



Universidad de Navarra

Documento de Investigación

DI nº 253

Septiembre, 1993

LA POLITICA MONETARIA ESPAÑOLA:
LECCIONES PARA EL FUTURO

Antonio Argandoña*

* Profesor de Economía IESE

IESE Business School – Universidad de Navarra

Avda. Pearson, 21 – 08034 Barcelona. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43

Camino del Cerro del Águila, 3 (Ctra. de Castilla, km. 5,180 – 28023 Madrid. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

Copyright © 1993 IESE Business School.

LA POLITICA MONETARIA ESPAÑOLA: LECCIONES PARA EL FUTURO

Resumen

En este artículo se explora la experiencia reciente –sobre todo las devaluaciones de la peseta de 1992-1993–, para sugerir algunos medios que mejoren el diseño y la implementación de la política monetaria española, incluyendo la ampliación de los indicadores, para dar cabida a los que muestran la posible inviabilidad a largo plazo del tipo de cambio de la peseta; la inadecuación de la existencia de objetivos múltiples, supuestamente explotados por la introducción de dos objetivos intermedios, uno en términos de tipos de cambio y otro en términos de tasa de variación de un agregado monetario; la necesidad de que el Banco de España entienda la nueva respuesta de los mercados a las acciones de la autoridad monetaria después de la liberalización de movimientos de capitales (febrero de 1992), y la necesidad de ampliar la información que el banco central ofrece al mercado.

LA POLÍTICA MONETARIA ESPAÑOLA: LECCIONES PARA EL FUTURO

La política monetaria española ha experimentado, a lo largo de los últimos años, cambios importantes, al compás de los avances en el conocimiento teórico, de los cambios en el entorno institucional, de la necesidad de coordinar nuestra política con la de nuestros socios de la Comunidad Europea (CE), de los procesos de liberalización, desregulación y regulación, del cambio tecnológico y de las innovaciones en las instituciones, productos y mercados financieros. No es un fenómeno exclusivo de nuestro país, sino que ha dejado su huella en todo el mundo, obligando a revisar los objetivos e instrumentos de la política monetaria y cambiando las relaciones entre la autoridad monetaria y las instituciones y mercados.

Los acontecimientos de los últimos años, desde que la peseta entró en el mecanismo de tipos de cambios del Sistema Monetario Europeo (SME), y especialmente las convulsiones de 1992 y 1993, han servido para entender mejor las posibilidades y las limitaciones de la política monetaria en un mundo de tipos de cambio fijos (dentro de una banda), pero ajustables (más en la teoría que en la práctica), y con libertad de movimientos de capitales (desde febrero de 1992). Ha sido, con todo, un aprendizaje duro, acompañado de incertidumbre, recesión, errores de política y pérdida de credibilidad.

El objeto de este artículo es precisamente sacar algunas conclusiones de los acontecimientos recientes que puedan orientar el planteamiento y la ejecución de la política monetaria en los años que siguen, en lo que será previsiblemente el camino hacia una moneda única (y, por tanto, hacia una política monetaria a nivel europeo), y ayudar a los agentes en los mercados financieros y a los observadores externos a entender las posibilidades y limitaciones de la política monetaria. O mejor, de la política económica en general, porque la primera tesis de mi aportación –nada novedosa, por otro lado– es *que el conjunto de políticas (y no sólo la política fiscal) impone límites a lo que la política monetaria puede lograr, que esos límites son más estrictos de lo que a menudo pensamos*, precisamente porque carecemos de la flexibilidad de los tipos de cambio para adaptarnos a ellos, y que *esas limitaciones deben entenderse de una manera muy amplia*, abarcando políticas que rara vez se dice que deben estar coordinadas con la monetaria.

La política monetaria española en los primeros años noventa

La entrada de la peseta en el mecanismo de tipos de cambio del SME, en junio de 1989, obligó a una mayor coordinación de la política monetaria española con la del resto de países del sistema, especialmente con Alemania, cuya moneda actuaba como ancla nominal del mismo. Tal como la ha explicado el Banco de España, esa coordinación consistió, fundamentalmente, en *la adopción de un nivel (dentro de la banda, pero no especificado previamente) del tipo de cambio nominal de la peseta frente al marco como objetivo último, y en el seguimiento de un tipo de*

*interés a corto plazo como objetivo intermedio (y como principal indicador)*¹, de modo que se mantuviese la paridad de la peseta dentro de la banda fijada.

La existencia de varios objetivos finales e intermedios

¿Significaba esto que nuestra autoridad monetaria renunciaba a la consecución de otros objetivos últimos, dejando que fuese el tipo de cambio de la peseta el que recondujese los demás objetivos potenciales, como la inflación –que ahora pasaría a ser la alemana, al menos tendencialmente y a largo plazo–, o el crecimiento económico? La respuesta, según el planteamiento de nuestra autoridad monetaria, debe ser negativa, porque *la existencia de una banda relativamente ancha ($\pm 6\%$) permitía perseguir un segundo objetivo último*², que el Banco de España estableció en términos del crecimiento del gasto nominal (crecimiento real más inflación)³.

Esto dejaba margen para la fijación de *un segundo objetivo intermedio: el crecimiento de un agregado monetario* (en concreto, los activos líquidos en manos del público, ALP). De este modo, las autoridades españolas, en un intento de reducir el diferencial de inflación, se movieron hacia la zona apreciada de la banda, practicando una política monetaria anunciada como restrictiva, con tipos de interés a corto plazo relativamente elevados⁴.

No obstante, en ese diseño de la política los tipos de interés del mercado interbancario ocupaban la posición principal, en tanto que la evolución de los ALP servía sólo como testimonio de que, dentro de la banda, se decían perseguir objetivos más rigurosos en términos de inflación o de demanda agregada. Y dado que con un único instrumento sólo se puede perseguir un objetivo, está claro que nos encontramos ante dos objetivos sucesivos: cuando se persigue uno se olvida el otro, hasta que éste vuelve a reclamar la atención, en cuyo caso se olvida el primero.

¹ Me parece que es útil seguir empleando la terminología de la política monetaria bietápica –objetivos últimos, objetivos intermedios, variable operativa, instrumentos, indicadores–, aunque el actual planteamiento de nuestra política monetaria sólo es bietápico en un sentido amplio.

² Cfr. Escrivá, J. L., «Tendencias básicas en la fijación e instrumentación de los objetivos monetarios», *Papeles de Economía Española*, 43, 1990; Malo de Molina, J. L., «Límites a la autonomía de la política monetaria española: la experiencia reciente», *Papeles de Economía Española*, 49, 1991, y Sanz, B. y M. Val, «Las técnicas de instrumentación monetaria en España», *Boletín Económico del Banco de España*, marzo de 1993.

³ En términos del gasto nominal, porque lo que preocupaba a las autoridades españolas a finales de los ochenta y principios de los noventa era el “recalentamiento” o exceso de demanda interior.

⁴ No es nueva esta pretensión de perseguir dos objetivos simultáneos con una sola política monetaria: en el pasado fue frecuente el intento de reducir la inflación mediante altos tipos de interés, acompañado por episodios de relajación de los tipos de interés para favorecer el crecimiento real, hasta que la debilidad de la peseta o el rebrote de la inflación obligaban a una nueva fase restrictiva –lo que no contribuyó a la suavidad del control monetario ni a la coherencia de las expectativas de inflación. Cfr. Argandoña, A., «La política monetaria española, 1973-1984. Aportaciones a un debate pendiente», *Información Comercial Española*, 617-618, enero-febrero de 1985, y «Tres años de control de los activos líquidos en manos del público», *Papeles de Economía Española*, 32, 1987.

De todos modos, y en vista de que los ALP crecieron siempre por encima del objetivo anual fijado⁵, uno debe preguntarse si efectivamente se persiguió ese objetivo antiinflacionista, o si la evolución de los ALP no fue, más bien, *el resultado pasivo de la persecución de un objetivo en términos de tipos de cambio, con una paridad de la peseta relativamente apreciada en términos nominales*. La tesis de que el crecimiento de los ALP fue el ancla nominal de la política monetaria española parece, pues, poco fundada: el ancla fue y sigue siendo el tipo de cambio de la peseta con el marco (es decir, el ancla nos la presta el Bundesbank).

En todo caso, ese planteamiento de los objetivos múltiples de la política monetaria debió tranquilizar al Banco de España, porque hacía pensar que su actuación era netamente antiinflacionista. Pero generó otro problema: una vez que el Banco de España hubo desplazado la peseta a la parte apreciada de la banda en el mecanismo de tipos de cambio del SME, *cualquier desplazamiento hacia la parte central de dicha banda debía interpretarse como abandono de aquella actitud antiinflacionista y, por tanto, como preludio de una debilidad de la peseta*. Así lo entendió el propio banco central, que actuó con contundencia siempre que la peseta se desplazó hacia posiciones menos apreciadas –y así lo entendió, por tanto, el mercado. Las consecuencias de esta actitud fueron importantes: en septiembre de 1992, la peseta pasó en dos días de la parte apreciada de la banda a una devaluación formal, en una exageración de la rigidez de los tipos de cambio. Sólo en julio de 1993 el Banco de España permitió que la peseta se moviese tranquilamente hacia zonas más depreciadas (aún lejanas del extremo de la banda) sin dejarse llevar por el nerviosismo.

Pero el problema mostró ser todavía más complicado.

El tipo de cambio como objetivo

La teoría económica sugiere que el tipo de cambio se determina, a *corto plazo*, en los mercados financieros, probablemente con cierta independencia de los determinantes fundamentales de dicho tipo de cambio a medio y largo plazo. *En el medio plazo*, se supone que el tipo de cambio debe equilibrar la oferta y demanda de divisas, lo que viene dado, aproximadamente⁶, por el saldo de la balanza corriente, incrementado, quizá, con las entradas y salidas “duraderas” o “sostenibles” de inversiones y capitales a largo plazo –o, en definitiva, por el saldo de la balanza básica, aunque qué movimientos de capitales son “sostenibles” o “duraderos” dependerá de las circunstancias concretas de la economía. Esto es, obviamente, muy poco preciso, pero recoge la idea de que *los mercados financieros no verán como sostenible un tipo de cambio que lleve a déficit de balanza básica (o corriente) elevados y duraderos*. Finalmente, a *largo plazo*, es de suponer que el tipo de cambio debe mantener la competitividad de la economía. La teoría de la paridad del poder adquisitivo nunca ha sido suficientemente confirmada, en tanto que la evolución de los tipos de cambio al compás de los cambios de productividad parece más fiable, siempre en el largo plazo. En todo caso, de nuevo lo que la teoría sugiere es que *los mercados no considerarán sostenible un tipo de cambio que lleve a un país a pérdidas (o ganancias) importantes y duraderas de competitividad exterior* –y esto con independencia de los criterios de convergencia aprobados en Maastricht en diciembre de 1991.

⁵ Excepto en 1992; pero esto se debió a los cambios en la composición de los ALP debidos al establecimiento de los Fondos de Inversión Mobiliaria y, probablemente, también por el inicio de la recesión, que deprimió la demanda de dinero y de crédito. Cfr. Mauleón, I., «Política macroeconómica y sector exterior: reflexiones críticas», *Economistas*, 55, 1993.

⁶ Aproximadamente, porque el equilibrio debe darse entre stocks, y las balanzas ofrecen un equilibrio de flujos.

Hasta aquí la teoría, que se supone debe informar la política monetaria dirigida a mantener el tipo de cambio de una moneda a un nivel fijo (o dentro de una banda) respecto de otra moneda de referencia. En el caso de la peseta, el Banco de España utiliza sus instrumentos para manipular los tipos de interés a corto plazo (del mercado interbancario, principalmente) de modo que se cumpla la ley de igualación de los tipos (nominales) de interés a corto plazo (supuesta la suficiente libertad de movimientos de capitales):

Tipo nominal de interés en España =
 Tipo nominal de interés en Alemania
 + Depreciación esperada de la peseta frente al marco

La clave de esa política monetaria es la expectativa de depreciación de la peseta, que depende de una pluralidad de factores que varían a lo largo del tiempo. Poco después de la entrada de la peseta en el mecanismo de tipos de cambio del SME, las expectativas de depreciación debieron ser muy reducidas (pero nunca nulas), probablemente como consecuencia del firme compromiso de las autoridades monetarias españolas de mantener la paridad y a su deseo de una pronta convergencia de la tasa de inflación española con la alemana (como había conseguido Francia en los años anteriores). Ahora bien, unos elevados tipos de interés en España, para reducir la inflación (y para hacer creíble a largo plazo que la peseta se mantendría dentro de la banda), con expectativas de depreciación muy reducidas, desnivelaron el diferencial de intereses a favor de la peseta, provocando una gran entrada de capitales, que hubo que limitar mediante controles de capitales. Se produjo así la llamada *paradoja de los tipos de interés*: el país con inflación más alta tuvo que tener tipos de interés más altos, lo que atrajo capitales e hizo más difícil el control monetario para reducir la inflación⁷. Por tanto, si el Banco de España quería seguir dos objetivos simultáneos, su margen de maniobra era muy reducido y, en todo caso, era posible debido al recurso a los controles de capitales, que han desaparecido desde febrero de 1992.

Prueba de la precariedad de ese margen de maniobra es que en los primeros meses de 1991 el Banco de España tuvo que permitir reducciones de los tipos de interés debido a la aproximación de la peseta a la banda frente a monedas como el franco francés, la corona danesa y la libra esterlina. El objetivo antiinflacionario tuvo, pues, que ceder ante el cambiario –o mejor, el *“suplemento” de política antiinflacionaria resultó incompatible con el mantenimiento de la paridad de la peseta, y hubo que prescindir de él*. De todos modos, el mercado seguía confiando en la convergencia de la economía española con la alemana.

Pero conforme avanzaba 1992, las expectativas de depreciación de la peseta aumentaron alarmantemente, exigiendo nuevos aumentos de tipos de interés, no ya para combatir la inflación, sino para mantener el objetivo cambiario. Lo que ocurrió fue que *el mercado acabó convenciéndose de que el tipo de cambio central no era sostenible, dada la evolución de las variables fundamentales*: diferencial de inflación (o mejor, inflación diferencial acumulada desde que la peseta se estabilizó respecto del marco, en 1985), déficit público, recesión, etc., en un contexto de plena libertad de capitales. En definitiva, y fijándonos en los determinantes del tipo de cambio a medio plazo, la cotización vigente de la peseta no permitía mantener en equilibrio la balanza por cuenta corriente (igual al exceso de la inversión privada y del déficit público sobre el ahorro privado), ni la balanza básica (una vez que el endeudamiento español fue haciéndose alarmantemente elevado y que las inversiones extranjeras dejaron de entrar con la fluidez mostrada en los años anteriores). Y con criterios de largo plazo, resultó claro que la competitividad perdida por la economía española era excesiva como para hacer creíble el tipo de cambio vigente.

⁷ Indudablemente, debió influir en ello el *shock* de productividad a que se refiere Mauleón («Política macroeconómica y sector exterior: reflexiones críticas», obra cit.), que atrajo un elevado volumen de inversiones extranjeras y agravó la entrada de capitales.

Es obvio que el Banco de España reacciona a esos fenómenos de pérdida de competitividad, pero lo hace *ex post* y pasivamente, modificando el tipo de interés nominal de la peseta o interviniendo en el mercado. Pero lo adecuado hubiese sido una actitud *activa* y *ex ante*, preparando la respuesta de la peseta a los cambios esperados en la competitividad a largo plazo.

Todo lo anterior nos lleva a la conclusión de que el margen de maniobra de la política monetaria española para seguir un segundo objetivo, permitiendo a la peseta moverse dentro de la banda, es muy limitado. De hecho, ese margen sólo podía actuar en un sentido, el de apreciación de la peseta, pues cualquier movimiento sensible hacia la parte depreciada de la banda hubiese despertado inmediatamente la sospecha de que la paridad no era sostenible (con la excepción de julio de 1993, ya señalada)⁸. Y cuando, finalmente, este convencimiento se afianzó en el mercado, no quedó otra solución que devaluar la peseta (en septiembre y noviembre de 1992 y mayo de 1993).

Los límites de la política monetaria en el control del tipo de cambio

El problema parece radicar en que *el tipo de cambio puede mantenerse durante largos períodos de tiempo fuera de sus determinantes fundamentales*, lo que deja un margen de maniobra al banco central para manipular el tipo de interés y el tipo de cambio, influyendo sobre las expectativas de depreciación (tomadas como un dato). Pero éstas, a la larga, *se vuelven a fijar en los factores fundamentales*, en cuyo caso el tipo de cambio deja de ser manipulable por la política monetaria. Y esos determinantes fundamentales vienen dados por el *mix* de política monetaria y fiscal, pero también por la evolución de los costes y de la productividad y por la capacidad de adaptación de la economía a las perturbaciones del lado de la oferta. En efecto, si se produce una perturbación (negativa) de oferta, y los recursos carecen de la movilidad necesaria, tiene lugar una pérdida de competitividad que, a la larga, genera en el mercado la expectativa de una depreciación. Por eso la reforma del mercado de trabajo, la liberalización y desregulación de los mercados de bienes, servicios y factores, etc., son condiciones no sólo para un crecimiento eficiente y sostenido de la economía española, *sino también para la sostenibilidad y credibilidad de su política monetaria y cambiaria*⁹.

El SME pretende estabilizar los tipos de cambio nominales a corto plazo, con la esperanza de que los tipos de cambio reales a largo plazo no se separen demasiado de su senda de equilibrio. Esto último es una restricción impuesta a las paridades nominales, cuestión que a menudo se olvida. La política monetaria puede, pues, centrarse a corto plazo en la consecución de la estabilidad de los tipos de cambio nominales, pero no puede influir en los tipos reales a largo plazo¹⁰ –lo que, a largo plazo, puede hacerla ineficaz.

El Banco de España conocía ya esa restricción, e insistió una y otra vez en la necesidad de cambiar el signo de la política fiscal y de conseguir una política salarial distinta, sin las cuales la política monetaria sería insostenible y perdería su credibilidad. Lo que llama la atención, en este caso, es *la resistencia de la autoridad monetaria a acomodar la política cambiaria, desde el principio, a las nuevas expectativas de depreciación de la peseta*, quizá porque consideró que la credibilidad nominal era más importante.

⁸ De hecho, con una peseta fuertemente apreciada, se iniciaron tímidos movimientos especulativos en determinados momentos, como la entrada de la lira en la banda estrecha o la invasión de Kuwait por Irak.

⁹ Cfr. Argandoña, A., «¿Se puede mejorar el Sistema Monetario Europeo?», participación en el curso *Quince años del Sistema Monetario Europeo: Crisis y reforma*, Universidad Internacional Menéndez y Pelayo, Santander, 21 de julio de 1993.

¹⁰ En años recientes se ha recuperado la confianza teórica y empírica en las intervenciones no esterilizadas para manipular los tipos de cambio nominales. Pero se trata de un fenómeno transitorio, como se ha señalado en el texto.

En todo caso, está claro que en un mundo de tipos de cambio casi fijos, como el SME, el banco central debe guiarse, a corto plazo, por el diferencial de tipos de interés, pero no sólo por él, sino, principalmente, por los factores fundamentales que gobiernan los tipos de cambio: la combinación de política monetaria y fiscal, la evolución del diferencial de costes unitarios, la sostenibilidad de las políticas, la capacidad de la economía para hacer frente a las perturbaciones de la oferta (principalmente la estructura del mercado de trabajo, el grado de desregulación y liberalización de la economía, los factores de eficiencia, etc.)... Esto significa que puede y debe actuar contra las expectativas cuando no están respaldadas por determinantes fundamentales (porque, en tal caso, llevarían a tipos de cambio erróneos, *misaligned*, fuera del equilibrio), pero *no se puede intentar sostener un tipo de cambio a un nivel que no es claramente de equilibrio*. Y si es verdad que no conocemos el tipo de cambio de equilibrio, también lo es que 65 pesetas un marco no era, no podía ser, un tipo de equilibrio en el verano de 1992.

El Banco de España viene practicando desde antiguo la práctica de “mirarlo todo” y de fijarse en una pluralidad de indicadores¹¹. Pero su atención sigue centrada en las variables finales (crecimiento del gasto nominal, esto es, del producto real y de los precios), en los agregados monetarios (que, por otro lado, le decían muy poco en 1992, debido a las perturbaciones en la demanda de activos provocadas por la introducción de los Fondos de Inversión Mobiliaria y por las operaciones transfronterizas, de descolocación de los depósitos, por razones principalmente fiscales) y en *otras variables financieras* (tipos de interés, tipos de cambio, etc.). Y en un mundo en que la variable objetivo intermedio depende de expectativas de depreciación, son éstas las primeras que debe considerar –es decir, *los determinantes fundamentales* que están detrás de ellas.

La estrategia monetaria a seguir

Esto no significa que el Banco de España deba cambiar radicalmente su planteamiento actual de la política monetaria¹², a saber:

1. En el día a día, el manejo de los tipos de interés mediante *operaciones de mercado abierto* le permitirá atender a la estabilidad de los mercados monetarios y cambiarios (tomando casi como un dato las expectativas de depreciación de la peseta).
2. Las intenciones de la política monetaria en períodos breves las revelará mediante los tipos de interés de las *subastas decenales de certificados de depósito* del Banco de España¹³.
3. A largo plazo, el *tipo de cambio* sigue siendo el objetivo intermedio.
4. Y en el medio y largo plazo debe comprobar *que la evolución de los agregados monetarios sea compatible con la evolución de la demanda agregada*, aunque, como ya hemos señalado, esto es más bien una estrategia de información y credibilidad (es útil, en efecto, anunciar objetivos en términos de un agregado, aunque sea poco fiable, porque mejora la información del público, facilita la formación de expectativas y proporciona un criterio de credibilidad para su política).

¹¹ Cfr. Argandoña, A., «La política monetaria española, 1973-1984...», obra cit.

¹² Tal como aparece descrito, por ejemplo, en Sanz, B. y M. Val, obra cit.

¹³ El Banco de España parece confiar en la transmisión de mensajes claros, a través de los tipos de interés diarios y decenales, para la consecución simultánea de objetivos cambiarios y sobre el gasto agregado. Ya hicimos notar que esto no parece factible: en todo caso, cabe emplear la política para conseguir un objetivo durante un tiempo, y abandonarla luego para seguir otro, pero no ambos a la vez.

Pero aquí surge ya el primer problema: *¿cómo debería actuar si la evolución de los agregados aconseja un cambio en los tipos de interés que resulta incompatible con el objetivo cambiario?* Nuestra autoridad monetaria no ha expresado nunca su opinión sobre cómo llevar a cabo ese ajuste –probablemente porque ese ajuste no es posible. Una vez en el mecanismo de tipos de cambio del SME, no nos queda otro remedio que seguir un objetivo de tipo de cambio, tanto si es compatible con la evolución de la demanda agregada interna como si no lo es (y el ajuste de los tipos de interés de 1991, ya citado, parece apuntar en esta dirección), sobre todo si hay expectativas latentes de depreciación de la peseta que hacen indeseable una depreciación de la misma, aunque sea ligera e intramarginal. Por tanto, la atención a un agregado monetario sirve sólo, a lo más, para practicar una política monetaria ligeramente más expansiva o contractiva, pero no para tomar decisiones independientes respecto del gasto agregado. Dicho con otras palabras, si Alemania tiene una inflación del 4% anual, España no tiene otro remedio que converger hacia una inflación del 4% anual.

5. Pero, además, el Banco de España debería introducir *indicadores de largo plazo sobre la viabilidad del tipo de cambio* –es decir, sobre las expectativas de depreciación, que dejan de ser un dato para pasar a ser una variable. Indicadores acerca de la pérdida de competitividad acumulada (mejor aún, sobre la percepción que los mercados tienen de esa pérdida de competitividad), que van más allá de un simple diferencial de inflación, porque deben considerar el cambio en la composición de la producción y el comercio exterior español, en las ventajas comparativas, en los precios y costes (principal pero no exclusivamente laborales), etc. Indicadores acerca de las variables fiscales, y su compatibilidad con la política monetaria prevista (principalmente la cuantía del déficit, su financiación, la sostenibilidad de la deuda, la evolución de los costes financieros del sector público, etc.). Indicadores acerca de los *shocks* recientes o esperados del lado de la oferta, y de la capacidad de la economía española para hacerles frente (aumentos salariales, de costes de la energía, de impuestos, etc., y movilidad de los factores, adaptación de las estructuras productivas, desindiciación de los salarios, flexibilidad laboral, etc.).

No se trata, por supuesto, de identificar el tipo de cambio de equilibrio de la peseta –algo que nadie conoce–, sino de identificar al menos el signo, y quizá también la importancia cuantitativa, de las posibles desviaciones, presentes y futuras, transitorias y permanentes, del tipo de cambio efectivo respecto de ese valor de equilibrio –algo que los mercados llevan a cabo regularmente, incorporándolo a la prima de riesgo de la peseta.

Se trata, en definitiva, de *que el Banco de España tenga en cuenta que hay una restricción a largo plazo sobre su política monetaria, que es el mantenimiento de un tipo de cambio creíble y sostenible a largo plazo, de acuerdo con la situación de la economía española en cada momento. Y cuando prevea una desviación sustancial respecto de dicho cambio, debe actuar inmediatamente.* Si se trata de una desviación transitoria y cuantitativamente pequeña, le bastará manipular los tipos de interés y/o intervenir en el mercado de cambios. Si es más permanente, tendrá que plantear un cambio en su política monetaria, incluyendo quizás una revisión de la paridad central de la peseta, o proponer la adopción de medidas en otros ámbitos, que devuelvan la credibilidad y sostenibilidad a la paridad vigente¹⁴.

¹⁴ El hecho de que esas medidas produzcan efectos retardados no es un problema grave, pues los mercados anticiparán los efectos de esas medidas, si son anunciadas y creíbles. De hecho, el franco se estabilizó cuando el nuevo gobierno Balladur anunció su política, mucho antes de implementarla y, por supuesto, de que produjera efectos sobre la economía real.

6. La manera razonable de manejar esos indicadores sería *facilitando información al mercado* sobre la opinión de la autoridad monetaria acerca del tipo de cambio sostenible y de los efectos de las perturbaciones y políticas, al menos en períodos de turbulencia. Esto supondría, es verdad, alterar profundamente la manera de actuar de las autoridades monetarias, siempre proclives a crear incertidumbres y sombras en el mercado. Esta actitud tiene una justificación: si el mercado está dividido, alcistas y bajistas se pelean entre sí; si están todos de acuerdo, especulan contra el banco central. Pero en períodos de conmoción en los mercados, dar más información ayudaría a formarse expectativas más correctas sobre las intenciones de la autoridad monetaria.
7. En todo caso, conviene *diseñar un procedimiento para que un país cuya moneda pueda estar sometida en el futuro a presiones especulativas importantes por desalineación de su paridad, pueda tomar medidas creíbles y estabilizadoras para mantener dicha paridad o para reformarla de una manera también creíble y estabilizadora* (una tarea que, probablemente, exigiría un trabajo conjunto dentro del SME)¹⁵. Porque, en definitiva, un país cuya competitividad a largo plazo se vea permanentemente perjudicada, será siempre un problema en una futura Unión Económica y Monetaria (UEM) –o será un candidato a abandonarla¹⁶.
8. El Banco de España debe tener también en cuenta que, con la plena libertad de movimientos de capitales (desde febrero de 1992), *las reacciones del público son distintas*: han cambiado las reglas del juego y, por tanto, la conducción de la política monetaria debe ser distinta¹⁷.
9. Una última consideración: *la independencia del banco central* es importante a la hora del diseño e implementación de la política monetaria. Pero no lo es todo si, como se ha apuntado antes, todas las políticas están relacionadas. Un banco emisor independiente permite que la política fiscal no domine a la monetaria, pero no evita que otras políticas lo hagan, a largo plazo, cuando alteran la competitividad a largo plazo y, por tanto, la depreciación esperada de la peseta.

La política monetaria deseable

¿Cómo debe ser, pues, la política monetaria futura que se lleve a cabo en España? Mientras la tasa de inflación española sea superior a la alemana¹⁸, hará falta *una política monetaria restrictiva, que reduzca la tasa de inflación*. Ello implica repetir el esquema de la política monetaria seguido en los años pasados, un esquema que el mercado considera fracasado y, por tanto, no creíble. Esto exige introducir algunos elementos adicionales.

1. La política monetaria ha de ser creíble, lo cual exige *que el déficit público no sea tal que lleve consigo expectativas de elevada inflación futura*. De todos modos, este argumento no debe exagerarse: aunque el gobierno español percibe el “impuesto inflacionario”, su cuantía no parece ser elevada. Tampoco la evidencia empírica avala

¹⁵ Sobre cómo deben llevarse a cabo las políticas para que el SME sea estable, cfr. Argandoña, A., «¿Se puede mejorar el Sistema Monetario Europeo?», obra cit.

¹⁶ Y esto ocurre también en las fases previas, como muestra el abandono del SME por la libra y la lira, en septiembre de 1992.

¹⁷ No es, pues, que la especulación haya adquirido dimensiones enormes debido a esa liberalización de movimientos de capitales, sino que la manera de conducir la política monetaria debe ser distinta.

¹⁸ Nuestro objetivo no debe ser, obviamente, la inflación alemana actual, que es demasiado alta, sino una inflación ideal, baja, que será la de la moneda ancla en cada momento.

la tesis de que los países con déficit públicos altos son proclives a inflaciones mayores (al menos en el entorno de países industrializados)¹⁹. Además, se han tomado medidas para desconectar la financiación del Tesoro del Banco de España y para dar autonomía a éste. Y el mecanismo de convergencia con la UEM incluye garantías de que la política fiscal no va a ser financiada de manera inflacionista.

2. Hay, sin embargo, más argumentos para *que la política fiscal se coordine con la monetaria*²⁰.

- En primer lugar, porque una política fiscal contractiva ayuda a reducir la inflación (no de modo sostenido, pero sí mediante una reducción de precios de una sola vez).
- Segundo, porque permite mantener bajos los tipos de interés. En efecto, los estudios empíricos llevados a cabo en España sugieren que también el tipo de interés a corto plazo, y no sólo el tipo a largo, se ve influido positiva y significativamente por la cuantía del déficit público²¹; de ahí que una política fiscal restrictiva ayude a mantener unos tipos a corto menos elevados, lo que implica una peseta menos apreciada y, por tanto, una menor depreciación esperada y una menor prima de riesgo.
- Tercero, porque un déficit público elevado contribuye al déficit por cuenta corriente, y la amplitud de éste da lugar a una expectativa de depreciación de la peseta que, a la larga, hace inviable la política monetaria con tipos de cambio fijos. En este sentido, un mayor ahorro público y la adopción de medidas tributarias de fomento del ahorro privado podrían contribuir positivamente a la reducción del déficit exterior y a la estabilidad de las expectativas de tipo de cambio.
- Finalmente, la reforma de ciertas partidas de ingresos y gastos públicos podría contribuir a dar flexibilidad a la economía, facilitando una competitividad elevada, que es otro de los determinantes de las expectativas de depreciación de la peseta a largo plazo.

3. Del mismo modo, la *moderación salarial* podría contribuir a la reducción de los precios (de una sola vez), daría credibilidad a la política monetaria dirigida a reducir la inflación, y contribuiría a aquella flexibilidad laboral que es necesaria para mantener la competitividad a largo plazo, sin la cual el tipo de cambio no resulta creíble.

¹⁹ Cfr. Grilli, V., D. Masciandaro y G. Tabellini, «Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries», *Economic Policy*, 13, octubre de 1991.

²⁰ Si en el pasado reciente la política fiscal ha “dominado” a la monetaria en España (en el sentido de Sargent y Wallace), es probable que esto no ocurra en el futuro, debido, sobre todo, a la prohibición comunitaria de asunción de deudas de los gobiernos nacionales, a la independencia de los bancos centrales y a la prohibición de recurrir a la financiación gratuita de los bancos centrales para financiar los déficit públicos, aunque sea transitoriamente.

²¹ Esto es lógico, por la conexión de los tipos de interés del interbancario con los de la financiación de la deuda pública a corto plazo, y porque los bancos experimentan, en su manejo de liquidez, las tensiones que impone la demanda de crédito (privado y público). Los estudios de I. Mauleón muestran la influencia del déficit público en el tipo de interés nominal del interbancario a un mes (cfr. «Oferta y demanda de dinero. Teoría y evidencia empírica», Alianza Editorial, Madrid, 1989; también su «Determinantes y perspectivas de los tipos de interés», *Papeles de Economía Española*, 32, 1987).

4. Son necesarias también *otras medidas que contribuyan a la flexibilidad de la economía*, a la adaptación a perturbaciones propias de nuestro país, etc., que hagan creíble el tipo de cambio establecido.

Todas estas medidas se deberán tomar a lo largo del tiempo, pero es conveniente anunciarlas cuanto antes, para dar credibilidad a la política monetaria que se plantee²².

Una estrategia para el ajuste del tipo de cambio

Todo lo anterior no resuelve el problema de la pérdida de competitividad a largo plazo –y, por tanto, *de pérdida de credibilidad del tipo de cambio*–, que tendrá lugar si un diferencial de inflación todavía contrario a la economía española, o la evolución de la productividad, de la estructura productiva o de las rigideces en los mercados, acaban restando competitividad y haciendo menos creíble el tipo de cambio establecido como objetivo. Ante esto, las soluciones posibles son:

1. Si la pérdida de competitividad es pequeña, *seguir practicando políticas restrictivas* que acentúen la deflación y permitan recuperar la competitividad –una solución política y socialmente muy costosa, pero económicamente eficiente.
2. *Devaluar* introduciendo *restricciones institucionales* que hagan muy improbable que esa devaluación lleve a un rebrote inflacionista por aumento de salarios o reducción de disciplina en la inflación –una solución deseable, pero cuya viabilidad y credibilidad es dudosa, aunque es la solución adoptada por Italia en 1993.
3. *Devaluar y entrar inmediatamente en la UEM* –una solución también discutible, pues si los mercados la sospechan, reaccionarán especulando contra la peseta cuando se aproxime la fecha, fijada o esperada, para su incorporación a la UEM.
4. Practicar *políticas de oferta* que permitan recuperar la competitividad por otros medios: reducción de costes laborales o fiscales, aumento de la productividad, etc. Se trata, con todo, de medidas difíciles de adoptar, de eficacia no siempre clara, y que pueden producir efectos distributivos importantes²³.
5. *Una combinación de esas políticas*. Por ejemplo, puede ser oportuna una devaluación parcial e inesperada, para seguir luego con políticas como las indicadas en los puntos 1 y 4, sin nuevas devaluaciones²⁴.

²² Hay otras condiciones para una política monetaria creíble y sostenible con tipos de cambio fijos. Cfr. Argandoña, A., «¿Se puede mejorar el Sistema Monetario Europeo?», obra cit.

²³ Si, por ejemplo, se lleva a cabo una moderación salarial en respuesta a una caída en la productividad, el efecto final sobre los costes laborales unitarios variará, quizá considerablemente, de un sector a otro, lo que, de mantenerse en el tiempo, obligará a costosos ajustes productivos, que pueden, además, ser no creíbles, lo que pondrá en peligro el tipo de cambio.

²⁴ Algo parecido habrá que diseñar para aquellas ocasiones en que la política económica española no sea compatible con la impuesta por el país de moneda ancla (Alemania, por ahora), de modo que se eviten las tensiones que, por ejemplo, se generaron contra el franco francés y otras monedas comunitarias, la evolución de cuyos determinantes fundamentales era contraria a la de los del marco.

Es verdad que todas estas propuestas no son soluciones definitivas. Sin embargo, pueden ayudar a organizar mejor las políticas económicas. Una economía avanzada necesita mecanismos de flexibilidad o, alternativamente, una cuidadosa coordinación de las políticas.

El hecho de que la Comunidad Europea haya optado por esta segunda vía no debe hacer olvidar a los diseñadores de sus políticas que deben seguir previendo qué hacer para que los ajustes sean suficientemente flexibles y poco traumáticos. Lo que hemos aprendido en 1992 puede ser muy útil para el diseño de políticas futuras.