

ESTABILIDAD DE PRECIOS:  
OBJETIVO BÁSICO PARA  
LA RECUPERACIÓN ECONOMICA.  
EL PAPEL DE LA POLÍTICA MONETARIA

por el Académico de Número  
Excmo. Sr. D. José Ángel SÁNCHEZ ASIAÍN

Dentro del ciclo de problemas actuales de la economía española, organizado por la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, me corresponde hoy reflexionar acerca de lo que puede aportar la política monetaria española con vistas a lograr la tan anhelada recuperación económica. Lo voy a hacer tratando de evitar una perspectiva excesivamente centrada en el análisis técnico de su instrumentación, en la medida que considero que, para ello, existen en esta Academia voces más autorizadas que la mía. Como empresario, además, considero que tiene mayor interés en estos momentos profundizar en torno a un enfoque más cercano a la realidad empresarial que permita contestar de qué manera la política monetaria puede favorecer el desarrollo de la economía real. Durante los últimos años, la respuesta unánime de los empresarios a esta cuestión no ha sido otra que la de plantear la necesidad de reducir unos tipos de interés que, sin embargo, se han situado de forma permanente entre los más elevados de nuestro entorno. También es preciso preguntarse si la política monetaria será capaz de contribuir de una manera más consistente a la recuperación sostenida, y no meramente coyuntural, de nuestra economía. Creo que la respuesta es clara, y técnicamente positiva. Se puede, porque su principal objetivo debe ser la lu-

cha contra la inflación, de manera que pueda alcanzarse la estabilidad de precios de la que hasta ahora hemos carecido. Y está fuera de dudas que esta estabilidad constituye la condición previa ineludible sobre la que asentar posteriormente el resto de las políticas encaminadas a mejorar la eficiencia y competitividad de nuestras empresas.

Hay que partir del enorme valor que la estabilidad económica tiene para la actividad empresarial y, en consecuencia, del valor que posee el uso adecuado de la política monetaria como instrumento de lucha contra la inflación. Y digo uso adecuado, porque también está claro que no se puede confiar exclusivamente a tal política la lucha contra la inflación. Recordemos la situación que hemos vivido en nuestro país, donde ha sido una constante el que los excesos inflacionistas de las políticas fiscal y de rentas se han pretendido compensar con un excesivo uso de la política monetaria. Sin embargo, lo que interesa al mundo empresarial es una estabilidad de precios lograda a través de la acción conjunta de todas las actuaciones de la política económica, de manera que la política monetaria desempeñe su papel de forma neutral, sin provocar distorsiones y oscilaciones excesivas en los mercados financieros y en los de cambio.

Es preciso reconocer, sin embargo, que el grado de autonomía que posee la política monetaria para alcanzar esa estabilidad, se encuentra estrechamente supeditado a la existencia previa de un adecuado marco de actuación empresarial. Porque el logro de los objetivos monetarios no tiene lugar en el vacío y requiere la instrumentación de políticas fiscales y de rentas congruentes con ellos. Esa es la razón por la que en España las rigideces inherentes a un mercado laboral poco flexible, y un déficit público, cuya reducción ha chocado repetidamente con serios problemas estructurales, han impedido en gran medida tales objetivos y han causado en parte las tensiones monetarias que hemos vivido durante los pasados años.

He considerado, por ello, oportuno dividir mi intervención en dos partes. En la primera voy a ocuparme del análisis de las reformas laborales y fiscales que deben llevarse a cabo si se desea instrumentar una política monetaria efectiva para lograr una estabilidad de precios sostenida. En una segunda, me voy a ocupar de examinar por qué hasta hace un año nuestra pertenencia al Sistema Monetario Europeo impedía reducir los elevados tipos de interés existentes en nuestro país, a pesar de que ya era evidente la crisis económica por la que atravesábamos. Esta reducción se ha producido finalmente y sus efectos favorables sobre la situación financiera de las empresas ya están comenzando a percibirse, aunque haya sido preciso realizarla al compás de las actuaciones llevadas a cabo por el resto de los Estados de la Unión. Lo que no es sino consecuencia de que nuestro país se halla integrado en un entorno que condiciona de forma importante todas las decisiones que se adopten en materia económica.

## ESTABILIDAD DE PRECIOS Y RECUPERACION

Desde la incorporación de España al Mercado Común en 1986 uno de los objetivos primordiales de nuestras autoridades económicas ha venido siendo la reducción de la tasa de inflación hasta niveles semejantes a los existentes en otros países de nuestro entorno. Y aunque en este campo se han registrado importantes avances, no es menos cierto que el mayor peso de ese ajuste ha recaído sobre los precios de los productos industriales, sometidos a una intensa competencia exterior. Durante los últimos años sin embargo, el proceso de reducción del diferencial con respecto a las naciones menos inflacionistas de la Unión Europea ha mostrado signos evidentes de estancamiento, y cada vez parece más claro que si se desea avanzar en esta línea será preciso llevar a cabo previamente reformas estructurales en los mercados laborales y en la financiación del Estado. Y parece que sólo así se podrá alcanzar una estabilidad de precios que permita dotar a la futura recuperación de la solidez suficiente como para posibilitar un crecimiento sostenido de nuestra economía.

\* \* \*

La doctrina está de acuerdo en señalar que los costes de una inflación no anticipada revisten mayor gravedad que los de la prevista con antelación. Sin embargo, y dado el carácter acumulativo de estos últimos, no conviene minusvalorar las ineficiencias que generan en el largo plazo. Así conviene recordar que no por esperada, una tasa de inflación elevada resulta menos peligrosa, aunque sólo sea porque ésta suele estar positivamente relacionada con una mayor volatilidad de los precios y en esa medida con una mayor dificultad para lograr la firma de convenios colectivos y el necesario clima de paz social que exige el desarrollo económico. Y el resultado de todo ello suele ser un retraimiento del ahorro, un incremento de la prima de riesgo exigida por el mercado, y una acusada preferencia por el corto plazo, que tiende a paralizar los proyectos de inversión con períodos de maduración prolongados en las empresas.

No resulta por tanto extraño que, aunque todavía deba avanzarse más en la investigación de las relaciones existentes a largo plazo entre el crecimiento y la inflación, las evidencias que comienzan a surgir de este tipo de análisis apunten a que en el actual contexto económico, esa relación tiende a ser inversa<sup>1</sup>. A pe-

---

<sup>1</sup> Durante los años 50 y gracias a los trabajos de Phillips, tuvo gran influencia la idea de que era posible disminuir el paro si se estaba dispuesto a admitir un aumento de la inflación. No obstante, factores tales como las posteriores crisis del petróleo, la progresiva reducción de las trabas arancelarias en el comercio internacional de bienes, o la creciente dilución de los controles de cambios a que

sar de ello, la experiencia ha demostrado que son sumamente complicados los pactos sociales entre los distintos agentes económicos tendentes a preservar la estabilidad de precios, y que la mayor dificultad para alcanzarlos reside en el hecho de que, mientras los sacrificios que es preciso llevar a cabo se manifiestan en el corto plazo, las ventajas que se derivan de los mismos aparecen a largo plazo, resultando por ello menos evidentes. No obstante, los acuerdos de estas características revisten capital importancia para dotar de credibilidad a las medidas antiinflacionarias adoptadas y minimizar así los costes sociales que las mismas suelen acarrear.

\* \* \*

Por lo que se refiere al ámbito laboral, los modelos econométricos sugieren que, en las presentes circunstancias, la «tasa de sacrificio» resultante de llevar la inflación española hasta niveles en torno al 2 por ciento, significaría tener que admitir una tasa de paro del 25 por ciento como mínimo. Desde otro punto de vista, se ha calculado que el ajuste salarial preciso para que nuestra tasa de paro se redujese hasta el nivel medio que se registra en la Unión Europea, que está en torno al 11 por ciento, sería del 15 por cien en términos reales<sup>2</sup>. Resulta comprensible por tanto que, ante las previsibles alteraciones sociales que tenderían a producirse con un nivel de paro de esas proporciones, el conjunto de los agentes económicos no termine de creer seriamente en la capacidad de las autoridades para luchar de forma sostenida contra la inflación. De hecho, el descenso de 4 décimas en la inflación de 1993 se saldó con un incremento del paro superior a las 600.000 personas, lo cual no fue obstáculo para que los salarios aumentasen por término medio un punto por encima del IPC. Y si algo pone de manifiesto esta situación es la importancia de las rigideces que existen en el mercado laboral español de cara a conseguir un equilibrio razonable entre precios y salarios. Es cierto que estos problemas no son exclusivos de nuestro país, pero no lo es menos que tal vez en ninguna otra nación de la Unión Europea alcancen dimensiones semejantes, porque poseemos en estos momentos la tasa de paro más elevada de los Doce, constituyendo en torno a un 50 por ciento paro de larga duración. Y más del 60 por ciento de los trabajadores eventuales no consiguen fi-

---

se veían sometidos los flujos de capital, explican por qué en un mundo de economía globalizada esa relación es irrelevante, cuando no claramente negativa. En Estados Unidos, recientes estudios han llegado a la conclusión de que si la inflación disminuye del 5 al 0 por ciento, las ganancias en términos de PNB rondarían en torno al 0,4 y 0,8 por cien. O puesto en valores actualizados, y bajo determinados supuestos de tipos de interés y crecimiento, unas ganancias que girarían entre el 24 y 48 por cien del PNB obtenido en 1990. (Véase Croushore —1992—, «What are the cost of disinflation?», Federal Reserve of Philadelphia).

<sup>2</sup> Véase Bengoechea, J y Errasti, J.M. (1994), «Inflación, Crecimiento y Paro», Información Comercial Española, n.º 725, Enero, pp.163-155.

nalmente un empleo permanente. No resulta por ello extraño que cunda el desaliento, y que la tasa de población activa sea particularmente baja, lo que, a su vez, origina bruscas apariciones de mano de obra en cuanto las expectativas del mercado laboral mejoran.

El resultado de todo ello es que, en España, las crisis tienden a ser más duraderas y a generar más paro que en otros países, mientras que la recuperación, cuando se produce, es más lenta y reduce menos el desempleo. Parece por tanto evidente que si se desea suavizar las tensiones inflacionistas, será preciso superar las rigideces que actualmente sufre el mercado de trabajo, especialmente aquéllas inherentes al proceso de formación de los salarios. Porque esas rigideces han desalentado la contratación de mano de obra e inducido un proceso de sustitución de trabajo por capital, lo cual explica que, durante los últimos 13 años, el umbral de generación de empleo se haya situado en España a partir de un crecimiento real del PIB del 2,24 por ciento, mientras que en la CEE dicho umbral se encontraba en torno al 1,7 por ciento. Puede, pues, decirse que la reforma en curso del mercado laboral, con sus disposiciones tendentes a reducir el poder de mercado de los trabajadores ocupados y a hacer más atractiva la contratación de aquellos que permanecen al margen del proceso productivo, es un paso en la dirección adecuada para corregir el elevado nivel de paro e inflación que tiende a generar el actual marco laboral español.

\* \* \*

Pero si la reforma laboral es necesaria para construir una política de rentas congruente con el control de la inflación, es asimismo urgente llevar a cabo reformas estructurales que hagan posible reducir unos déficit públicos cuyos efectos distorsionantes representan una permanente amenaza para la estabilidad de los precios. Especialmente si se tiene en cuenta que, al hacerse éstos crónicos, se tiende inevitablemente hacia la monetización de la deuda y al rebrote de las tensiones inflacionistas. Aunque la principal dificultad de tal política reside en el hecho de llevar implícito un replanteamiento del Estado del Bienestar que ha venido estando vigente en Europa desde el final de la Segunda Guerra Mundial.

Ello es así porque la necesidad de obtener fondos con los que cubrir el creciente abanico de actuaciones sociales, se ha traducido en un generalizado incremento del saldo vivo de la deuda pública en relación al PIB. Y este proceso ha llegado a ser de tal magnitud que, en la actualidad, tiende a autoalimentarse hasta convertir el servicio de esa deuda en una fuente de gastos financieros que cada vez distrae en mayor medida recursos que el Estado debiera dedicar a otras actividades productivas o a la cobertura de determinadas prestaciones sociales. Y esta situación resulta aún más preocupante si se tienen presentes los gastos futuros de pensiones comprometidos bajo el actual sistema de reparto, que no son

calculados como actuales por sus respectivas contabilidades. En términos de PIB de 1990 éstos significan el 200 por cien en Japón, el 160 por cien en Alemania, el 186 por cien en el Reino Unido, o el 216 por ciento en Francia<sup>3</sup>. Es cierto que en estos momentos la posición española no reviste la gravedad de la de países como Bélgica o Italia, con volúmenes de deuda en circulación superiores al 100 por cien del PIB, pero su evolución no deja de ser preocupante si se tiene presente el deterioro sufrido por la relación deuda pública/PIB, que ha pasado desde un 37 por ciento hace diez años, a una proporción que, al final de 1994, puede situarse en torno al 60 por ciento. No hay duda de que los efectos derivados de la acentuación del ciclo recesivo han sido determinantes en el deterioro de dicha situación, en la medida en que al lógico descenso de los ingresos fiscales y a las mayores necesidades de gasto para dar cobertura al desempleo, hay que añadir un crecimiento negativo del PIB durante 1993, pero el hecho de que ni siquiera durante los años de auge económico el fuerte crecimiento de los ingresos fiscales haya permitido alcanzar una situación de equilibrio, abona la tesis de que el déficit público español posee un elevado componente estructural, sin cuya corrección es inútil abordar una política antiinflacionista mínimamente creíble. Algunos autores estiman que ese déficit estructural puede situarse, como mínimo, en torno al 3 por ciento del PIB<sup>4</sup>.

Lógicamente, a la hora de diseñar un plan de saneamiento de las finanzas públicas, las soluciones sólo pueden ser de dos tipos. O se incrementan los ingresos, o se reducen los gastos. En estos momentos la primera opción parece complicada ya que, en un contexto caracterizado por la libre circulación de capitales y la dilución de los controles de cambio, es muy difícil instrumentar aumentos sostenidos de la presión tributaria que no degeneren en un incremento de la evasión fiscal, de consecuencias opuestas al resultado perseguido. Resulta por tanto evidente que la solución debe provenir del lado de la reducción del gasto. Aunque el problema reside en el hecho de que, también en este campo, nuestro margen de maniobra es escaso. Y ello porque, de un lado, ante el déficit que arrastra el país en la dotación de infraestructuras, parece contraproducente para su competitividad llevar a cabo una sustancial reducción de los gastos destinados a inversiones, y por otra parte, un recorte de los gastos corrientes puede implicar sacrificios difícilmente aceptables para los ciudadanos.

Esto, sin embargo, no debería servir como excusa para no acometer la racionalización de la estructura del gasto público que nuestra economía está exigiendo. Y hay muchos ejemplos que avalan que es posible hacerlo. El Estado de las

---

<sup>3</sup> Véase OCDE (1993), «Pensions Liabilities in the Seven Major Industrial Countries», Economics and Statistics Department Working Paper.

<sup>4</sup> Véase Viñals, J. (1993), «El Reto Europeo: Riesgos y Oportunidades para la Economía Española», conferencia pronunciada en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, el 26 de Abril.

Autonomías ha generado duplicidades evidentes que, desde un punto de vista financiero, no son sostenibles a largo plazo. Tampoco parece congruente que en una economía de mercado como la española, las subvenciones recibidas por las empresas públicas superaran, en 1992, de acuerdo con los datos suministrados por la Central de Balances del Banco de España, el medio billón de pesetas. Sin olvidar que un sistema de pensiones basado en un criterio de reparto como el español es insostenible en sus términos actuales, debido al progresivo estrechamiento de la base de la pirámide demográfica, al paralelo aumento de las expectativas de vida, al encarecimiento de los nuevos tratamientos sanitarios, y a las dificultades estructurales que impiden un incremento sustancial de nuestra tasa de actividad.

### **Independencia del Banco de España**

Resulta pues evidente que son necesarias reformas en los mercados para que las empresas españolas puedan mejorar su competitividad frente a las europeas, y para que las autoridades puedan diseñar unas políticas fiscales y de rentas acordes con la política monetaria. Pues si, tal y como ha ocurrido hasta ahora, ésta continua luchando en solitario contra la inflación, su eficacia, y la credibilidad de sus objetivos, se verán seriamente debilitadas. Pero este hecho no significa que la propia instrumentación monetaria no pueda ser susceptible de mejora. No olvidemos que uno de los peligros que acechan siempre a su correcta ejecución reside precisamente en su capacidad para inyectar liquidez en el sistema, y que el incremento de la demanda interna que, aun a costa de un deterioro de la inflación, puede generar a corto plazo una política expansiva de estas características, supone una tentación permanente para los gobiernos. Especialmente cuando se aproxima un período electoral y el ciclo económico se encuentra en fase recesiva o de escaso crecimiento. Hay que reconocer que esta evidencia, ampliamente interiorizada por el cuerpo social, tiende a lastrar con frecuencia la credibilidad antiinflacionista de las actuaciones llevadas a cabo por los bancos centrales. Por ello, la conclusión no puede ser otra sino que la política monetaria necesita contar con unos mecanismos que le impidan convertirse en el principal enemigo de sus propios objetivos.

Se ha ido, así, abriendo paso un generalizado consenso en torno a las ventajas que se derivan del hecho de que la autoridad encargada de la instrumentación monetaria goce de independencia, tanto formal como material, frente al poder político. Y el análisis empírico parece avalar esta opción, al descubrir una correlación, estadísticamente significativa, entre el nivel de inflación y el grado de independencia de los bancos centrales a la hora de poner en práctica la política monetaria (véase gráfico 1). Hay que reconocer que este tipo de estudios ha sido sometido a numerosas salvedades, como las derivadas de la dificultad para construir índices susceptibles de medir algo tan intangible como es la indepen-

dencia de un banco central, o como la práctica imposibilidad de incorporar al modelo los importantes cambios registrados a lo largo de los períodos objeto de análisis. Pero en el fondo, y aceptadas esas limitaciones, late un problema de causalidad, aunque sea difícil discernir si el éxito en la lucha contra la inflación es imputable a la credibilidad de un banco central independiente o si, como ocurre en Alemania, es la prioridad otorgada a la estabilidad de precios por unos electores que tienen grabado en el subconsciente colectivo la depreciación galopante del marco durante los años 30. Sin olvidar que Bélgica, los Países Bajos o Japón, han obtenido buenos resultados en la lucha contra la inflación, a pesar de la menor independencia formal de sus respectivos bancos centrales, lo que podría querer indicar que la existencia de unos mercados de bienes (caso belga y holandés), o laborales (caso japonés), sumamente eficientes, facilita el objetivo de estabilidad de precios sin necesidad de que la amenaza disciplinante de la autoridad monetaria sea particularmente intensa.

Desgraciadamente, la economía española carece, por sus numerosas rigideces estructurales, de esa capacidad autodisciplinante, y la eficiencia de los mercados laborales, o de bienes y servicios, dista mucho de alcanzar los niveles de otros países de nuestro entorno. Y el Gobierno tampoco ha mostrado hasta ahora suficiente aversión ante una expansión desequilibrada del gasto público, mientras que los distintos interlocutores económicos han evidenciado, repetidamente, carecer de una verdadera voluntad para alcanzar pactos sociales. Añádase que si las reformas llevadas a cabo durante estos últimos años van a mejorar el funcionamiento de estos mecanismos, sus efectos tardarán tiempo en dejarse sentir plenamente. Por todo ello, podría concluirse que, a corto y medio plazo, la orientación de las políticas hacia el objetivo de estabilidad de precios parece que tendrá un poderoso aliado en la independencia del Banco de España. Aunque para que ésta pueda materializarse no basta con recoger expresamente su competencia exclusiva en materia de diseño y ejecución de política monetaria. Es preciso determinar el proceso de elección de Gobernador, el plazo de su mandato, y la posibilidad de rescindir o no el mismo, así como las relaciones de la entidad con el Tesoro, y la propia congruencia del resto de los objetivos asignados a la institución emisora. El estatuto de independencia del Banco de España ha recogido todos estos aspectos. Ello constituye una garantía sobre el rigor de la política monetaria que haya de instrumentarse en España en los próximos años.

Por otro lado no es menos cierto que, en última instancia, el grado de arraigo adquirido en la sociedad por una cultura antiinflacionista contiene una dimensión psicológica indudable. Y que en cierto modo puede decirse que si los ciudadanos han interiorizado que van a producirse tensiones inflacionarias, es muy difícil que finalmente éstas no tengan lugar. La designación de un Gobernador, con una personalidad marcadamente antiinflacionista, al frente de un banco central independiente, parece la manera más sencilla de romper con ese cír-

culo vicioso y potenciar a todos los niveles una mayor preferencia por la estabilidad de precios de la que ha existido hasta ahora.

## **CONDICIONANTES PARA UNA POLITICA MONETARIA AUTONOMA**

Como es sabido, la necesidad de mantener la paridad de la peseta dentro de las bandas de fluctuación asignadas, obligó en los últimos tiempos a nuestras autoridades monetarias a mantener una política de tipos de interés incongruente con las tensiones inflacionistas que sufríamos, y posteriormente con la urgente necesidad de lograr una reactivación de la economía. Las ventajas que España esperaba obtener de la incorporación al Sistema Monetario Europeo se concretaban en una mayor interiorización por parte de nuestro país de la prioridad que el Sistema otorga a la estabilidad económica. Es decir, se esperaba que la mayor certidumbre sobre el futuro que la estabilidad cambiaria daría a las empresas facilitaría la adopción por éstas de decisiones a medio y largo plazo, así como aportaría una mayor credibilidad importada en lo referente a la lucha contra la inflación. Sin embargo, también es sabido que los objetivos básicos de la adhesión de España al Sistema Monetario Europeo no se vieron satisfechos. Y a estas alturas parece claro el porqué.

El compromiso de mantener nuestra divisa dentro de la banda del  $\pm 6$  por ciento nos obligaba a reducir la presión inflacionista. En caso contrario, la pérdida de competitividad exterior podría llegar a comprometer la estabilidad de la paridad asignada a nuestra divisa. Sin embargo, en lugar de aprovechar la credibilidad derivada de la adhesión de la peseta al Sistema, para dotar de mayor rigor a las distintas políticas macroeconómicas y orientarlas hacia un objetivo de estabilidad, se optó por seguir una política presupuestaria expansiva. Ello se tradujo en un fuerte incremento del déficit público y del saldo vivo de la deuda pública en relación al PIB. Y esta perversa combinación, unida al fuerte crecimiento de los salarios y de los precios, especialmente en el sector servicios, reanimó las tensiones inflacionistas, obligando a las autoridades monetarias a instrumentar una política de tipos de interés elevados. Dado que, a corto plazo, el tipo de cambio de la peseta se encontraba garantizado por su incorporación al Sistema Monetario, nuestra divisa se vio fuertemente sobrevalorada. Y dicha situación se tradujo en un importante aumento del tipo de cambio efectivo real que ponía de manifiesto la pérdida de competitividad sufrida por los sectores abiertos a la competencia exterior. Ello obligó a las empresas, especialmente a las industriales, a defender su cuota de mercado a través de la contención de los precios de sus productos, aun a costa de un estrechamiento en los márgenes. Y los resultados están a la vista.

Esta situación cambió radicalmente cuando, a partir del «no» danés a Maastricht en mayo de 1992, se resquebrajó la credibilidad del Sistema Monetario y el

mercado comenzó a especular contra las monedas menos sólidas. En este contexto, la peseta se vio obligada a ofrecer unos tipos de interés elevados para compensar el riesgo de devaluación que se cernía sobre ella, y tuvo que hacerlo, justo en unos momentos en los que hubiera sido preciso reducirlos para hacer frente a una recesión que ya mostraba sus primeros signos amenazadores.

Si hemos de extraer una lección de estos cuatro años y medio de permanencia de España en el Sistema Monetario Europeo, ésta es que la estabilidad cambiaria nunca es duradera si debe adquirirse a costa de distorsiones importantes en las políticas domésticas. Y que sólo en la medida en que seamos capaces de corregir previamente los fuertes desequilibrios internos (déficit público, déficit comercial, paro), que sufre nuestra economía, podremos aspirar a mantener una política cambiaria estable<sup>5</sup>.

\* \* \*

En todo caso, la ampliación al  $\pm 15$  por ciento de las bandas de fluctuación del Sistema, a que todo ello dio lugar, tuvo como efecto positivo la ampliación del margen de maniobra de la política monetaria de los países miembros, abriendo la posibilidad de reducir sus tipos de interés sin poner en peligro sus paridades cambiarias para hacer frente a la recesión económica por la que atraviesan. El margen es menos amplio de lo que en principio pudiera pensarse, porque si la relajación de la política monetaria se tradujera en una utilización de todo el potencial devaluatorio que permiten las actuales bandas del SME, el peligro de entrar en una espiral de devaluaciones competitivas por parte de los Estados miembros de la Unión resultaría evidente. Y esta situación significaría colocar al Mercado Unico en grave riesgo de quiebra, y en última instancia tendería a suscitar una reactivación de las tensiones inflacionarias.

A la vista de ello, las autoridades parecen haber optado por mantener sus divisas en torno a una teórica banda estrecha, y la necesaria reducción de los tipos de interés está realizándose sin brusquedades y acompasadamente con el resto de los países. Aunque haya que reconocer que la mayor autonomía conferida a la política monetaria ha permitido un progresivo estrechamiento de los diferenciales de tipos de interés con respecto a los del marco, proceso éste que se ha visto facilitado por la relativa fortaleza del dólar frente al marco alemán desde finales de 1992. Y ello porque, al verse liberada la divisa alemana de las tensiones a las que es sometida en momentos en que actúa como moneda refugio, su comportamiento es más próximo al del resto de las divisas europeas.

---

<sup>5</sup> Véase Svensson (1994), «Fixed Exchange Rates as a Means to Price Stability: What Have we Learned?», Centre for Economic Policy Research, January.

Por lo que respecta a España conviene señalar que el precio del dinero parece haberse situado a un nivel en el que existen dificultades crecientes de cara a instrumentar ulteriores recortes que no estén basados en la moderación salarial y en el mejor control de nuestra inflación. Y esto es así porque los tipos españoles a corto plazo se sitúan en la actualidad entre los más bajos de Europa, y porque el diferencial entre los tipos reales a corto de Alemania y de Estados Unidos se ha reducido considerablemente, con lo que la capacidad operativa del Bundesbank para bajarlos sin debilitar su divisa es, en estos momentos, mucho menor que en el pasado.

\* \* \*

Llegados a este punto, cabe preguntarse cómo afectan esos recortes de los tipos de interés a la evolución de la economía real. Lo primero que hay que decir es que la rapidez en la transmisión de sus efectos varía de unos países a otros, y que, mientras el descenso de tipos está teniendo efectos importantes y rápidos en Inglaterra, donde el endeudamiento crediticio de empresas y de particulares se concentra en modalidades a corto plazo y a tipos de interés variables, en Alemania los efectos van a tardar más en hacerse realidad, ya que la mayor parte del crédito al sector privado está formalizado en modalidades fijas y a largo plazo<sup>6</sup>.

Por lo que se refiere a España, el recorte sufrido por el tipo de intervención del Banco de España<sup>7</sup> (6,10 puntos desde enero de 1993) se ha trasladado con relativa rapidez a los tipos más representativos del sector privado, pese al reducido grado relativo de indiciación de la financiación crediticia en nuestro país, donde en 1992 más del 70 por ciento de los créditos concedidos al sector privado estaban formalizados a interés fijo. Esta importante reducción está contribuyendo sin duda a abaratar el coste de la inversión, a alentar el aumento del consumo, y a reducir de forma significativa la carga financiera que soportan nuestras empresas y particulares. De hecho, sus efectos ya han comenzado a hacerse notar, si bien la evolución positiva de alguna de las macromagnitudes más importantes de nuestra economía se manifiesta de momento con poca intensidad y bastantes incertidumbres, aunque hay que destacar el cambio de tendencia registrado en la evolución del PIB a partir del tercer trimestre de 1993, lo que permite abrigar fundadas esperanzas de un incremento positivo en 1994<sup>8</sup>, aunque todavía insuficiente para generar empleo neto en España. También se confirma la evolu-

---

<sup>6</sup> Véase Miles, D. (1994), «Fixed and floating-rate in the United Kingdom and abroad», Bank of England Quarterly Bulletin, February, pp. 34-45.

<sup>7</sup> Situación al 6 de junio de 1994.

<sup>8</sup> Las previsiones del Gobierno en enero de 1994 eran de un crecimiento real del PIB del 1,3 por cien. Las del BBV a mayo de 1994 eran algo menores, del orden del 0,9 por cien.

ción positiva de la tasa de ahorro privado, que aumentó un 2,2 por ciento en 1993, y de la inversión que, aunque negativa, comenzó a remontar posiciones en el tercer trimestre del mismo año. Y si la incidencia del descenso de los tipos de interés es importante para el sector privado, sus efectos sobre el sector público no serán menores. Téngase en cuenta, que en 1993 el peso de los títulos a corto plazo (Letras del Tesoro) en la estructura del saldo vivo de la deuda negociable de las Administraciones Públicas, representaba el 40 por ciento del total.

Sin embargo, no se puede olvidar que el descenso de los tipos de interés repercutirá en una presión a la baja de los márgenes bancarios, dada la mayor sensibilidad de su activo a dichas variaciones. Y si a ello se añade la alta tasa de morosidad que las entidades crediticias soportan en estos momentos, (en torno al 7,5 por ciento de la cartera de créditos) se comprenderá que el riesgo de que se produzca un retraimiento de la oferta crediticia es algo más que una mera posibilidad teórica. Ya a diciembre de 1993 la tasa nominal de crecimiento del crédito interno en España fue únicamente del 3,3 por ciento, con la particularidad de que la tasa correspondiente al grupo de empresas y familias aumentó sólo el 1,4 por ciento, es decir, dos puntos por debajo del incremento nominal del PIB. Y la situación podría empeorar si, tal y como ha sucedido en otros países, un excesivo celo por parte de nuestras autoridades supervisoras viniera a incrementar las incertidumbres de los bancos sobre la solvencia de sus prestatarios, provocando con ello un mayor racionamiento del crédito bancario. De llegar a suceder un fenómeno de estas características, y teniendo en cuenta la dependencia de las pequeñas y medianas empresas de esa fuente de financiación, cabe pensar que la recuperación de la inversión se vería seriamente perjudicada, y con ella las expectativas de crecimiento y de generación de empleo.

\* \* \*

Conviene recordar también que, a pesar del aumento en el margen de maniobra que permite la reforma del Sistema Monetario Europeo, el nivel de integración económica y financiera alcanzado en la Unión Europea es tan elevado, que no cabe pensar que ninguno de los países que la forman, pueda diseñar en solitario una política monetaria y económica para salir de la crisis. Es más, el relajamiento de la disciplina impuesta en el pasado por el antiguo Sistema Monetario Europeo exige, si se quiere seguir avanzando hasta la consecución de la moneda única, reforzar los mecanismos de coordinación y supervisión multilateral. Porque después de seis años de tranquilidad, la desconfianza entre los socios, el temor a devaluaciones competitivas, y la incertidumbre en los mercados financieros han vuelto a hacer acto de presencia. Y lo que es más preocupante: el nivel de convergencia dentro de la Unión se ha visto frenado en 1993 (véase gráfico 2).

Esta situación no significa que la necesidad de construir un nuevo orden monetario en Europa sea una utopía. Su consecución, por el contrario, aparece como requisito imprescindible para extraer todo el potencial de crecimiento y de generación de empleo existente en el mercado interior. Pero una de las principales incertidumbres existentes en la actualidad es el proceso a través del cual va a discurrir la transición hacia la moneda única. Una solución sería reconstruir el Sistema Monetario Europeo introduciendo modificaciones que le permitan resistir los ataques especulativos. Sin embargo, para hacerse una idea de cuál es la correlación de fuerzas, hay que recordar que las reservas de los bancos centrales europeos giran en torno a los 400 mil millones de dólares, mientras que el volumen de fondos netos negociados en los principales mercados mundiales de cambios ronda el billón de dólares diario. Otra solución propuesta consiste en redefinir el contrato que liga a los bancos centrales, a fin de garantizar que las obligaciones de intervención se cumplan, pero para ello, además de una mayor selectividad, sería necesario dotar de mayor rigor a las condiciones requeridas para hacerla efectiva y a las contrapartidas ofrecidas por los beneficiarios. Se ha dicho que la única forma de defenderse de los especuladores es reequilibrar las fuerzas entre los mercados y las autoridades, para lo cual una posibilidad sería la introducción de fórmulas de control de determinados movimientos de capital, especialmente los instrumentados en base a productos derivados que no quedan reflejados en los balances bancarios. Otra consistiría en establecer un depósito no remunerado en el banco central para posiciones abiertas en divisas<sup>9</sup>.

Aún así, estas medidas pueden no ser tan eficaces como sería deseable. En cuanto a las del primer tipo hay que reconocer que un sistema de cambios fijos pero ajustables, como el del Sistema Monetario Europeo, se ha demostrado demasiado vulnerable para servir de senda hacia la Unión Monetaria. Y, a la luz de los últimos acontecimientos, no deja de ser significativo el rápido olvido en el que cayeron los acuerdos de Nyborg de 1987 para reforzar la credibilidad del Sistema. En lo referente a las segundas, lo mejor que puede decirse de ellas es que no son más que una forma de ganar tiempo debido a la notable capacidad que tiene la innovación financiera para crear productos aptos para eludir dichos controles. Y en el peor de los casos acabarían convirtiéndose en el origen de distorsiones en la asignación de recursos y de bruscas oscilaciones del precio de los títulos en los mercados financieros, ante la imposibilidad de distinguir entre la especulación y la mera operación de cobertura de posiciones. La experiencia que tenemos en España sobre los males que acarrea cualquier tipo de control, es suficientemente ilustrativa como para plantear serias dudas sobre su viabilidad en un entorno cada vez más globalizado.

---

<sup>9</sup> Tal y como han sugerido Eichengreen y Wyplosz (1993), «The Unstable EMS», *Banking Papers on Economic Activity*, n.º1.

Una alternativa a la reconstrucción del Sistema consistiría en pasar directamente a la moneda única, franqueando de un solo paso la brecha que separa el Sistema actual de la Unión Monetaria. De esta manera se evitaría la incertidumbre que rodea toda la fase de transición, especialmente en los momentos previos a la fijación irrevocable de los tipos de cambio. Porque la existencia de amplias bandas de fluctuación representa una amenaza para la estabilidad del proceso, en el que habría que decidir el tipo de cambio que ligue aquellas monedas que se incorporen a la Tercera Fase. Esta especie de «big bang», sin embargo, aun cuando pueda parecer lógico, resulta difícilmente realizable aunque sólo sea porque la recesión ha ensanchado la divergencia entre los socios. Y en estas circunstancias una Unión Monetaria no haría más que añadir nuevas dificultades a las ya existentes, debido a las diferencias cíclicas de las economías y al evidente «déficit democrático» del Tratado de Maastricht. Como se han encargado de demostrar los últimos acontecimientos, no se puede construir Europa de espaldas a los ciudadanos, y tampoco se puede hacer descansar todo el peso de la estrategia unitaria en la creación de una moneda común. Recordemos que un reciente dictamen del Tribunal Constitucional alemán sobre el Tratado ha cuestionado el automatismo de un proceso basado en el cumplimiento de unos criterios de convergencia, señalando que el Parlamento sólo podrá transferir sus poderes a una institución europea que goce del mismo nivel de legitimidad democrática.

\* \* \*

Según el Informe Delors, el Instituto Monetario Europeo (IME) estaba inicialmente llamado a convertirse en el embrión del futuro Banco Central Europeo. Sin embargo, considerando el relajamiento de la disciplina impuesta por el Sistema Monetario Europeo tras la ampliación de las bandas de fluctuación, cabe suponer que la tarea del IME no va a ser fácil. Todo dependerá de la dedicación de sus miembros, los bancos centrales, a los trabajos que les han sido encomendados. Si su labor gana credibilidad con el transcurso del tiempo, podrá jugar un papel relevante, reforzando la coordinación de las políticas monetarias en orden a conseguir la estabilidad en los precios. Sería conveniente para ello, al menos a corto plazo, que esa coordinación estuviese impregnada de grandes dosis de pragmatismo, dedicando particular atención a la consistencia y compatibilidad de sus políticas monetarias implementadas en la Unión. Y ese mismo pragmatismo debería inspirar sus recomendaciones a las autoridades nacionales sobre la coherencia de las políticas económicas.

El IME podría ejercer también una influencia muy positiva sobre la Unión Económica y Monetaria, contribuyendo a devolver a los inversores la confianza en las oportunidades del proyecto europeo. Y teniendo en cuenta que en las materias delicadas se requiere unanimidad de voto, el dedicarse únicamente a resol-

ver cuestiones prácticas es, si cabe, una necesidad más imperiosa. Porque avanzar sobre temas tan controvertidos como el agregado objetivo de la política monetaria común, sobre las técnicas y procedimientos de intervención, sobre la norma básica que permita hacer compatibles la centralización de decisiones y la descentralización de su ejecución, o sobre las competencias del Banco Central Europeo en materia de supervisión bancaria, no va a ser nada fácil, aunque las decisiones que se tomen influirán sobre la competitividad de las instituciones y sobre la configuración de los mercados financieros en Europa. Tampoco serán neutrales los pasos que se den en todo lo relativo al ecu, sistemas de pago, sustitución de monedas nacionales, o sistemas de liquidación y compensación, por no citar más que unas pocas de las cuestiones a resolver. Precisamente por eso es fundamental que el IME adquiera pronto credibilidad, y que se recupere el clima de confianza entre sus miembros.

\* \* \*

Este rápido repaso a las restricciones que impone el «factor europeo» a la autonomía de la política monetaria sería incompleto sin hacer una referencia a la «Europa a varias velocidades». Esta posibilidad se halla contemplada en principio en el Tratado de Maastricht, si bien las preferencias de sus artífices se inclinaban en el momento de la firma por una fórmula más coordinada. En todo caso, estos deseos se han visto parcialmente frustrados tras la crisis del Sistema, que ha puesto de manifiesto que, en un entorno de libre circulación de capitales, la estabilidad cambiaria precisa una convergencia casi perfecta de las variables macroeconómicas fundamentales. Y esto es algo que, para un país como el nuestro, cuyos mercados adolecen de graves rigideces estructurales, resulta difícil de conseguir en menos de cinco años, especialmente cuando para ello es preciso tomar decisiones impopulares sin contar con holgadas mayorías parlamentarias. Como ya se ha comentado, satisfacer en las presentes circunstancias el criterio de convergencia de la inflación, conlleva la aceptación de tasas de paro superiores al 20 por ciento. Es claro que ello no es un buen argumento para convencer a los ciudadanos sobre las ventajas de la apuesta europea.

Para nosotros, sin embargo, el problema es que si España no entra en la Unión Económica y Monetaria desde el principio, corre el riesgo de quedar relegada en una etapa decisiva de los centros de decisión comunitaria. Y lo que es peor, corre el riesgo de que las diferencias con respecto al grupo de cabeza se ensanchen lejos de reducirse. Téngase en cuenta que los objetivos y la gestión del proceso que acabe conduciendo a la Unión Monetaria están inexorablemente unidos desde el primer momento al tipo de países participantes. Por ello, cabe pensar que un eventual desplazamiento hacia el norte del centro político de gravedad de la Unión puede dar lugar a que aspectos muy importantes para el futuro, como el

reforzamiento de la vertiente social de la construcción europea, o la solidaridad entre los distintos países miembros, pierdan relevancia. Y conviene recordar que una mayor inestabilidad de las divisas débiles no haría sino agravar la situación de sus economías, reduciendo la credibilidad de su política antiinflacionista y encareciendo su acceso a los mercados financieros internacionales. Este estado de cosas plantearía a sus respectivos gobiernos, además, un difícil dilema entre el corto y el largo plazo, ya que para acceder a los beneficios de la Unión Monetaria tendrían que asumir el desgaste político resultante de la puesta en práctica de rigurosos planes de convergencia.

No parece, por tanto, que la posibilidad de una «Europa a varias velocidades», en la que cada Estado elija el ritmo que más le conviene, excluyéndose de cualquier otro compromiso asumido por los demás miembros, pueda llegar a convertirse en un sistema estable de funcionamiento. Porque este sistema sería difícilmente reconciliable con la actual estructura institucional en la medida que cada reunión del Consejo, por no mencionar las del Parlamento o la Comisión, se convertiría en un pintoresco desfile, cuya composición dependería en cada caso del tema a tratar. Porque una cosa son las derogaciones temporales, aunque afecten a materias tan importantes como la defensa del tipo de cambio, y otra muy distinta la permanente exención de la disciplina impuesta por las reglas comunes.

\* \* \*

A la vista de todo lo anterior, tengo la impresión de que en ocasiones se han sobrevalorado las posibilidades asignadas en el campo de la inflación a la política monetaria. Es cierto que el «nuevo Sistema Monetario Europeo» ha ampliado el margen de maniobra para reducir los tipos de interés, ayudando así a las economías a superar la recesión. Pero a condición de que los márgenes se utilicen de manera coordinada, pues en caso contrario se corre el riesgo de que las devaluaciones competitivas pongan en peligro los logros del mercado interior. A veces se olvida que no puede aspirarse a mantener simultáneamente la libre circulación de capitales, la fijación de los tipos de cambio, y una política monetaria autónoma. Siendo realistas, ni siquiera es posible alcanzar dos de esos objetivos, sacrificando el tercero. Y la experiencia ha demostrado que el control de los movimientos de capitales no garantiza la ejecución de una política monetaria independiente sin poner en peligro la estabilidad cambiaria.

Como he tratado de poner de manifiesto, la política monetaria está, en última instancia, relacionada con el crecimiento, con la producción, y con el empleo. Pero también he querido dejar constancia de que para alcanzar esos objetivos no existen panaceas. Porque el crecimiento económico, más allá del corto plazo, sólo puede alcanzarse a través de la estabilidad. Y para ello es preciso antes conquistar y mantener la estabilidad de precios.

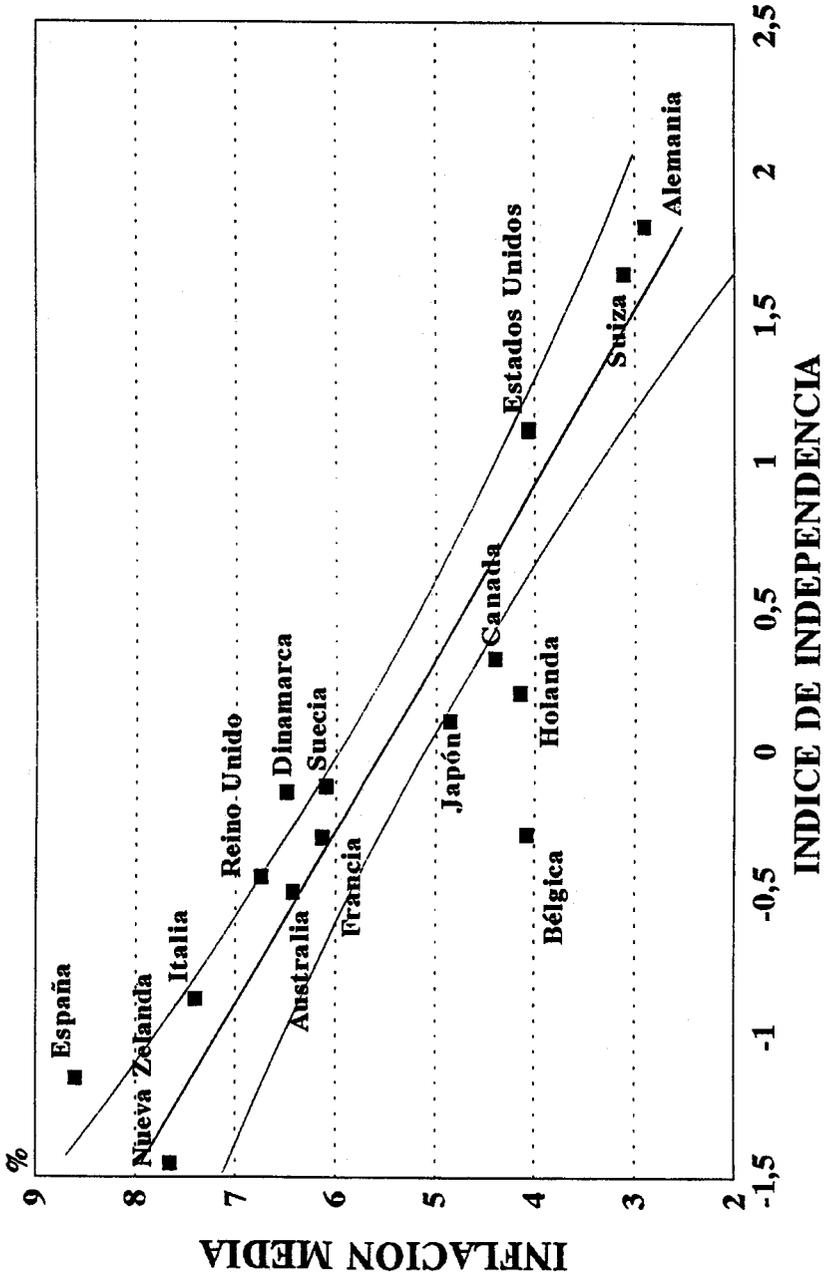
Si algo ha quedado claro después de la crisis del Sistema Monetario es que los tipos de cambio fijos no son un atajo para ganar credibilidad en la lucha contra la inflación. Esta tiene que ser conquistada en casa, a través de un equilibrio sostenible entre la política fiscal y la monetaria por una parte, y por otra de la puesta en práctica de toda una serie de reformas destinadas a reforzar la flexibilidad de nuestra economía. Ambos tipos de medidas son complementarias, porque sólo es posible lograr un reparto eficiente de los recursos disponibles en un clima de estabilidad, capaz de hacer aflorar sin distorsiones los movimientos relativos de precios. Por otro lado, los costes de la lucha contra la inflación, y consiguientemente su credibilidad, están estrechamente relacionados con los obstáculos que impiden a los mercados funcionar correctamente.

No quiero dar por finalizada esta intervención sin subrayar la gran ayuda que supondría la existencia de un consenso nacional sobre las ventajas que, en términos de solidaridad y bienestar social, resultan de la estabilidad de precios. La sociedad española debe interiorizar que la inflación no es algo con lo que hay que resignarse a vivir, sino, más bien, que su desaparición es posible y, sobre todo, deseable. Más allá de que su control constituya un requisito para nuestra incorporación a la Unión Económica y Monetaria, la estabilidad de precios es un bien público, y como tal debe ser perseguido. Y no sólo por la política monetaria de un Banco de España independiente, sino por el conjunto de la sociedad española.

GRAFICO 1  
CUMPLIMIENTO DE LOS CRITERIOS DE CONVERGENCIA

	Antes de la crisis del 92					En la actualidad					Criterios satisfechos	
	IPC	T. I. corto	Déficit público	Deuda pública	Permanencia en el sistema monetario	IPC	T. I. corto	Déficit público	Deuda pública	Permanencia en el sistema monetario	Antes de la crisis	Actual
Alemania .....	NO	SI	NO	SI	SI	NO	SI	SI	SI	SI	3	4
Francia .....	SI	SI	SI	SI	SI	SI	NO	NO	SI	SI	5	4
Italia .....	NO	NO	NO	NO	SI	NO	NO	NO	NO	NO	1	0
Reino Unido .....	NO	SI	SI	SI	NO	SI	NO	SI	SI	NO <sup>34</sup>	3	
Bélgica .....	SI	SI	NO	NO	SI	SI	NO	NO	NO	SI	3	3
Holanda .....	SI	SI	SI	NO	SI	SI	NO	NO	NO	SI	4	3
España .....	NO	NO	NO	SI	NO	NO	NO	SI	SI	NO	1	1
Dinamarca .....	SI	SI	SI	NO	SI	SI	NO	NO	NO	SI	4	3
Portugal .....	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	0	0
Grecia .....	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	0	0
Luxemburgo .....	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	5	5
Irlanda .....	SI	SI	SI	NO	SI	SI	SI	NO	NO	NO	4	3

GRAFICO 2  
 INFLACION E INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES  
 (1955-1990)



Fuente: De Long y Summers.

