

LIMITES A LA AUTONOMIA DE LA POLITICA MONETARIA ESPANOLA: LA EXPERIENCIA RECIENTE

La creciente interdependencia económica entre los países ha restringido seriamente el margen de actuación de las políticas económicas nacionales. Este proceso ha sido especialmente acusado en Europa como consecuencia del avance hacia la unión monetaria. En este artículo, **José Luis Malo de Molina** examina la experiencia española reciente desde la perspectiva de la cada vez más limitada autonomía de su política monetaria. Para ello, tras describir lo que han significado los sucesivos pasos de nuestra integración comunitaria —incorporación a la CEE, entrada de la peseta en el SME— analiza tanto los condicionamientos y diseño de nuestra política monetaria para 1991 como su instrumentación y resultados. Concluye el autor con un apartado sobre la peseta y la «paradoja de los tipos de interés» (*).

lo que se había esperado para el desenvolvimiento de la actividad económica (Williamson y Miller, 1987).

De hecho, en los últimos años, la estabilidad del tipo de cambio en relación a monedas estables tiende a ser considerada como un requisito imprescindible para la integración económica, y como un poderoso instrumento de disciplina financiera. La experiencia del SME, como factor potenciador de la integración europea y como estímulo para la estabilidad de algunos países que habían mostrado, secularmente, sesgos inflacionistas, ha resultado decisiva para una orientación general de las políticas económicas hacia la estabilidad cambiaria. Esta orientación se ha manifestado, especialmente, en la ampliación del SME con la incorporación de nuevas monedas, en el propio avance hacia la unión monetaria, en la fijación de objetivos de estabilidad para el tipo de cambio con el ecu por parte de un grupo de países no comunitarios, e incluso en la presión creciente hacia la limitación de las fluctuaciones cambiarias entre las diversas zonas de influencia de las monedas más importantes (Giavazzi y Giovannini, 1990).

I. INTEGRACION ECONOMICA Y AUTONOMIA DE LAS POLITICAS ECONOMICAS NACIONALES

INTEGRACION económica y autonomía de la política económica son dos términos, en cierta medida, contradictorios. La evolución de la economía mundial en las últimas décadas se ha caracterizado por una aceleración considerable de los procesos de integración de los flujos comerciales y de capital y de los mercados financieros. En un contexto de integración económica como el actual, los condicionamientos externos imponen ciertos retos, condicionan los objetivos y limitan los instrumentos. La mayor interdependencia económica entre los países ha restringido severamente el margen de actuación disponible

de las políticas económicas nacionales, sobre todo en los de menor dimensión y con escasa presencia en los órganos de decisión y coordinación de la política económica a escala internacional.

A finales de los años setenta y comienzos de los ochenta, en presencia de fuertes desequilibrios inflacionistas y de agudas perturbaciones asimétricas, se pensaba que la libre fluctuación del tipo de cambio proporcionaba un aislamiento suficiente para garantizar la autonomía de las políticas monetarias. Con el paso del tiempo, conforme se fueron reduciendo las tendencias inflacionistas e intensificando las corrientes integradoras, se fue constatando que las propiedades del tipo de cambio flexible no eran tan aislantes como se había supuesto, y que la variabilidad del tipo de cambio resultaba más costosa de

Una vez que los países han ido aceptando la conveniencia de ciertos niveles de estabilidad cambiaria, las restricciones exteriores se han hecho más severas a la hora de definir las políticas económicas nacionales; sobre todo en las áreas caracterizadas por una alta movilidad internacional del capital y por una estrecha integración económica.

Los manuales de macroeconomía suelen plantear estas restricciones en los términos siguientes: cuando existe un régimen de tipo de cambio fijo, los países segui-

dores —es decir, los que no están en condiciones de ejercer el liderazgo— pierden la autonomía en el manejo de la política monetaria.

Sin embargo, la aplicación de este enfoque para interpretar las restricciones bajo las que se desenvuelve la definición de las políticas económicas nacionales requiere algunas matizaciones:

1.º) En el contexto actual, el margen para la elección del régimen del tipo de cambio es muy limitado. Incluso lo es el margen para realizar reajustes de paridades (en su frecuencia e intensidad) dentro de un sistema de tipo de cambio semifijo como es el SME (Artis y Taylor, 1988).

2.º) Los límites a la autonomía no afectan sólo a la política monetaria. Más bien, la confluencia de las restricciones a las fluctuaciones del tipo de cambio con los requisitos de estabilidad a medio y largo plazo impone serias limitaciones a la utilización de otros instrumentos de política económica, cuyo manejo deberá orientarse más decididamente a la consecución de los equilibrios macroeconómicos internos (Masson y Melitz, 1990).

3.º) La pérdida de autonomía de la política monetaria corresponde a un esquema puramente asimétrico, en el que el país líder fija las condiciones monetarias de la zona en función de sus objetivos puramente domésticos. Sin embargo, este esquema ya no se corresponde ni siquiera con el estado actual del SME. El avance hacia la unión monetaria debe suponer, y en alguna medida ya lo está suponiendo, la progresiva sustitución de las reglas de decisión asimétricas por una dirección más concertada de la política monetaria común. Una coordinación más estrecha de las

políticas monetarias nacionales debe abrir la posibilidad de que el tono global de la política monetaria de la zona se defina de acuerdo con las necesidades de estabilidad en su conjunto, teniendo en cuenta, por lo tanto, la situación de todos los países participantes, que deben tener, así, un margen mayor de influencia, siempre que sus políticas se orienten hacia la estabilidad (Frenkel y Goldstein, 1990).

II. LA INTEGRACION ECONOMICA EUROPEA Y LA AUTONOMIA DE LA POLITICA ECONOMICA ESPAÑOLA: LA ENTRADA DE LA PESETA EN EL SME

En los últimos años, las restricciones exteriores están afectando a España con especial intensidad, como consecuencia de la aceleración de la integración europea y de nuestra tardía incorporación a ésta. La participación de España en ese proceso ha sido el principal catalizador de las decisiones de política económica de la última década, y la entrada en el SME ha sido el paso de mayor alcance en esa dirección, así como la decisión con repercusiones más profundas desde el punto de vista de los condicionamientos externos de la política económica española.

Dicha decisión supuso la formalización de las restricciones bajo las que se venía desarrollando la economía española en los años anteriores a ella. En efecto, desde bastante tiempo antes de la entrada de la peseta en el SME, la fluctuación del tipo de cambio estaba sometida a limitaciones efectivas que restringían la autonomía de la política monetaria. Limitaciones que se derivaban de la influencia negativa que se atri-

buía a la excesiva variabilidad del tipo de cambio sobre el desenvolvimiento de la actividad real, sobre la formación de las expectativas, sobre el clima de certidumbre de las decisiones a medio y largo plazo de los agentes económicos y, sobre todo, sobre los flujos de comercio y la especialización de la estructura productiva. Todo lo cual había llevado a las autoridades al seguimiento flexible de ciertos objetivos no oficiales de tipo de cambio (Aríztegui, 1990).

Con anterioridad a 1986, el indicador de tipo de cambio observado por el Banco de España estaba constituido por un índice del tipo de cambio efectivo nominal de la peseta frente a las monedas de los países más desarrollados, convenientemente ponderadas por la importancia de su comercio exterior con España. Sin embargo, excepto en períodos muy concretos, la evolución de este índice no constituyó un mecanismo de reacción de las autoridades económicas. Con la incorporación de España a la CEE, al inicio de 1986, el Banco de España pasó a observar un índice de tipo de cambio efectivo nominal frente a los países comunitarios, excluidos Grecia y Portugal. El comportamiento de este índice fue asumiendo mayor importancia de forma progresiva en las decisiones de política monetaria y en las intervenciones en los mercados de cambios. Razones vinculadas a la forma de operar por parte del Banco de España en este mercado y al funcionamiento del SME, con el marco como moneda dominante, propiciaron que la política cambiaria española tomara como referencia esencial la divisa alemana. Así, formalmente, desde 1988, y hasta la incorporación de la peseta al SME en junio de 1989, la actua-

ción del Banco de España en materia cambiaria se guió por la evolución del tipo de cambio nominal entre la peseta y el marco (Escrivá y Malo de Molina, 1991).

Sin embargo, las limitaciones que se producían, para el diseño de las políticas económicas nacionales y para la toma de decisiones, como consecuencia de la búsqueda de una cierta estabilidad cambiaria no estaban formalizadas, y los agentes económicos no eran plenamente conscientes de ellas, por lo que la economía española se encontraba en una situación poco favorable: estaba sometida a las limitaciones de pertenecer a un área de tipo de cambio fijo, pero no estaba, en cambio, en condiciones de aprovechar las ventajas potenciales de un sistema de estas características.

La alternativa a la entrada en el SME habría sido la de usar el margen de autonomía de la política monetaria, manteniendo la peseta fuera del SME, para aplicar dosis de restricción monetaria superiores, aceptando una apreciación mayor del tipo de cambio (Malo de Molina y Pérez, 1990). Pero esta alternativa no habría conducido, probablemente, a una mejora de la convergencia y habría generado, en cambio, numerosos problemas.

Respecto a la eficacia anti-inflacionista de un esquema de estas características, cabe pensar que su aplicación no habría sido un obstáculo para el mantenimiento de una inflación relativamente elevada en el sector de los bienes y servicios no comerciales, mientras que la presión deflacionista adicional sobre los precios de los bienes comerciales habría sido reducida, por lo que difícilmente habría ayudado a

mejorar sensiblemente el resultado en términos de precios. Paralelamente, al generar expectativas de un mayor margen para la eficacia de la política monetaria, se habría reducido la presión en favor de un mayor protagonismo de la política presupuestaria en las tareas de regulación del equilibrio interno, de forma que los problemas de falta de adecuación que, en los últimos años, ha mostrado la combinación empleada de instrumentos de la política económica se habrían hecho más difíciles de abordar (*Informe Anual 1989* del Banco de España, págs. 33-43).

El seguimiento de unos objetivos monetarios muy restrictivos habría ejercido su influencia contractiva sobre la demanda nacional, con unos efectos sobre su composición interna netamente perjudiciales para la perspectiva de crecimiento a medio plazo y de mejora de la competitividad en unos mercados europeos crecientemente integrados, ya que habría concentrado sus impactos restrictivos sobre la formación bruta del capital y las exportaciones. Las dificultades añadidas al sector exportador se habrían manifestado, en primer lugar, en una reducción de sus cuotas de mercado y en un aumento de las dificultades de la balanza de pagos; pero, al afectar a sus niveles de rentabilidad, habrían terminado teniendo efectos perjudiciales sobre la asignación de recursos a medio plazo, al desplazarlos hacia el sector de bienes y servicios no comerciales, que habría seguido ofreciendo una rentabilidad superior.

Por otra parte, la aplicación de una estrategia anti-inflacionista, apoyada de forma muy importante en la apreciación nominal del tipo de cambio, en presencia de rigideces persistentes en el

mercado de trabajo, habría facilitado el mantenimiento de unos ritmos de crecimiento de los costes interiores incompatibles con la convergencia con la tasa de inflación prevaleciente en el núcleo del sistema, ya que, en esas condiciones, el impacto favorable del tipo de cambio sobre los precios podría haber sido absorbido por un aumento de los salarios, sin trasladarse al núcleo subyacente de la inflación interior.

Por último, bajo esta opción, la inexistencia de límites a las oscilaciones del tipo de cambio habría alimentado las expectativas de posibles depreciaciones futuras, lo que habría afectado negativamente a la formación de los salarios y habría erosionado la credibilidad de la política anti-inflacionista.

En definitiva, todas estas razones habrían hecho muy difícil la aceptación de la variabilidad necesaria del tipo de cambio para poder confiar en una política de control estricto del crecimiento de la liquidez de la economía como eje fundamental, y prácticamente exclusivo, de la convergencia nominal con los países europeos; por lo que, muy probablemente, si la peseta no hubiese entrado en el SME, los conflictos entre los objetivos de estabilidad interior y las restricciones exteriores que se venían registrando desde 1986 se habrían seguido produciendo, aumentando probablemente su intensidad.

En cambio, la formalización de unos compromisos de fijeza cambiaria (con ciertos márgenes de flexibilidad y con la posibilidad de corregir la acumulación de desequilibrios a través de realineamientos, si fuera necesario) aparecía como una alternativa más consistente, que permitía ob-

GRAFICO 1
AGREGADOS MONETARIOS DIVERSOS: T 1/12
(En porcentaje)

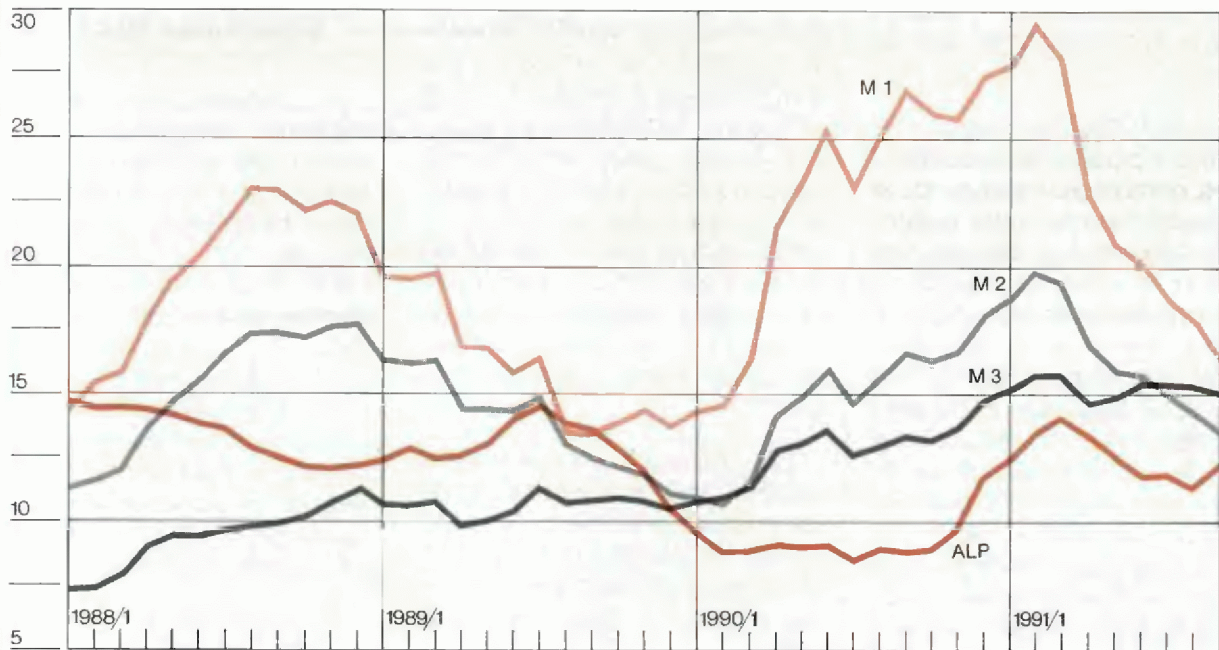
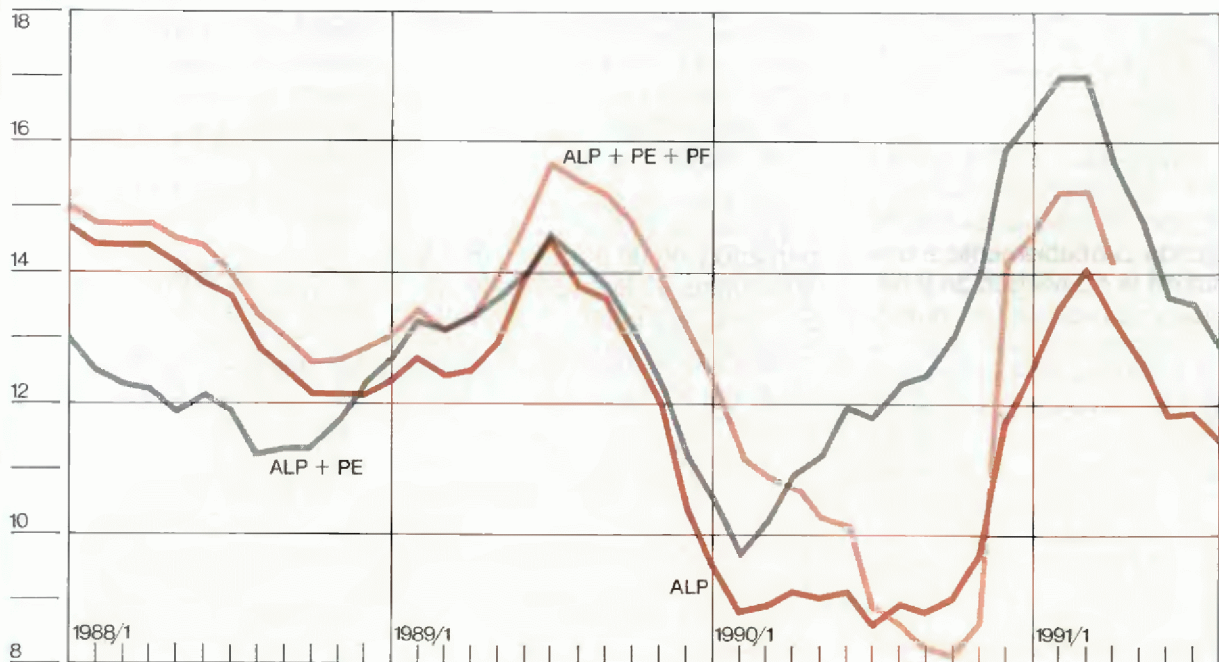


GRAFICO 2
AGREGADOS AMPLIOS DE LIQUIDEZ: T 1/12



ALP: Activos líquidos en manos del público.
 PE: Pagarés de empresa.
 PF: Pagarés forales.

tener los beneficios de credibilidad y de disciplina de un sistema de estas características, y detener los círculos viciosos que en el pasado reciente habían conducido a una tendencia permanente hacia la apreciación del tipo de cambio.

Pero, además, esta opción tenía un componente estratégico muy favorable para el éxito de la integración europea de la economía española, ya que permitía acelerar la transición hacia un nuevo régimen de política económica similar al de los países estables del SME, el cual está basado en los siguientes elementos: prioridad de la estabilidad económica; establecimiento de un marco de certidumbre para las decisiones de medio y largo plazo, que facilite la formación de expectativas con un horizonte de estabilidad de precios, y renuncia al uso del tipo de cambio como instrumento para acomodar la falta de disciplina o de eficiencia, lo que significa que la mejora de la competitividad debe estar basada en la moderación de los costes interiores.

La experiencia de los países que han afrontado este cambio de régimen muestra que dicha transformación lleva tiempo, exige ajustes en la conducta de los agentes y de las instituciones, y comporta fricciones. En definitiva, que es difícil converger hacia la estabilidad desde tasas de inflación más altas con elevada integración económica y financiera, y con tipos de cambio semifijos. Es un cambio muy profundo, cuyo éxito no está asegurado (Guitián, 1987).

La evolución reciente de la política monetaria española se encuadra de lleno dentro de los problemas de un cambio de esta naturaleza, que desbordan el ám-

bito de lo estrictamente monetario y están conectados con las perspectivas de la economía española a medio y largo plazo.

Mientras la economía española esté inmersa en el difícil proceso de convergencia nominal con las economías centroeuropeas, tiene una gran importancia el seguimiento del papel ambivalente que, en cada coyuntura, desempeña la restricción externa como límite para la autonomía de las políticas económicas nacionales, por un lado, y como estímulo de disciplina y credibilidad que favorece el cambio de régimen, por otro.

Las restricciones exteriores pueden impedir la aplicación de las políticas financieras de estabilidad necesarias para converger, como postula la conocida crítica de Walters (1986), o, por el contrario, pueden favorecer un cambio en la conducta de los agentes y de las instituciones en la dirección necesaria para hacer posible el asentamiento de un esquema de funcionamiento económico en el que la estabilidad esté más arraigada (Ungerer y otros, 1986).

Mientras no se alcance la convergencia, la economía se estará desarrollando, como en el filo de una navaja, entre la posibilidad de un círculo vicioso, en el que la restricción exterior actúe como una limitación severa para aplicar las políticas financieras restrictivas necesarias, y la posibilidad de un círculo virtuoso, en el que la estabilidad y la fortaleza del tipo de cambio aceleren el proceso de ajuste y reduzcan sus costes. El análisis de esta cuestión debe ser, sin duda, el elemento central del análisis monetario. Esta es, precisamente, la perspectiva que se adopta en el resto de este artículo a la hora

de analizar la evolución reciente de la política monetaria española.

III. CONDICIONAMIENTOS Y DISEÑO DE LA POLÍTICA MONETARIA PARA 1991

La evolución de la economía española con posterioridad a la entrada en el SME refleja un reforzamiento de los mecanismos anti-inflacionistas, y una reconducción de las expectativas de los agentes en la línea de lo que se esperaba de dicha decisión, a pesar de producirse en una coyuntura especialmente delicada por la persistencia de los impulsos expansivos de la demanda interior, la aparición de un cierto rebrote inflacionista y la rápida tendencia al deterioro del déficit por cuenta corriente.

Durante 1990, las medidas excepcionales adoptadas a mediados de 1989, acompañando al ingreso de la peseta en el SME —que incluían restricciones cuantitativas al crédito y controles de cambios para las entradas de capitales— habían logrado quebrar la tendencia al aumento de la inflación y estabilizar la dimensión relativa del déficit por cuenta corriente.

Sin embargo, el nivel de la tasa de inflación y de los diferenciales con los países del SME, la lentitud de su reducción y el ritmo de crecimiento todavía elevado que mostraba la demanda interior hacían necesario el mantenimiento de la prioridad anti-inflacionista en el diseño de la política económica, y de un tono restrictivo en la regulación de la demanda agregada. Se fijaron unos objetivos cuantitativos estrictos, en el marco de una estrategia global de signo contractivo, con el fin de inducir una reducción apreciable del ritmo de crecimiento

CUADRO N.º 1

**SUPUESTOS INCORPORADOS EN LOS OBJETIVOS MONETARIOS Y RESULTADOS OBSERVADOS
(Tasas de crecimiento)**

	1989		1990		1991
	Observado	Supuesto	Observado	Supuesto	Enero-Agosto Observado (*)
ALP	10,8	6,5-9,5	11,3	7-11	10,9
ALP más pagarés de empresa	11,2		15,6	7,5-9,5	11,4
Crédito interno a administraciones públicas ..	10,9	10	14,4	5,3	3,4
Crédito interno a empresas y familias	17,6	10	10,2	11,1	13,7
Crédito interno a empresas y familias más pa- garés de empresa	18,1		15,0	10,9	14,0

(*) Tasas anualizadas.

del gasto nominal con respecto al registrado el año anterior. Para ALP, se fijó una senda del 7 al 11 por 100, y para ALP más pagarés de empresas, otra más ajustada, entre el 7,5 y el 9,5 por 100, que se basaba en el supuesto de una reducción significativa del volumen alcanzado por el mercado de pagarés de empresa al amparo de las restricciones al crédito. Estos objetivos suponían el mantenimiento de un grado de tensión en los mercados financieros que desalentase un crecimiento excesivo del gasto.

Sin embargo, esta orientación se debía atemperar a la nueva posición cíclica de la economía española, que, tras el ajuste realizado desde mediados de 1989, mostraba una gran diferencia con el cuadro que había presentado durante la fase fuertemente expansiva de los años anteriores.

A comienzos de 1991, la economía española había recorrido un trecho considerable de la fase descendente del ciclo económico. La demanda interna, en términos reales, que en 1989 había crecido 7,8 por 100, en 1990 lo había hecho en 4,6 por 100, y, tanto en los dos últimos trimestres de 1990 como en el primero

de 1991, su ritmo de expansión se había colocado por debajo del crecimiento del producto, esperándose para 1991 una tasa de crecimiento ligeramente inferior al 3 por 100. La inversión en bienes de equipo se había desacelerado bruscamente, hasta el punto de registrar tasas negativas en la segunda mitad de 1990. La posición financiera de las empresas, por su parte, había empezado a verse afectada negativamente por la compresión de los márgenes empresariales que se venía registrando desde la última parte de la fase expansiva, y por el efecto de la elevación de los costes financieros y de las propias limitaciones existentes para la consecución de financiación bancaria.

En estas circunstancias, la definición del tono restrictivo adecuado implicaba, en cualquier caso, una suavización de las condiciones de dureza excepcional que habían estado vigentes en el período precedente, en el que se habían sumado restricciones crediticias, altos tipos de interés y fortaleza del tipo de cambio. La adaptación a la nueva posición cíclica debía hacerse, además, atendiendo a una serie de condi-

cionantes procedentes de los compromisos de integración europea y del entorno económico internacional.

1) Al finalizar 1990, era indispensable poner fin al período transitorio de recurso excepcional al control de los créditos. El establecimiento de estas restricciones había tenido efectos favorables durante el período en que habían estado vigentes: se produjo una desaceleración significativa de los agregados monetarios y crediticios, y, en última instancia, del gasto nominal, y se redujeron sensiblemente las presiones apremiantes que la peseta había estado sufriendo con anterioridad.

Sin embargo, la eficacia de estas medidas, una vez que habían logrado quebrar la tendencia a la aceleración de las magnitudes monetarias, se había mostrado claramente decreciente. Con el paso del tiempo, los agentes económicos pudieron desarrollar mecanismos de obtención de recursos que sorteaban las restricciones establecidas, como muestra la rápida expansión del mercado de pagarés de empresa. En este sentido, la reciente experiencia española de recurso al control del crédito no fue una excepción

GRAFICO 3
CREDITO INTERNO A EMPRESAS Y FAMILIAS: T 1,12
(En porcentaje)

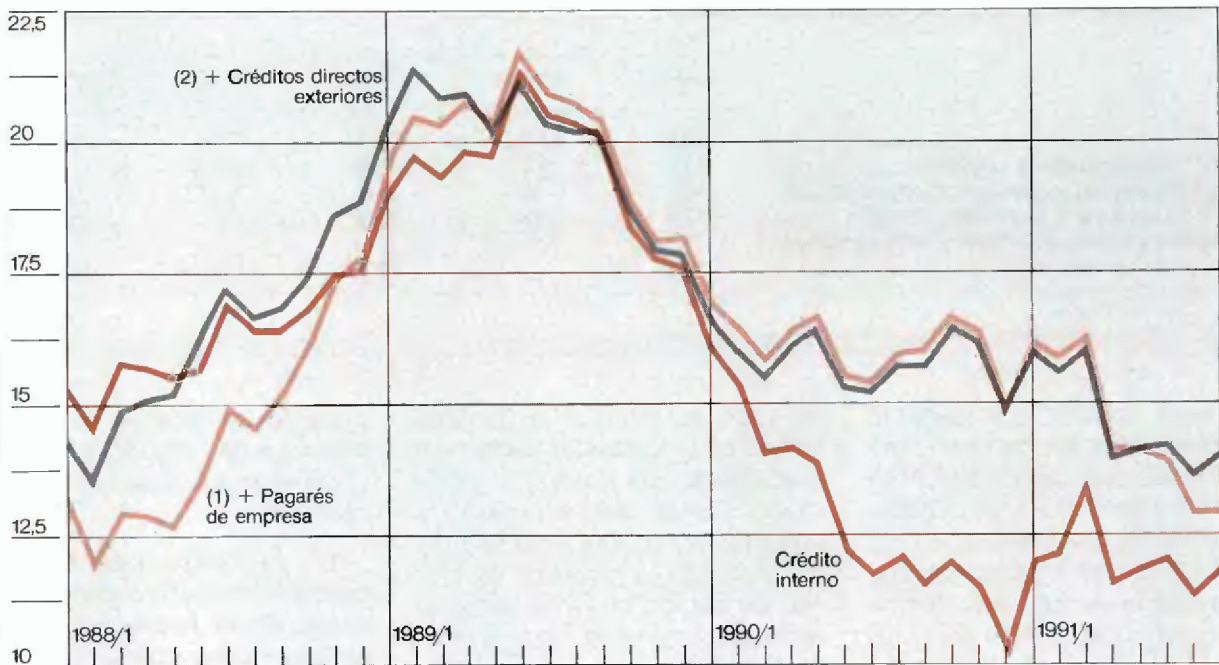
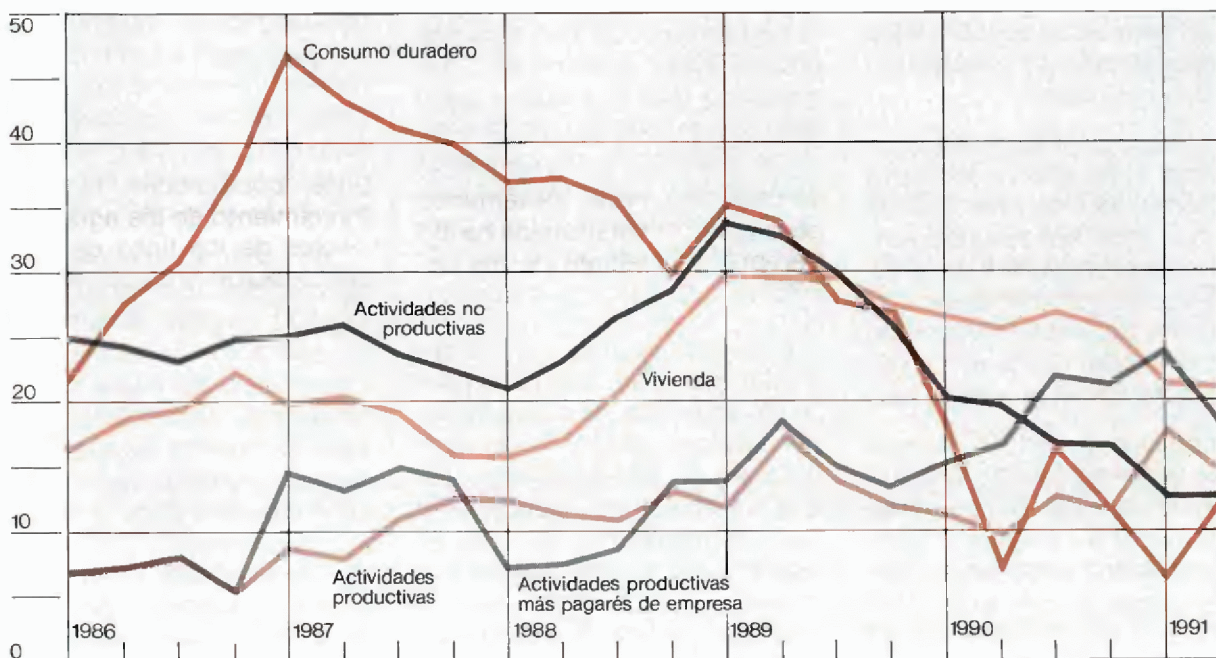


GRAFICO 4
CREDITO POR FINALIDADES. BANCOS Y CAJAS DE AHORROS
(Tasas interanuales)



Fuente: Banco de Espaa.

CUADRO N.º 2

AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS
(Crecimiento acumulado anual y tasas trimestrales anualizadas)

	1989			1990					1991		
	Total	Enero-Julio (c)	Agosto- Diciembre (c)	Total	I T	II T	III T	IV T	I T	II T	Julio-Agosto (c) (p)
ALP	10,8	14,6	5,7	11,3	6,1	17,1	8,7	13,7	16,8	8,5	6,1
ALP + Pagarés de empresa.	11,2	15,0	6,2	15,6	10,8	22,6	12,2	17,0	16,7	9,4	6,9
ALP + Pagarés de empresa + Pagarés forales	13,6	17,1	8,8	13,9	10,5	19,9	9,2	16,3	15,6	—	—
Crédito interno a empresas y familias	17,6	21,7	12,0	10,2	9,4	14,0	11,3	6,0	22,8 (17,2) (a)	8,6	8,6
Crédito interno a empresas y familias + Pagarés de empresa	18,1	21,9	13,0	15,0	15,9	20,0	15,0	9,6	21,8 (17,2) (a)	9,9	9,2
Crédito interno a las admi- nistraciones públicas	10,9	15,5	4,8	14,4	6,3	19,4	17,8	14,6	- 11,5 (b)	15,9	9,8

(a) Los datos entre paréntesis se refieren a la evolución en el periodo diciembre 1990-marzo 1991.

(b) No incluye el incremento de deuda pública en poder de no residentes.

(c) Tasas anualizadas.

(p) Provisional.

Fuente: Banco de España.

dentro de la amplia evidencia internacional disponible sobre la eficacia sólo transitoria de esta técnica de control (Cottarelli y otros, 1986).

Una vez agotada la eficacia transitoria de estas medidas, cobraban mayor importancia las distorsiones crecientes que se derivaban de su persistencia. Distorsiones que se manifestaban en un debilitamiento de las fuerzas de la competencia, en un deterioro del activo de las instituciones financieras, en una reducción de la transparencia del sistema financiero y, finalmente, en una pérdida de contenido informativo de los agregados monetarios. A todo ello, había que añadir que el establecimiento de controles sobre el crédito era una medida heterodoxa que colocaba a la política monetaria española —que contaba con una arraigada tradición de instrumentación basada en procedimientos indirectos, respetuosos con el libre desenvolvimiento de los mercados— ca-

minando en dirección contraria a las orientaciones en las que se basa la coordinación y la armonización de las políticas monetarias en Europa con vistas a la unión monetaria europea, que excluyen, en principio, el recurso a este tipo de medidas.

2) Paralelamente, era necesario seguir avanzando en la liberalización de los movimientos de capital. Aunque, en términos generales, la liberalización ha ido siempre por delante de los calendarios previstos, se habían introducido algunas restricciones sobre las entradas de capital, por coherencia con el control de los créditos interiores y para evitar las tensiones apreciadoras sobre la peseta, cuyo levantamiento no se debía demorar. Especialmente, era importante eliminar el depósito no remunerado del 30 por 100 para el endeudamiento externo de las empresas no financieras. La adopción de esta decisión, que en cualquier caso no debía adelantarse al levantamiento

de los controles crediticios interiores, se presentaba como especialmente delicada, ya que, si no se producía en el momento y las circunstancias adecuadas, podría inducir un fuerte volumen de entradas de capital que impulsaría una presión alcista excesiva sobre la peseta y una expansión indeseable de la liquidez interior. Todo lo cual podría conducir a unas condiciones monetarias (crecimiento de los agregados y niveles de los tipos de interés) contradictorias con la necesidad de enderezar los desequilibrios macroeconómicos.

3) Finalmente, desde el punto de vista de la integración de los mercados financieros, resultaba necesario completar el perfeccionamiento estructural de los mercados de deuda. Las presiones apreciadoras sobre la peseta habían obligado, entre otras cosas, a considerar, hasta entonces, con gran cautela cualquier mejora de estos mercados que hubiese aumentado su atracti-

vo para los no residentes. Sin embargo, un desarrollo de esta naturaleza no debía estar excesivamente constreñido por consideraciones de corto plazo, ya que, para la financiación futura de los déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente y para la plena integración europea de los mercados financieros españoles, reviste gran trascendencia asegurar una presencia permanente de los activos en pesetas en la cartera de los inversores internacionales.

En este marco, las autoridades tomaron un conjunto de decisiones de política financiera, que se pueden sintetizar en torno a los siguientes puntos:

a) Normalización de la instrumentación, que suponía el levantamiento de los controles del crédito y la vuelta a las técnicas de instrumentación habitual, basadas en procedimientos indirectos, consistentes en la regulación de las condiciones de oferta de la liquidez de base del sistema crediticio.

b) Levantamiento del depósito previo del 30 por 100 sobre el endeudamiento exterior de las empresas. Acompañado, posteriormente, de la plena liberalización para residentes de los depósitos en divisas en las instituciones residentes.

c) Perfeccionamiento del mercado de deuda pública, con el desarrollo de una política de alargamiento de los plazos de vencimiento del saldo vivo y el establecimiento de un tratamiento fiscal ventajoso para los no residentes, que favoreciese la competencia con otros títulos públicos emitidos en los mercados europeos.

A los condicionantes para la instrumentación de la política mo-

netaria, derivados de la necesidad de atender estos requerimientos, se habían unido una serie de limitaciones procedentes de las divergencias entre la evolución de la economía española y las de otras economías industrializadas, y muy especialmente de algunas europeas.

La guerra del Golfo tuvo un impacto inflacionista menos acusado de lo esperado; pero, al unirse sus efectos a la propia maduración del ciclo económico, y a algunas transformaciones y perturbaciones que han generado incertidumbre (países del Este, crisis financieras en Japón y EE.UU.), ha agravado la recesión en Estados Unidos, Reino Unido, Francia y otras economías industrializadas. La recesión ha sido más profunda, y la recuperación más lenta, de lo que se esperaba, lo cual ha tenido numerosas repercusiones.

A lo largo de 1990 y comienzos de 1991, se han registrado discrepancias muy marcadas entre los patrones cíclicos de Alemania, Japón y EE.UU., y dentro de la CEE, que han dificultado considerablemente la coordinación de las políticas económicas. Muestra de ello ha sido la falta de acuerdo en la vertiente económica de las reuniones del grupo G-7 y las tensiones que se han registrado en el SME.

La mayoría de los países fueron relajando sus políticas monetarias, con la sola excepción del Bundesbank, que ha mantenido el tono estricto de la política monetaria para contener los riesgos inflacionistas, aunque ello no fue suficiente para evitar algunos períodos de debilidad del marco. La expectativa de recuperación de la economía americana y las tendencias inflacionistas en Alemania, unidas a otros factores po-

líticos y de riesgo sobre las economías europeas, favorecieron una rápida e intensa apreciación del dólar.

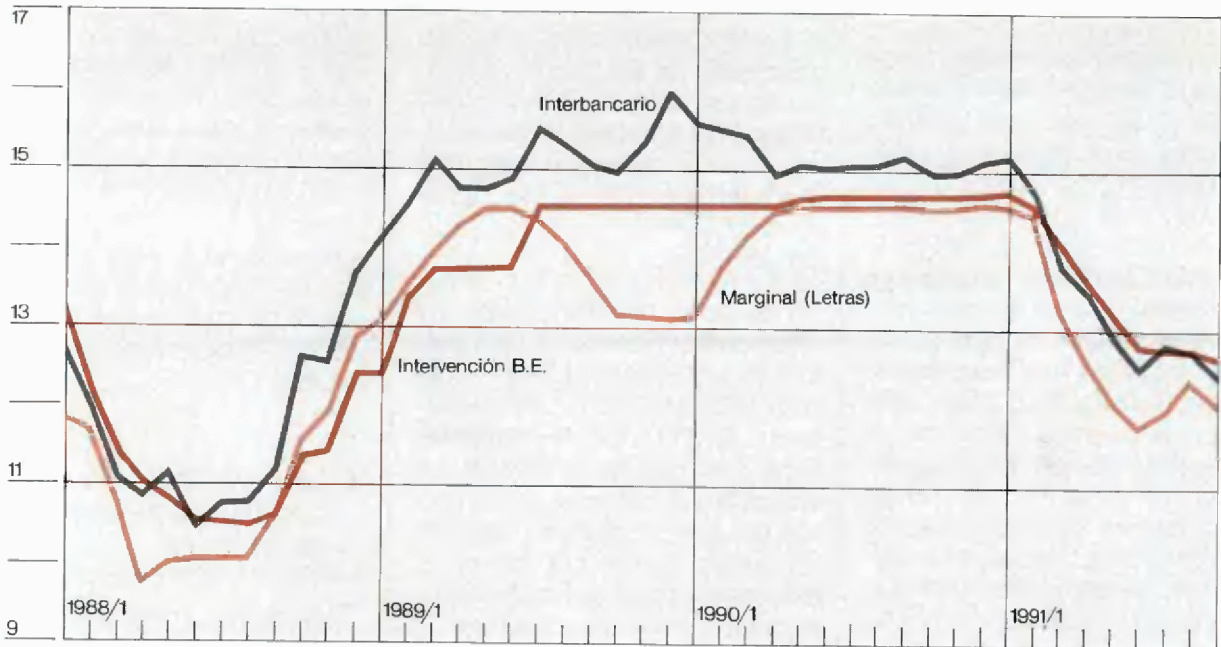
Desde el punto de vista del tema de este artículo, lo que interesa destacar es que todos estos factores, tanto los derivados de los requerimientos del proceso de integración europea como los que se siguen de la evolución cíclica de la economía mundial, confluyeron, ejerciendo una presión exterior hacia la reducción de los tipos de interés en España, y configurando un escenario de numerosas dificultades para garantizar el tono apropiado de la política monetaria.

IV. INSTRUMENTACION Y RESULTADOS

En principio, la instrumentación de la política monetaria adecuada a la coyuntura doméstica requería una reducción gradual y moderada de los tipos de interés, condicionada a la consecución de resultados en el terreno de la desaceleración de los agregados monetarios, el ajuste de la demanda interior y la mejoría de la inflación y del déficit exterior; lo cual suponía, en cualquier caso, el mantenimiento de unos diferenciales de tipos de interés con el exterior elevados.

Sin embargo, el *timing* y la intensidad del ajuste de los tipos de interés se vieron afectados por la restricción exterior impuesta por los compromisos de estabilidad cambiaria, especialmente en los meses de marzo a mayo, en los que la peseta se situó en el límite de máxima apreciación dentro del SME. Los pasos dados hacia la liberalización de los movimientos de capital y la mayor integración de los mercados fi-

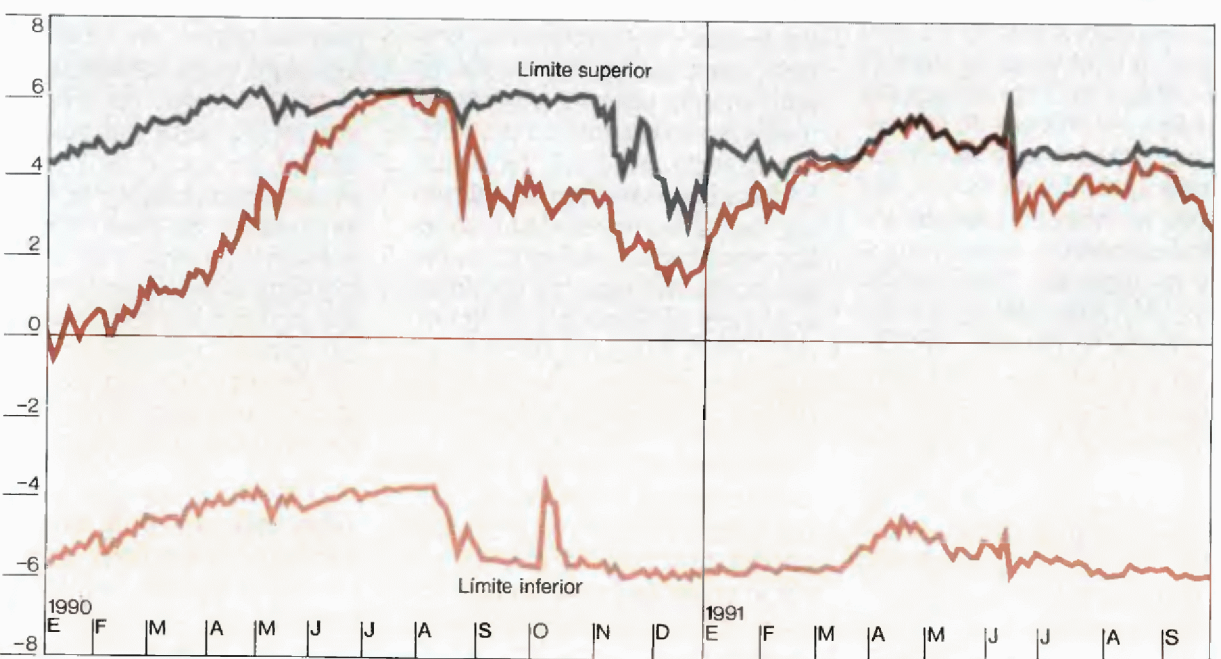
GRAFICO 5
TIPOS DE INTERES: BANCO DE ESPAÑA, LETRAS DEL TESORO Y MERCADO INTERBANCARIO
 Porcentajes



- El tipo de intervención del Banco de España se calcula como sigue:
 - Hasta mayo 1990: subasta de préstamos de regulación monetaria.
 - Después de mayo 1990: subasta de certificados de depósitos del Banco de España.
- Interbancario de depósitos a tres meses.
- Tipo marginal de letras del Tesoro a un año.

Fuente: Banco de España.

GRAFICO 6
LA PESETA EN EL SME. LIMITES SUPERIOR E INFERIOR DE APRECIACION Y DEPRECIACION



nancieros aumentaron la incidencia, en esos meses, de la restricción exterior.

En los primeros meses del año, el comportamiento de los agregados monetarios y crediticios estuvo fuertemente distorsionado por la finalización del período transitorio de recurso a procedimientos excepcionales de control monetario, basados en la aplicación de restricciones cuantitativas directas. Cuando se produce la normalización de los instrumentos de la política monetaria, resulta inevitable una burbuja expansiva de la liquidez que, en parte, es el resultado de simples desplazamientos financieros, pero que, en parte, también refleja la suavización de las condiciones monetarias que implica el levantamiento de las restricciones. Estos efectos empezaron a notarse de manera anticipada en los últimos meses de 1990, cuando los mercados ya tenían la certeza de la vuelta a los procedimientos habituales de control monetario, y se prolongaron durante todo el primer trimestre.

Sin embargo, el mantenimiento de un tono relativamente estricto en la política de tipos de interés se tradujo, en el segundo trimestre, en una desaceleración de los agregados monetarios, una vez que habían sido absorbidos los efectos expansivos sobre la liquidez y la financiación del sector privado derivados del cambio en la forma de instrumentación. Ello parecía indicar una cierta convergencia hacia las tasas de variación que, en la programación de los objetivos monetarios, se juzgaron compatibles con la mejora de las condiciones de estabilidad de la economía, aunque la evolución de los agregados monetarios y crediticios distaba de ser tranquilizadora. Por un lado, en la desaceleración de ALP ha-

bía desempeñado un papel importante la reducción de los tipos de interés de los valores públicos y, por otra, el ritmo de crecimiento de la financiación recibida por el sector privado seguía siendo muy elevado. De hecho, la evolución de los agregados monetarios y crediticios durante la primera parte del verano registró una interrupción de la trayectoria de convergencia con la senda de los objetivos.

Con todo, la articulación de una política monetaria más restrictiva en España que en otros países del SME continuó estimulando la atracción de capitales exteriores, que se vio también favorecida por las reformas estructurales emprendidas en algunos mercados, por el cambio en el tratamiento fiscal de las tenencias de deuda pública de los no residentes y por la propia política del Tesoro, orientada a alargar el plazo medio del saldo de su deuda viva.

Como consecuencia de todos estos factores, la peseta se desenvolvió durante la mayor parte del segundo trimestre en las proximidades del límite de máxima apreciación posible dentro del mecanismo de cambios del SME, registrando algunas tensiones cambiarias frente al franco francés, que experimentaba en aquellos momentos un episodio de debilidad. Estas tensiones obligaron al Banco de España y al Banco de Francia a realizar intervenciones frecuentes y cuantiosas en los mercados de cambios.

El ajuste a la baja de los tipos de interés españoles, que supuso la desaparición de las expectativas de ganancia de capital que habían estimulado las fuertes entradas de los meses anteriores, y la difusión de ciertos rumores infundados sobre la posibilidad de

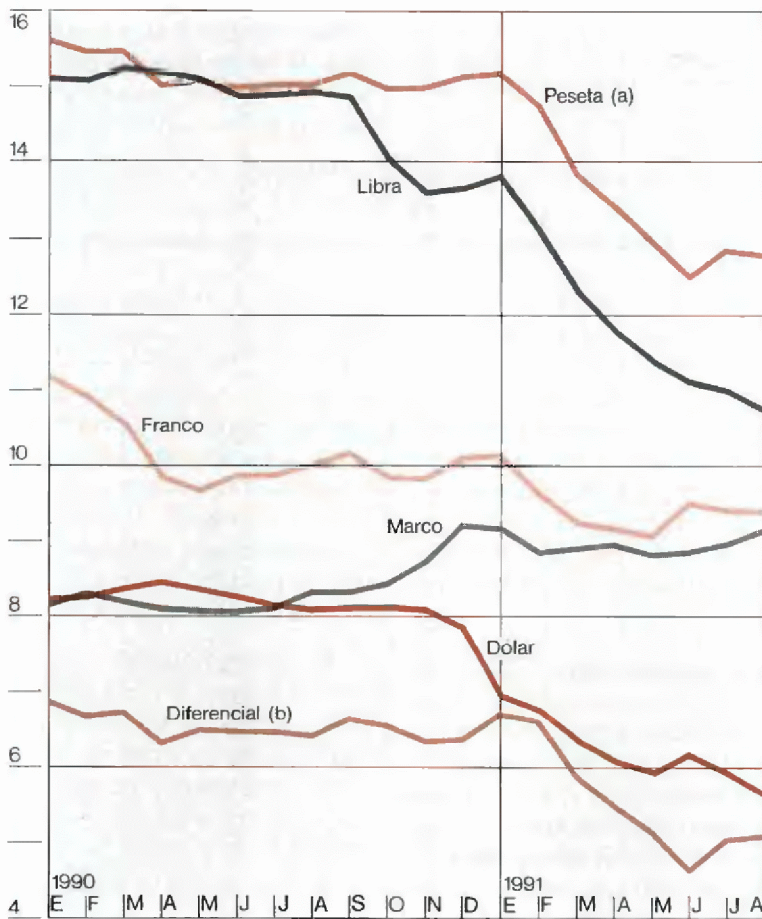
un estrechamiento de la banda de fluctuación de la peseta dentro del SME, terminaron por vencer las presiones apreciadoras de la peseta. Ello, unido a una mayor estabilidad del franco francés, una vez que las autoridades francesas dieron muestras de su disposición a aplicar una política monetaria más rigurosa, propició un movimiento de depreciación de la peseta, a mediados de junio, que puso fin al período de tensiones cambiarias y restauró un mayor margen para el manejo de los instrumentos de la política monetaria.

V. LA PESETA Y LA LLAMADA PARADOJA DE LOS TIPOS DE INTERES

Como se ha visto en el apartado anterior, durante los meses centrales del primer semestre de 1991, el SME estuvo experimentando tensiones, caracterizadas por la proximidad de la peseta al límite superior de la banda de fluctuación y por la proximidad del franco-francés al límite inferior, que obligaron, en ocasiones, a los respectivos bancos centrales a intervenir para reducir la fortaleza de la peseta y reforzar la debilidad del franco. Se manifestó, así, con cierta agudeza, el papel ambivalente que representa para la economía española la restricción impuesta por el sector exterior, en forma de un compromiso de estabilidad cambiaria, como límite para la autonomía de la política económica y como estímulo de disciplina y de credibilidad.

El hecho de que esas tensiones implicasen presiones para el movimiento de los tipos de interés en una dirección contraria a la deseada por las autoridades de cada uno de esos países motivó fricciones y dificultades en la ne-

GRAFICO 7
TIPOS DE INTERES A TRES MESES
EN EL EUROMERCADO Y DIFERENCIAL MEDIO
FRENTE A LA PESETA
(Porcentajes)



(a) Mercado interbancario de depósitos.

(b) Diferencia entre el tipo de interés de la peseta y el tipo medio ponderado de las diferentes monedas.

Fuente: Banco de España.

gencia, mientras que la moneda débil fuese la de un país con un alto nivel de estabilidad, permitía calificar la situación de paradójica, y achacar tales tensiones a la insuficiencia de las políticas de convergencia aplicadas en el país de la moneda fuerte. Tal era el punto de vista francés, para cuyas autoridades la no aplicación de unas políticas adecuadas en España estaba limitando el margen de maniobra para aliviar la intensidad de su recesión mediante una política monetaria más suave.

Esta situación comporta algunos elementos nuevos que merecen cierta reflexión, ya que tiene importantes implicaciones en el terreno de los requisitos de la coordinación de las políticas económicas para la convergencia (véanse: Artus y Dupuy, 1990; Giavazzi y Spaventa, 1990, y Viñals, 1990).

En primer lugar, hay que señalar que, aunque pueda parecer paradójico que una moneda de un país con mayor inflación aparezca transitoriamente como la más fuerte, ello puede ser una consecuencia lógica de los esfuerzos que tiene que hacer dicha economía para converger con los países más estables, moviéndose dentro de los límites establecidos por los compromisos cambiarios del SME. Pertenece a la lógica de un sistema de tipos de cambio cuasi-fijos el que las monedas de los países que tienen que hacer un esfuerzo anti-inflacionista más enérgico puedan mostrar una fortaleza coyuntural superior a la de las monedas más estables, si sus políticas orientadas a la estabilidad gozan de suficiente credibilidad, y que las monedas de las economías más estables puedan mostrar una cierta debilidad coyuntural cuando atraviesan una fase de mayor recesión que el

cesaria coordinación de las políticas monetarias. Al tratarse de un conflicto entre dos monedas, ninguna de las cuales representa el papel de ancla del sistema, el debate se planteó de forma muy abierta y controvertida. Si el conflicto hubiese sido entre un franco débil y un marco fuerte, no habría habido lugar a dudas de

que las autoridades francesas deberían haber subido los tipos de interés para suavizar las tensiones de forma favorable para la estabilidad del área.

En cambio, el hecho de que la moneda fuerte fuese la de un país con mayor tasa de inflación y con mayores problemas de conver-

resto de las economías y desean combatirla con descensos de tipos de interés. En todo caso, lo que está contra la lógica del sistema es que el país cuya moneda se encuentra en el límite de máxima depreciación posible dentro de las bandas pretenda usar la reducción de los tipos de interés como un instrumento para combatir las tendencias recesivas. Los efectos disciplinarios del SME surgen, precisamente, de la certidumbre de los agentes económicos de que las autoridades moverán los tipos de interés en la dirección necesaria para corregir la debilidad de su moneda. Si se elige la dirección contraria, ello puede ser interpretado como una señal de cierta relajación de los compromisos dentro del mecanismo cambiario, lo que puede erosionar la credibilidad adquirida.

En cualquier caso, una situación de estas características plantea problemas en dos áreas diferentes, pero relacionadas entre sí: la definición del tono monetario adecuado en el conjunto de la zona del SME y la de la elección del *policy-mix* apropiado en cada país.

Respecto al primer problema, en el funcionamiento tradicional del SME, la definición del tono monetario del área y la situación de las tensiones cambiarias se abordaban desde un esquema asimétrico puro, en el que el país líder determinaba las condiciones monetarias regulando la oferta de dinero en su economía, y los países seguidores se ajustaban, pasivamente, a aquéllas moviendo los tipos de interés en la dirección requerida para garantizar la estabilidad cambiaria.

Ahora bien, el avance hacia la unión monetaria requiere la introducción de una mayor coor-

dinación de las decisiones, que suponga tomar en consideración las condiciones monetarias del área en su conjunto. En definitiva, la introducción de una mayor simetría.

La toma de decisiones en situaciones de tensión, como las descritas en la llamada paradoja de los tipos de interés, es un caso claro en el que es necesario adoptar una visión y un marco más simétricos. Una solución del conflicto a favor de las posiciones del país más estable (sea éste el país ancla o no) supondría una relajación de las condiciones monetarias del área, que, aunque se ajustase a la posición cíclica del país estable, haría más difícil la convergencia nominal entre los países del SME. Una definición más simétrica de las políticas monetarias supondría, en cambio, tener en cuenta las dificultades de convergencia de los países con mayor inflación.

En el pasado, todo intento de coordinación de políticas o de mayor simetría en las decisiones fue rechazado, porque era visto como una vía para introducir una peligrosa relajación en la política monetaria del país ancla. Sin embargo, en situaciones como la descrita por la paradoja de los tipos de interés, la coordinación estaría claramente guiada por el principio de la mejora en la convergencia hacia tasas bajas de inflación, y libre de toda sospecha, ya que supondría mayor restricción monetaria en la zona.

El principal obstáculo para que la coordinación de las políticas se pueda realizar teniendo en cuenta las dificultades de convergencia de los países con mayor inflación es el temor de los países más estables a que su sacrificio, en términos de menor crecimiento, no sea aprovechado pa-

ra mejorar la convergencia de los países con mayor inflación, sino para que éstos mantengan políticas subóptimas; en particular, temen que ese margen sea aprovechado para seguir usando la política monetaria como principal, si no único, instrumento anti-inflacionista, y para retrasar el ajuste de la política presupuestaria o la necesaria moderación de los salarios nominales.

Por ello, la solución de los problemas planteados por la llamada paradoja de los tipos de interés requiere la adopción de los *policy-mix* apropiados para cada país. Ello significa que la coordinación de las políticas monetarias no puede hacerse sin una valoración global del conjunto de la situación macroeconómica de los países implicados, y que debe tener en cuenta la contribución que corresponde a cada instrumento de la política económica, y no sólo a los monetarios.

En líneas generales, estos son los términos en los que están planteados los ejercicios de coordinación *ex-ante* de las políticas monetarias y de supervisión *ex-post* que están realizando, ya desde el comienzo de la primera fase de la unión monetaria, tanto el Comité de Gobernadores como el Consejo de ministros de economía y finanzas. Ello significa, desde el punto de vista de la política presupuestaria, que no es suficiente atender al cumplimiento de una serie de reglas de disciplina en cuanto a la dimensión del déficit y a su financiación, sino que también es necesario discutir, desde un punto de vista macroeconómico, su adecuación a los requerimientos de convergencia.

NOTA

(*) Artículo elaborado a partir de la conferencia pronunciada en el seminario sobre «Los mercados financieros en España», dirigido por el profesor Fuentes Quintana en el marco de las actividades de la Universidad Internacional Menéndez Pelayo, en su sede de La Coruña, 8 de julio de 1991.

BIBLIOGRAFIA

- ARIZTEGUI, J. (1990), «La política monetaria: un periodo clave», en J. L. García Delgado, *La economía española en la transición y la democracia*, Madrid.
- ARTIS, M. J., y M. P. TAYLOR (1988), «Exchange rates, capital controls and the European Monetary System: Assessing the track record», en F. Giavazzi, S. Micossi y M. Miller (eds.), *The European Monetary System*, Cambridge.
- ARTUS, P., y C. DUPLY (1990), «Can there be a New EMS?», mimeo, Caisse des Dépôts et Consignations, Paris.
- BANCO DE ESPAÑA (1990), *Informe Anual 1989*.
- COTTARELLI, C.; G. GALLI; P. MARULLO, y G. PITTALUGA (1986), «Monetary policy through ceilings on bank lending», *Economic Policy*.
- ESCRIVÁ, J. L., y J. L. MALO DE MOLINA (1991), «La instrumentación de la política monetaria en España en el marco de la integración europea», *Documento de Trabajo*, Banco de España.
- FRENKEL, J., y M. GOLDSTEIN (1990), «Monetary Policy in an emerging European Economic and Monetary Union: Key issues», *IMF Working Papers*, WP/90/73.
- GIAVAZZI, F., y A. GIOVANNINI (1990), *Limiting exchange rate flexibility*, Cambridge.
- GIAVAZZI, G., y L. SPAVENTA, «The New EMS», *CEPR Discussion Paper*.
- GUTIÁN, M. (1987), «The European Monetary System: A balance between rules and discretion». Papel preparado para el Seminario: «El Sistema Monetario Europeo», Madrid.
- MALO DE MOLINA, J. L., y J. PÉREZ (1990), «La política monetaria española en la transición hacia la unión monetaria europea», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, n.º 43.
- MASSON, P. R., y J. MELITZ (1990), «Fiscal policy independence in a European Monetary Union», *IMF Working Papers*, WP/90/24.
- UNGERER, H.; O. EVANS; T. MAYER, y P. YOUNG (1986), «The European Monetary System: recent developments», *IMF Occasional Papers*.
- VINALS, J. (1990), «The EMS, Spain and macroeconomic policy», *CEPR Discussion Paper*.
- WALTERS, A. (1986), *Britain's Economic Renaissance*, Oxford.
- WILLIAMSON, J. M., y M. MILLER (1987), *Targets and indicators: A blueprint for international coordination of economic policy*, Institute for International Economics.