje fiscal en una Europa con movilidad de capitales, si bien esta tarea requerira algo más que meras reducciones de tributación efectiva. El aumento del ahorro público cuenta con la reducción de los gastos fiscales, así como de los subsidios y transferencias a empresas, como principal punto de apoyo, sin olvidar los márgenes que ofrecen las mejoras de gestión (reducción del fraude, tanto en el pago de impuestos como en el disfrute de transferencias) y el aumento de la racionalidad en los gastos de consumo e inversión. La experiencia del periodo 1986-1989, durante el cual el gasto público podría haberse reducido adicionalmente en 2,6 puntos del PIB si se hubiese aprovechado el mero impulso coyuntural (OCDE, Economic Outlook, 46, diciembre 1989), constituye una llamada de atención a las actitudes excesivamente optimistas acerca de la supuesta controlabilidad a corto plazo del ahorro público. Sólo una política continuada de consolidación presupuestaria que se oriente a la contención del gasto puede alcanzar los efectos apetecidos. El enfriamiento de la economia requerirá esfuerzos adicionales, va que los incrementos recaudatorios automáticos perderán el dinamismo mostrado en el pasado.

Junto a una adecuada mezcla de politicas fiscal y de rentas, que contribuyan tanto a moderar los costes unitarios como a evitar la «deslocalización» del ahorro, la política presupuestaria puede constituir un estímulo a la competitividad de la economia si la contención global del gasto es acompañada por una reestructuración del mismo en favor de los gastos de capital social. Estos gastos -- infraestructuras, educación y sanidad- son los que tienen una incidencia más positiva v directa sobre el potencial de crecimiento de la economía. Desafortunadamente, es precisamente en estas áreas de actuación pública donde las carencias de España con respecto a la media de paises de la CEE son más acusadas, lo que condiciona muy negativamente la competitividad de nuestra economia ante la eliminación de barreras a los intercambios comerciales y a los movimiento de factores

Los Presupuestos del Estado para los años 1989 y 1990 han incorporado expresamente el objetivo de contribuir a la formación de capital colectivo. Sin embargo, la posibilidad de resolver nuestras perentorias necesidades en este ámbito mediante puros incrementos de gasto tropiezan con restricciones de tipo macroeconómico y social (compromisos sobre prestaciones sociales). De aquí que sea inevitable pensar en estrategias a medio plazo que liberen recursos para su aplicación a este objetivo. La reducción del gasto en subvenciones y beneficios fiscales. la racionalización del gasto en prestaciones sociales, y la utilización más eficaz de los recursos asignados a la inversión pública y a la formación de capital humano vuelven a aparecer como componentes deseables de la política presupuestaria. Una politica presupuestaria constreñida como nunca por restricciones domésticas y externas, y de cuyo acertado diseño depende, en buena medida, el éxito de la convergencia española hacia los estándares europeos en los próximos años.