



- ◆ Trabajo realizado por el equipo de la Biblioteca Digital de CEU-Universidad San Pablo
- ◆ Me comprometo a utilizar esta copia privada sin finalidad lucrativa, para fines de investigación y docencia, de acuerdo con el art. 37 de la M.T.R.L.P.I. (Modificación del Texto Refundido de la Ley de Propiedad Intelectual del 7 julio del 2006)

La política monetaria: un período crucial

FRANCISCO JAVIER ARÍZTEGUI

1. Introducción: una gestación entre turbulencias exteriores

El establecimiento en España, a comienzos de la década de los setenta, de la política monetaria entendida como la práctica tendente a controlar la cantidad de dinero existente en la economía, es un fenómeno atípico en el sur de Europa, que cabe asociar con los desarrollos teóricos de la segunda mitad de los años sesenta, con la ruptura del Sistema Monetario Internacional y con la transición española hacia la democracia.

Hasta mediados de los años ochenta, en el Reino Unido esta concepción chocó con el escepticismo académico y con el poder del Tesoro, que cercenó la autonomía del banco central. Francia, Italia y Portugal, con sistemas bancarios fuertemente estatalizados, establecieron en el período señalado reglas de «racionamiento del crédito»; mientras que Austria, Holanda, Dinamarca y Bélgica siguieron criterios de fijación del tipo de cambio de sus monedas. Por tanto, entre los países de Europa Occidental, sólo Alemania y España aplicaron dicha estrategia: en Alemania, con un enfoque muy sólido en lo que respecta a la adopción de metas de estabilidad y menos elaborado en los aspectos instrumentales; con

cierto preciosismo técnico y una menor ambición en la fijación de objetivos finales en España.

La implantación en nuestro país del control monetario está relacionada, asimismo, con la transición hacia la democracia, no sólo por la coincidencia temporal de los dos fenómenos, sino porque se gestó sin que se observaran reacciones de rechazo entre los potenciales perjudicados: dirigentes del tardofranquismo y élites financieras. Los problemas políticos y sociales concentraron la atención de la nación, dejando que se desarrollara dicha concepción académica en el Banco de España, con total autonomía respecto a los hábitos bancarios y a la práctica de la política económica, tanto española como de los países vecinos, hasta que los partidos parlamentarios se sirvieron de ella para fundamentar el componente estabilizador de los Pactos de la Moncloa.

Surgió como respuesta a la ruptura del Sistema Monetario Internacional. Los acuerdos de Bretton Woods entraron en crisis como consecuencia del contraste entre los países de Europa Central, más ortodoxos financieramente, y los Estados Unidos, que mantenían una economía altamente presionada por los intentos de que coexistieran los gastos en bienestar social dentro de la nación y el esfuerzo bélico de Vietnam. La pulsación excesiva de la demanda terminó generando en Norteamérica déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente y provocando la exportación de tasas de inflación relativamente elevadas a los restantes países industrializados. A comienzos del año 1969, el presidente Nixon trató de atajar el problema con un programa de austeridad, de corte netamente «monetarista», que sosegó los mercados del dólar. Pero la perturbación ya se había solapado con una crisis cambiaria en Europa, ocasionada por los movimientos sociales del año 1968, que se saldó con una devaluación del franco francés del 11 % y una revaluación del marco alemán del 9 %.

De esta manera, llegaba a su término una década que aspiró a mantener simultáneamente un alto nivel de actividad, una situación equilibrada de los intercambios internacionales, y tipos de cambio fijos en el marco del Fondo Monetario Internacional. Los frutos de dicho voluntarismo fueron unas economías desajustadas, con tasas de inflación y desequilibrios corrientes relativamente elevados, y un escepticismo generalizado sobre la permanencia de un orden internacional basado en el dólar como moneda de reserva y en la absoluta estabilidad de las cotizaciones de las diferentes divisas. En este contexto de incertidumbre, fueron ganando atractivo las políticas monetarias centradas en el control de alguna definición del dinero en circulación, que postulaban una mayor autonomía de los países para elegir la combinación deseada de crecimiento e inflación. La condición necesaria para que pudiera existir un «anclaje» interior independiente, era la libre fluctuación de las monedas, de modo que expresaran la pujanza —o los problemas— de las economías y aislaran a las naciones de los vaivenes monetarios procedentes del exterior.

Tras la devaluación de la peseta de 1967 y la congelación de precios y salarios de 1969, que marcaron el fin del segundo «Plan de Desarrollo», en la primera mitad de los años setenta la economía española experimentó las perturbaciones

que precipitaron la desaparición del Sistema Monetario Internacional. A partir del verano de 1970, a medida que el presidente Nixon abandonó el programa de estabilización y forzó el crecimiento de la economía americana para presentarse a la reelección, se reavivaron las turbulencias cambiarias. En abril y mayo de 1971, el Bundesbank tuvo que intervenir en los mercados de divisas, comprando dólares y, en junio, se inició la fluctuación del marco, del florín holandés y del dólar canadiense. El 15 de agosto de dicho año, los Estados Unidos decretaron una elevación del precio del oro hasta 38 dólares por onza troy, suprimieron oficialmente la convertibilidad de su moneda en oro, introdujeron una tasa suplementaria del 10 % a la importación, redujeron en el 10 % la ayuda exterior, y congelaron precios y rentas.

En el transcurso de 1972, a pesar de que se restablecieron los controles de cambios en diversas naciones, la lira italiana y otras monedas europeas registraron dificultades que culminaron, en febrero del año siguiente, con la flotación generalizada de todas las divisas y una devaluación del 12 % del dólar estadounidense. Tras el cierre de los mercados cambiarios, su apertura, el 19 de marzo de 1973, vino acompañada del acuerdo de cotización conjunta, conocido como la «serpiente europea», y de la plena fluctuación del yen japonés y del dólar canadiense.

Después de los reajustes, los problemas al parecer entraron en vías de solución, ya que se estimaba que los excesos de demanda tenderían a cerrarse en 1974 con una leve recesión, que vendría acompañada de una inflación elevada —pero en vías de desaceleración— y de un mayor equilibrio de las balanzas de pagos de los países industrializados. No obstante, el panorama cambió radicalmente, en el mes de octubre, cuando los países productores de petróleo aprovecharon la «Guerra del Yom Kippur» para introducir restricciones físicas de crudos —hasta enero de 1974— y para forzar subidas del precio del barril, desde 1,3 dólares —cotización de enero de 1971—, hasta 9 dólares —valor de enero de 1974.

El 21 de enero de 1974 se denunciaron los compromisos de intervención con el Fondo Monetario Internacional y la peseta pasó a cotizar sin ninguna limitación en los mercados de divisas. La crisis del petróleo y la ruptura del Sistema Monetario Internacional habían abierto un horizonte de potencial inestabilidad que se agrandó con la transición hacia la democracia, que había comenzado su andadura un mes antes, con la muerte del almirante Carrero Blanco.

El programa que se había iniciado en el seno del Banco de España en el año 1970 aspiraba a paliar algunas de estas dificultades y a dotar a la política monetaria de una cierta autonomía frente a las turbulencias financieras procedentes del exterior, proporcionando unos instrumentos de control que sustituyeran a las toscas herramientas de racionamiento que se habían utilizado anteriormente. En esta línea, cabe apuntar que, en septiembre de 1969, la economía española había sufrido la última experiencia de «control directo» de las magnitudes financieras, consistente en el establecimiento de un «techo del crédito» del 18 %, que posteriormente se elevó hasta el 20 %, y en dicho nivel se mantuvo hasta el verano de 1970. Los problemas bursátiles, las dificultades que experimentó la cuenca cantábrica por la sobreproducción de acero y, sobre todo, el efecto restrictivo

sobre la base de liquidez ocasionado por el depósito previo del 20 % a la importación, aconsejaron realizar un cambio de orientación durante los meses de verano. Se abolieron los «techos de crédito» y se permitió una mayor expansión monetaria, que fue acelerándose, al compás de la absorción de liquidez procedente del mercado de eurodólares, y alimentando una pujante inflación de demanda, que empezó a preocupar a las autoridades a comienzos de 1972.

Mientras tanto, en el Banco emisor iban perfilándose los nuevos instrumentos de control. Había que definir unos ritmos de crecimiento de la cantidad de dinero que, siendo apropiados para financiar la demanda de gasto, limitasen el incremento de los precios y sentasen las bases de un razonable equilibrio de la balanza de pagos. Para que el sistema bancario generase ese flujo de dinero, era preciso establecer unas pautas de creación de la base de liquidez, que dotasen a las instituciones de crédito de los activos de caja adecuados para dar respaldo, precisamente, a dichas tasas de expansión de las magnitudes monetarias.

En los tres primeros años de la década, se definieron los rasgos centrales del esquema que, en sus líneas básicas, se ha mantenido prácticamente inalterado hasta el ingreso de la peseta en el mecanismo de estabilidad cambiaria del Sistema Monetario Europeo, en junio de 1989. Se optó por elegir como objetivo para cada ejercicio una tasa de crecimiento anual de una definición amplia de dinero —las disponibilidades líquidas, o M3— confiando, por los estudios realizados, en que se mantendría una razonable estabilidad en la relación que asocia su avance con el incremento del Producto Interior Bruto y de los precios, de modo que, si las autoridades alcanzaban dicha meta, esperaban influir en la dirección deseada sobre el nivel de inflación y los ritmos de actividad. Como instrumento para obtener dicha progresión de la cantidad de dinero, se eligió a los activos de caja del sistema bancario. En consecuencia, el Banco de España debía ordenar el ritmo de avance de los activos de caja puestos a disposición de las instituciones de depósito; como éstas tenían que cumplir con un coeficiente de «encaje», a través de dicho mecanismo, se intentaría controlar el incremento de los agregados monetarios. Por consiguiente, era necesario disponer de los medios para hacer maleable el balance del Banco emisor, de manera que éste pudiera regular el «encaje» del sistema crediticio y las disponibilidades líquidas de la economía.

Para hacer efectivo dicho proyecto, fue preciso realizar un conjunto de transformaciones en el entramado jurídico y operativo del control que aparecen muy resumidas en el cuadro 1. En el plano legal, el Banco de España absorbió competencias sobre el crédito a medio y largo plazo, sobre las cajas de ahorro y el crédito cooperativo. Volvieron, de nuevo, a su seno las tareas de ordenación de la financiación exterior y de los mercados cambiarios y se suprimieron los sistemas de redescuento automático. En el plano instrumental, se diseñó un coeficiente de caja para los bancos comerciales, industriales y las cajas de ahorro, de cómputo diario, y se puso en marcha un método de recogida de información sobre la evolución de la base monetaria, de los estados contables de los bancos y de los tipos de interés, que permitía seguir muy estrechamente el curso de los mercados financieros. En el ámbito de la política de financiación, se iniciaron los créditos

CUADRO 1. Medidas de política monetaria. Cambios instrumentales.

Fecha	Nueva regulación
Diciembre 1970	Creación por Orden Ministerial del coeficiente de caja para la banca comercial.
Junio 1971	Ley del Crédito Oficial. Supresión del redescuento automático.
Julio 1971	El Banco de España absorbe las funciones de control de las cajas de ahorro, cooperativas de crédito y del crédito a medio y largo plazo.
Octubre 1971	Depósito en efectivo que congela en el Banco de España los incrementos de pesetas convertibles.
Diciembre 1971	Se crea por Orden Ministerial el coeficiente de caja para las cajas de ahorro.
Marzo 1972	Cómputo diario del coeficiente de caja. Quedan incluidos los bancos industriales. Se desplazan dos días los activos de cobertura.
Enero 1973	Orden Ministerial sobre la emisión de bonos del Tesoro, al 5 %, por tres meses, sin límite de cantidades, ni necesidad de fedatario público.
Marzo 1973	Se inicia la subasta de bonos en el Banco de España. Se establece una ventanilla abierta de compra y venta de bonos del Tesoro.
Junio 1973	Recogida telegráfica diaria de información sobre los activos de caja. Recogida telefónica de tipos interbancarios. Inicio de los créditos de regulación.
Julio 1973	Se suspende la libertad de tipos de interés para los depósitos del sector privado a más de dos años. El Banco de España absorbe las funciones cambiarias del Instituto Español de Moneda Extranjera.
Enero 1974	Libre fluctuación de la peseta.

de regulación y la emisión por el Estado —y posterior endoso a tipos de interés libres por el Banco de España— de los bonos del Tesoro.

La nueva concepción postulaba, asimismo, una mayor libertad para la fijación de los tipos de interés, que estaban plenamente regulados, e implicaba una más amplia autonomía del tipo de cambio de la peseta para que pudiera moverse con plena espontaneidad frente a las restantes monedas del Sistema Monetario Internacional. Por último, cabe destacar que, aunque por motivos de sencillez se ha realizado una exposición en la que la actuación del Banco emisor posee efectividad inmediata; en la realidad, el mecanismo de control está basado en la persistencia de las autoridades en la orientación establecida, de modo que consigan modular las expectativas del sistema bancario en un sentido congruente con sus aspiraciones. Para que se alcancen resultados satisfactorios, han de discurrir períodos «relativamente largos, entre los que el plazo trimestral es más bien un mínimo que un máximo»¹.

¹ Banco de España, *Informe Anual 1973*, Madrid, 1974, p. 164.

Respetando el gradualismo que imponían dichos desfases, se intentó dirigir la economía hacia cotas de mayor estabilidad y, así, tal como puede comprobarse en el cuadro 2, al comenzar la segunda mitad de 1972 se pretendió cerrar el ejercicio con una progresión de las disponibilidades líquidas del 20 %, aspirando, también, a que el avance monetario se localizara en el 16 % a mediados de 1973. No obstante, las perturbaciones exteriores impidieron realizar dicho deseo. En este período se desarrolló el único intento restrictivo de la etapa predemocrática. En efecto, a mediados de 1973, la tasa de expansión de M3 se hallaba en el 30 %, y el Banco de España, en sintonía con otros bancos centrales, decidió reducir el crecimiento de las magnitudes, de modo que se situaran en el 20 %, a finales de año, para ir aproximándose hacia el 18 % anual en el transcurso del primer semestre de 1974. Era consciente de que aceptaba incrementos monetarios demasiado elevados y prefería crecimientos más moderados, pero no deseaba generar procesos de «inestabilidad instrumental», si «forzaba» el ritmo de aproximación hacia una senda de mayor disciplina. La crisis de la energía del último trimestre de 1973 y la política instrumentada por todos los países, a lo largo del primer semestre de 1974, dieron al traste con este primer intento de ajuste, que no volverá a producirse hasta los Acuerdos de la Moncloa.

CUADRO 2. Referencias de crecimiento de la cantidad de dinero M3 *

Año	Objetivo de M3
1972	2.º semestre. Se intenta cerrar el año con un crecimiento interanual del 20 %.
1973	1.º semestre. Se pretende llegar a finales de junio con un crecimiento anual del 16 %.
	2.º semestre. Se aspira a reconducir el ritmo de crecimiento hasta el 20 % (se encontraba situado en el 30 %).
1974	Se fija un objetivo del 18 % para el 1.º semestre, que se extiende posteriormente al resto del año.
1975	Para junio de 1975, se aspira a alcanzar un crecimiento anual del 14 %. El ritmo de crecimiento de M3 deberá mantenerse en este valor el resto del año.
1976	1.º semestre. Objetivo del 16,5 %.
	2.º semestre. Objetivo del 20 %, incrementado posteriormente, en septiembre, hasta el 21 %.
1977	1.º semestre. Objetivo del 21 %.
	2.º semestre. Se aspira a cerrar el año con una tasa anual del 17 %.

* Las referencias de crecimiento, que se daban a conocer con posterioridad a su período de instrumentación, se establecían habitualmente para un semestre. Las tasas no son uniformes, ya que el Banco estuvo buscando unos parámetros de definición que cubrieran los períodos de referencia y tuvieran un carácter poco errático. En esta etapa inicial, llama la atención el carácter «balbuciente» de la programación [plazos no uniformes, etapas que se solapan, tasas de crecimiento con diversos horizontes, etc.], frente a la mayor precisión que caracteriza a las fases posteriores, tal como puede observarse en el cuadro 4.

Fuente: Banco de España. (Informes Anuales de los años respectivos.)

2. El inicio de la transición. Años de letargo (1974-1977)

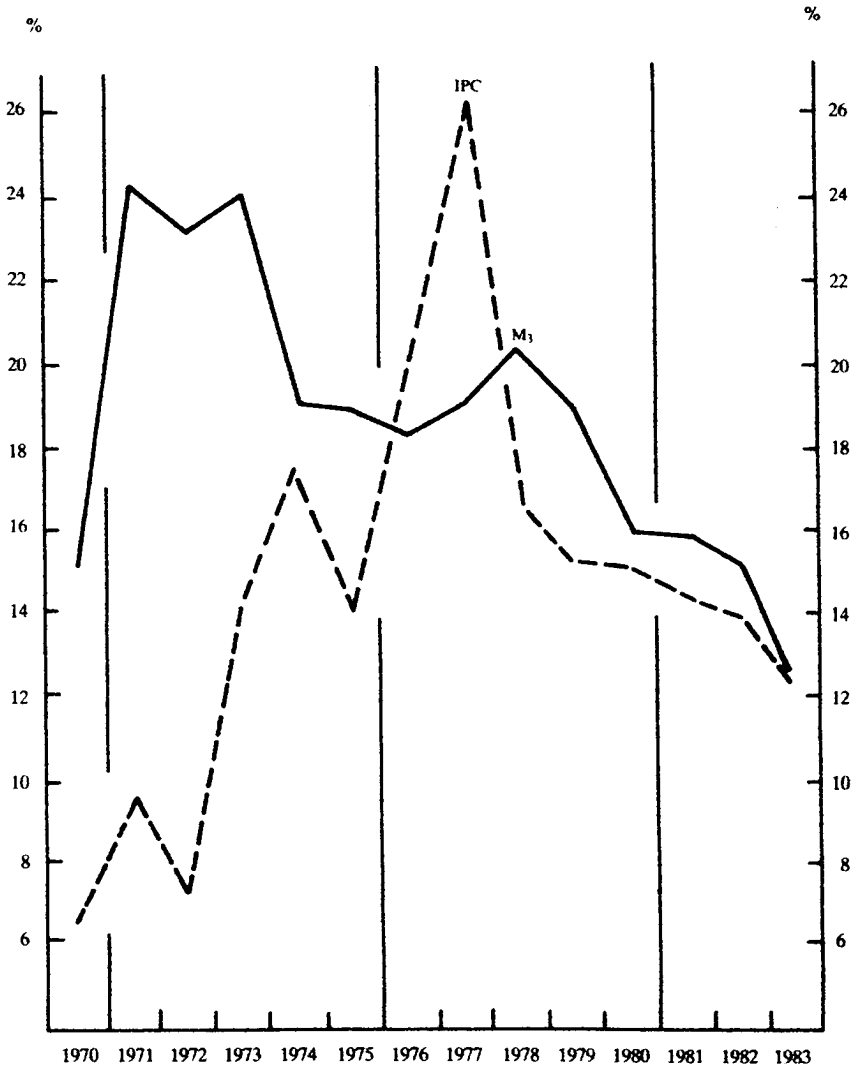
Pasado el impacto inicial de la crisis del petróleo, en el transcurso de los años 1974 y 1975, el entorno internacional fue adquiriendo un cariz menos dramático. En los primeros meses de 1974 se normalizó el suministro de crudos y los distintos países occidentales aplicaron medidas compensadoras que atenuaron el efecto depresivo de la perturbación, a pesar de que anularon los factores que podían dificultar la aceleración de los precios. En consecuencia, acabado el año 1974 y una vez que se encajó la subida permanente de la inflación que supuso la explosión del valor de las materias primas, las economías de los países industriales empezaron a reanimarse. El choque real había sido tan grave que no fue posible avivar la inversión —con la excepción de la dedicada al ahorro y sustitución de energía—, pero la demanda de consumo respondió con rapidez y se vio acompañada por las exportaciones de bienes y servicios hacia los países productores de petróleo. Estados Unidos, primero, y Alemania y Japón, después, impulsaron la economía mundial, mientras los países occidentales observaban la emergencia de naciones, como México, Venezuela o los países árabes del Mediterráneo y del Oriente Próximo, que parecían iniciar un firme despegue hacia el desarrollo.

Tras el intento fallido de reducción del ritmo de avance de los agregados monetarios, practicado durante la segunda mitad del año 1973 y el primer semestre de 1974, la política monetaria española siguió un curso intermedio, que expresaba una clara indecisión. Si se adoptaba una orientación restrictiva, los impulsos impartidos por las autoridades iban a traducirse, a corto plazo, en un incremento del paro, ante la creciente dificultad de doblegar unas expectativas inflacionistas fuertemente arraigadas en la sociedad. Téngase en cuenta que, en aquellos momentos, España, con un precario seguro de paro, debía pechar con el desempleo propio y con el expulsado por los restantes países europeos receptores de nuestra emigración. Por el contrario, si se optaba por imprimir un tono expansivo al control de la liquidez, sólo una progresiva aceleración del proceso inflacionista, financiada mediante un avance sustancial de los agregados monetarios, y acompañada por una combinación de ingresos y gastos públicos moderadamente deficitaria, podía sostener una tasa apreciable de crecimiento real, aunque la economía debía caminar por una senda abundante en sobresaltos, con el flanco exterior en descubierto y en un clima de incertidumbre creciente. El Banco de España terminaba opinando que era «difícil imaginar la viabilidad de tal futuro, ya que estos ensayos acaban muy mal»².

Dicho dilema atenazó a las autoridades, que no contaban ni con la fuerza política ni con el apoyo social para abordar un programa de austeridad. En consecuencia, se produjo la paradoja del arrinconamiento de una potente herramienta de estabilización, precisamente cuando más necesaria era su presencia. Hasta las elecciones generales de 1977, el Banco de España se dedicó a perfeccionar un

² Banco de España, *Informe Anual 1974*, Madrid, 1975, p. 113.

GRÁFICO 1. Disponibilidades líquidas e índice general de precios al consumo
(Tasas interanuales de crecimiento)



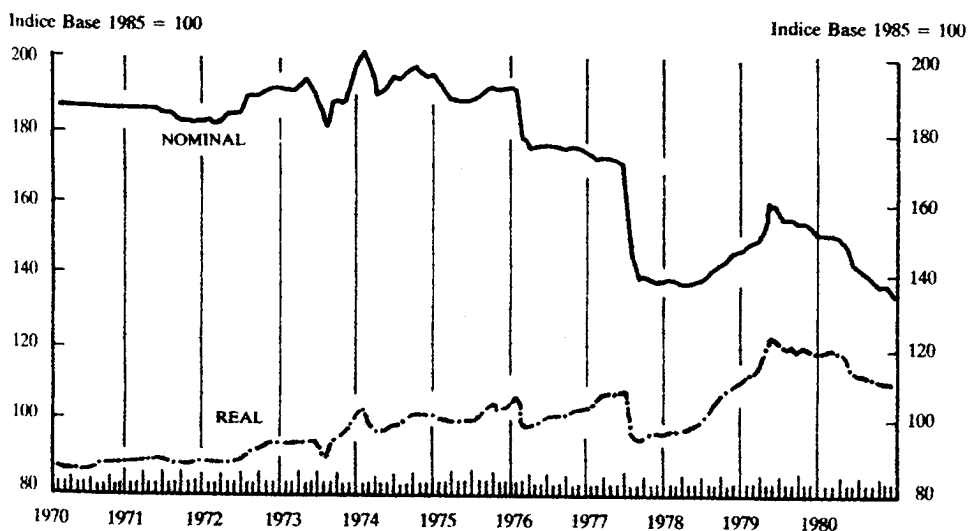
Fuente: Banco de España y elaboración propia.

instrumento que ya estaba prácticamente perfilado. Como puede observarse en el gráfico 1, en el intervalo 1974-1977 la economía española registró una tasa de inflación que creció del 14 % al 26 %, mientras que el producto interior, que había trazado el cénit de su expansión en 1972 y 1973, con niveles del 8 %, fue descendiendo hasta valores muy próximos al estancamiento, situados en el entorno del 2 %.

En el año 1974, el Banco se fijó como objetivo un crecimiento de las disponibilidades líquidas del 18 %, claramente incompatible con una razonable estabilidad interior. No obstante, la expansión de M3 rebasó el valor de referencia y alcanzó, al cierre del año, una tasa anual ligeramente superior al 20 %. Desde ese nivel, tal como puede apreciarse en el cuadro 2, las autoridades intentaron reducir el ritmo de crecimiento del agregado, a lo largo del primer semestre de 1975, hasta el 14 %, y a partir de ese momento, se propusieron mantenerlo estable en dicha tasa anual. De nuevo, fracasaron en su empeño, pues se registró un incremento cercano al 19 %, con un perfil aproximadamente uniforme.

El primer gobierno nombrado tras la muerte del general Franco pretendió reducir dicho valor hasta el 16,5 % y aplicar medidas estabilizadoras, comenzando con la depreciación de la peseta, en febrero de 1976 —depreciación Villar Mir—. Tal medida no estuvo acompañada por un programa estabilizador, resultando un ejemplo de depreciación no «arropada» por una caída de la demanda interna, que quedó eliminada por la aceleración de los precios (véase gráfico 2).

GRÁFICO 2. Posición efectiva de la peseta frente a los países desarrollados



Fuente: Banco de España y elaboración propia. La posición «real» de la peseta está ajustada por los precios al consumo.

La política monetaria del primer semestre tuvo un carácter moderadamente restrictivo y su impacto se vio acentuado por un fuerte crecimiento de los costes —sobre todo laborales—. Se generaron, en consecuencia, algunas tensiones que aconsejaron revisar los objetivos perseguidos, primero en agosto de 1976, hasta el 20 %, y después, en septiembre del mismo año, hasta el 21 %. Dicha tasa se usó como referencia para la primera mitad del año 1977, poniendo en evidencia que el Gobierno concedía absoluta prioridad a los cambios políticos del período, financiando una grave inflación de costes y rentas, a través de un incremento monetario intenso y de una considerable pérdida de reservas de divisas. La inflación fue acelerándose a medida que discurría el año, de modo que a mediados de 1977 se situaba en el 30 % en tasa intermensual elevada a anual, en una loca pugna entre precios y rentas consentida por las autoridades.

Esta misma sensación de letargo de la política monetaria se percibe cuando se revisan los avances instrumentales registrados en los tres años y medio que discurren desde el inicio de 1974 hasta el mes de julio de 1977, que figuran extractados en el cuadro 3. En febrero de 1974 se unificó el sistema de cómputo del coeficiente de caja, incluyendo en él a las distintas entidades —banca comercial, industrial, cajas de ahorro— y a los diferentes tipos de pasivos bancarios. Asimismo, en el verano de 1974, se inició la concesión de préstamos de regulación monetaria a 3, 4, 5 y 7 días, a tipo variable, y otorgados en cuantía proporcional a los recursos propios. En 1976 se puso en marcha el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, que se convertiría, con el paso del tiempo, en el sistema central de liquidación de los mercados financieros.

El Banco de España procuró mantener unos ritmos uniformes de generación de la base monetaria para no suscitar respuestas impetuosas del sistema bancario ante recortes súbitos e irregulares de la liquidez. Estos recortes eran provocados, en ocasiones, por los distintos coeficientes de caja aplicables a las diversas insti-

CUADRO 3. Medidas de política monetaria. Cambios instrumentales

<i>Fecha</i>	<i>Nueva regulación</i>
Febrero 1974	Cómputo del coeficiente de caja en medias decenales de cifras diarias. Se aplica también a la banca industrial.
Julio 1974	Se inicia la concesión diaria de préstamos de regulación a siete días, con tipo variable, en cuantía proporcional a los recursos propios.
Agosto 1974	Libertad para el tipo de interés de los depósitos y créditos a más de dos años. Las comisiones bancarias para créditos a la clientela eran libres.
Julio 1976	Se establece el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero en Madrid, Barcelona y Bilbao.
Mayo 1977	Se crea el Servicio de Transferencias Telefónicas Interbancarias.
Julio 1977	Se liberalizan los tipos de interés a más de un año.
Julio 1977	Devaluación Fuentes Quintana.

tuciones; o por un movimiento excesivo de dichos coeficientes; o por la inflexibilidad de los tipos de interés a la baja —ya que no podían rebasar en su descenso el nivel del tipo de redescuento—; o por simple desconocimiento de la evolución de la liquidez de base, ocasionado por discrepancias en la cuantificación de los depósitos en el Banco de España entre los datos obtenidos de los registros del Banco emisor o de las cifras extraídas de la contabilidad de las entidades. Pese a los pequeños retoques que se han reseñado, el siguiente progreso de importancia en la definición e instrumentación de la política monetaria se desarrollará a partir del segundo semestre de 1977.

3. Años de apogeo y crisis (1978-1982)

Los años de indecisión y ambigüedad llegaron a su fin en el verano de 1977, iniciándose la nueva etapa con la devaluación de la peseta. Como se ha señalado, el anterior ajuste cambiario había resultado un fracaso, dejando una secuela de mayor inflación. En esta ocasión, el Gobierno se propuso iniciar con celeridad un programa de saneamiento, imprimió una orientación restrictiva a la política monetaria y, en el mes de julio, presentó un proyecto de reforma fiscal. Por último, en octubre de 1977, los distintos partidos políticos con representación parlamentaria firmaron los Pactos de la Moncloa, que dieron cobertura política y aceptación social a un plan de austeridad capaz de asegurar el clima de estabilidad que precisaba la elaboración de la Constitución. Se acordó una tasa de crecimiento de los salarios, y se marcaron un ritmo de expansión económica y unos objetivos de inflación, que suponían un «corsé» riguroso para el año 1978. Como compensación del sacrificio salarial exigido a los trabajadores, se pergeñaron un conjunto de reformas estructurales en el ámbito del gasto público, gestión de empresas estatales, saneamiento del sistema financiero, planes energéticos, apoyos a la exportación, etc., que presagiaban un horizonte de modernidad.

Tras el rechazo inicial de las organizaciones situadas a la izquierda del Partido Comunista y de grupos sindicales no asociados a los partidos políticos firmantes, se pusieron en práctica los puntos acordados. Inevitablemente eran mucho más factibles y controlables los aspectos financieros y salariales que las transformaciones de tipo estructural y, en consecuencia, la política monetaria pasó a ocupar un protagonismo crucial en la conducción de la economía. Había hecho su aparición una herramienta, un tanto esotérica, que aportaba precisión en la definición de metas y cierto tecnicismo y lejanía en sus aspectos instrumentales, virtudes que en aquellos momentos habían de resultar preciosas puesto que le otorgaban prestancia y, al tiempo, le alejaban de la batalla política a ras del suelo. Para el cierre de 1977 y el ejercicio 1978 se definió un objetivo consistente en «una senda de las disponibilidades líquidas, cuyo punto medio se aproximará al 17 % anual», con unos márgenes de $\pm 2,5$ %, que aparece en el cuadro 4. Dichas bandas tenían por finalidad ofrecer unos límites más amplios de tolerancia, ya

que los errores de instrumentación y medición de la magnitud así lo exigían para evitar reacciones desmesuradas, tanto de las autoridades —si percibían desbordamientos en los agregados—, como de las instituciones bancarias —si respondían con excesivo nerviosismo a las señales del banco emisor—. Servían, asimismo, para dar cabida a desviaciones transitorias y para acomodar perturbaciones temporales en la demanda y oferta de dinero, que son relativamente frecuentes y carecen de relevancia, puesto que no afectan de manera sistemática al gasto nacional. En este sentido, se pensaba que sólo una actuación tesonera del Banco de España terminaría conformando las actitudes de los agentes económicos y doblegando las inercias inflacionistas.

CUADRO 4. Objetivos monetarios en España

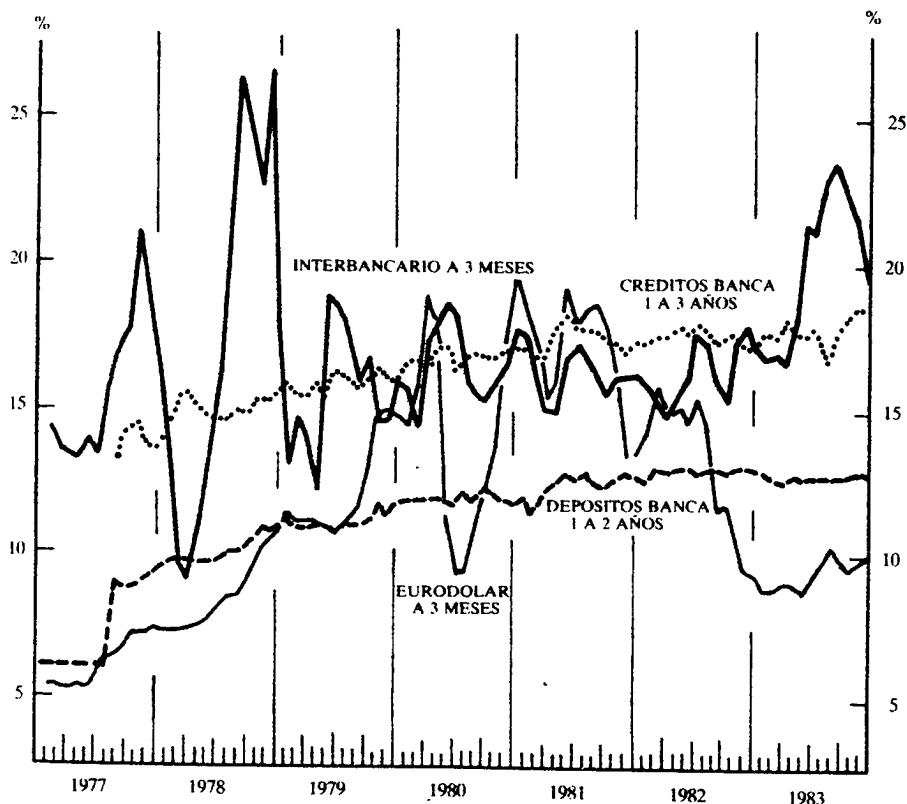
	<i>Magnitudes monetarias (% diciembre / diciembre año anterior)</i>			
	<i>Banda de objetivos</i>		<i>Evolución efectiva</i>	
	<i>M3</i>	<i>ALP</i>	<i>M3</i>	<i>ALP</i>
1978	19,5 - 14,5	—	20,3	19,7
1979	19,5 - 15,5	—	19,4	19,3
1980	20,0 - 16,0	—	16,1	16,5
1981	18,5 - 14,5	—	15,7	16,7
1982	17,5 - 13,5	—	15,3	17,8
1983	15,0 - 11,0	18,0 - 14,0	12,8	16,1
1984	12,5 - 8,5	15,0 - 11,0	12,8	14,0
1985	—	14,5 - 11,5	—	13,2
1986	—	12,5 - 9,5	—	11,9
1987	—	6,5 - 9,5	—	14,3
1988	—	8,0 - 11,0	—	11,0
1989 *	—	6,5 - 9,5	—	10,4 *
1990	—	6,5 - 9,5	—	—

* En junio de 1989, la peseta entró en el Sistema Monetario Europeo y, por tanto, los objetivos de cantidad de dinero dejan de tener el carácter de referencia principal para pasar a ocupar un lugar auxiliar en el esquema de instrumentación.

Fuente: Banco de España.

La intervención en los mercados de dinero impulsó al alza los tipos de interés de los depósitos interbancarios, ya que las entidades de crédito ofrecían una firme resistencia a reducir los ritmos de crecimiento del crédito, y la liquidez de base que proporcionaba el Banco emisor no era capaz de cubrir los pasivos generados por el sistema bancario. Tras algunos episodios en que los tipos día a día se situaron por encima del 50 % (véase el gráfico 3), las entidades empezaron a

GRÁFICO 3. Tipos de interés



Nota: La referencia del texto es a los tipos día a día, más sensibles, obviamente, que los tipos a tres meses. Los episodios de explosión en el interbancario a muy corto plazo se desarrollaron desde el tercer trimestre de 1977 hasta comienzos de 1979.

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

frenar la expansión de su negocio y a reducir la tasa de avance de la financiación otorgada a su clientela.

Dicha restricción del crédito al sector privado, unida al recorte en el ritmo de crecimiento de los salarios nominales, que se ajustaron a la progresión esperada de los precios al consumo para el año 1978, provocó una disminución del incremento de los precios (véase gráfico 1) y una drástica revisión a la baja de las expectativas de inflación, sin que se resintiera apreciablemente el ritmo de avance de la actividad, que se mantuvo en el entorno del 2 %, tal como venía sucediendo desde el año 1975.

El Banco de España introdujo un bloque muy amplio de reformas en la gestión monetaria, que se resume en el cuadro 5, buscando ordenar y simplificar sus

CUADRO 5. Medidas de política monetaria. Cambios instrumentales

<i>Fecha</i>	<i>Nueva regulación</i>
Septiembre 1977	Se amplía el contenido de la variable instrumental. Antes sólo comprendía los activos líquidos de la banca, a partir de septiembre también incluye los activos de caja de las cajas de ahorro. Se iguala el nivel del coeficiente de caja —fecha límite octubre 1978— en el 5,25 %. Plena libertad de tipos de interés del Banco de España, incluso para el redescuento. Se inicia la concesión de préstamos de regulación monetaria a las cajas de ahorro. Estos se distribuyen mediante subasta.
Septiembre 1978	Con tipos día a día al 50 %, se suprime durante una decena la subasta de préstamos de regulación monetaria.
Enero 1979	Depósito del 1 % de los pasivos computables, remunerado al tipo básico. Cumplimiento trimestral.
Febrero 1979	Se conceden hasta 4 créditos de regulación monetaria al mes con la garantía de los bonos del Tesoro.
Marzo 1979	Depósito remunerado del 2 % de los pasivos computables.
Abril 1979	Reducción del límite de redescuento en 50 000 millones. Depósito previo del 25 % del endeudamiento exterior de las empresas no financieras hasta octubre 1979.
Febrero 1980	Superado el límite de emisión de los bonos del Tesoro (150 000 millones), es necesario poner en circulación Certificados del Banco de España para plazos superiores a 3 meses. Se ofrecen por el nominal, en ventanilla abierta, a 1, 2 y 3 meses, señalando diariamente tipos de interés.
Mayo 1980	Se inicia la emisión de Certificados del Banco de España a 6 meses.
Julio 1981	Desaparece la cláusula de derecho a 4 créditos al mes con la garantía de títulos públicos.
Octubre 1981	Se ofrecen Certificados a 1 año y esporádicamente a plazos superiores. El mercado interbancario inicia la negociación de «repos» para evitarse el IGTE y obtener una mayor garantía.
Noviembre 1981	Se colocan 30 000 millones en pagarés del Tesoro, no desgravables, abiertos al público. La banca privada suscribe toda la emisión.
Abril 1982	Se crean los Certificados de Regulación Monetaria para colocar a descuento sólo dentro del sistema bancario. Los plazos se solapan con los pagarés del Tesoro.
Agosto 1982	Se asigna un único activo público para cada plazo; hasta 3 meses, Certificados de Regulación Monetaria del Banco; para 6 meses y 1 año, pagarés del Tesoro.
Diciembre 1982	Devaluación de la peseta del 8 %. Incremento de 1 punto en el coeficiente de caja (6,75 %).

instrumentos: coeficientes, financiación al sistema bancario y libertad de los tipos de interés. Estaba convencido de que, si aspiraba a controlar la cantidad de dinero, debía dotar de plena autonomía a los tipos de interés, puesto que su limitación suponía una subvención a la acumulación de capital —precisamente en un momento en el que era necesario un uso intensivo del factor trabajo—, e implicaba para la industria financiera un recorte de la concurrencia entre instituciones mal acostumbradas por años de oligopolio y *status quo*. Inició, asimismo, la concesión de préstamos mediante subastas, con pujas de tipos de interés. En un primer momento, hubo que proceder a suspender dichas subastas, ya que las entidades creían que alimentaban subidas en el precio del dinero. Cuando el mercado observó que habían dejado de convocarse y, a pesar de ello, no habían descendido los tipos de interés a corto plazo, volvieron a celebrarse, pasando a ser el método habitual de distribución del crédito.

Pese a que se había conseguido limitar el gasto nominal, sobre todo en su componente de precios, a mediados del año 1978 empezaron a actuar nuevos factores impulsores del crecimiento de las magnitudes monetarias. Tras la devaluación del verano del 77, se había experimentado un vuelco en las expectativas de cotización de la peseta y en la evolución de los intercambios con el exterior. Los exportadores, ante las ganancias de competitividad de los productos elaborados en España, la persistente pulsación del comercio internacional y la menor absorción de los mercados internos, incrementaron sus ventas de bienes y servicios al exterior. Al tiempo, se deshicieron las posiciones especulativas contra la peseta y, al amparo de unos diferenciales de tipos de interés ampliamente favorables para las colocaciones en España, se registró un reflujo de capitales, tanto de no residentes que deseaban invertir en nuestra economía, como de nacionales que demandaban créditos en el exterior. Estas mutaciones provocaron un cambio sustancial en los mercados de divisas.

En un primer momento, hasta la primavera de 1978, se optó por reconstituir las reservas exteriores, que habían quedado muy reducidas, y se mantuvo el tipo de cambio estable, acumulando divisas convertibles (véanse gráficos 4a y 4b). El acopio de activos exteriores, unido al crecimiento del déficit público y al atraso en la emisión de deuda del Estado, aceleraron la expansión de las disponibilidades líquidas, poniendo en peligro la consecución de los objetivos. En consecuencia, se decidió aceptar una apreciación de la peseta que acabó rápidamente con las ganancias de competitividad obtenidas con la depreciación, tal como puede observarse en el gráfico 2.

Las tensiones, no obstante, perduraron y el Banco de España, a comienzos de 1979, tuvo que esterilizar activos líquidos de los bancos y las cajas de ahorro, estableciendo depósitos obligatorios remunerados al tipo básico —8 %—, utilizando la misma base de cómputo del coeficiente de caja. Como no bastó para frenar la tendencia a la apreciación de la peseta, terminó imponiendo, en el mes de abril y hasta el 31 de octubre de 1979, un depósito previo no remunerado del 25 % de la financiación crediticia obtenida por los residentes en los mercados internacionales. Los depósitos remunerados desempeñaban un cometido semejan-

GRÁFICO 4a. Reservas de divisas y deuda exterior

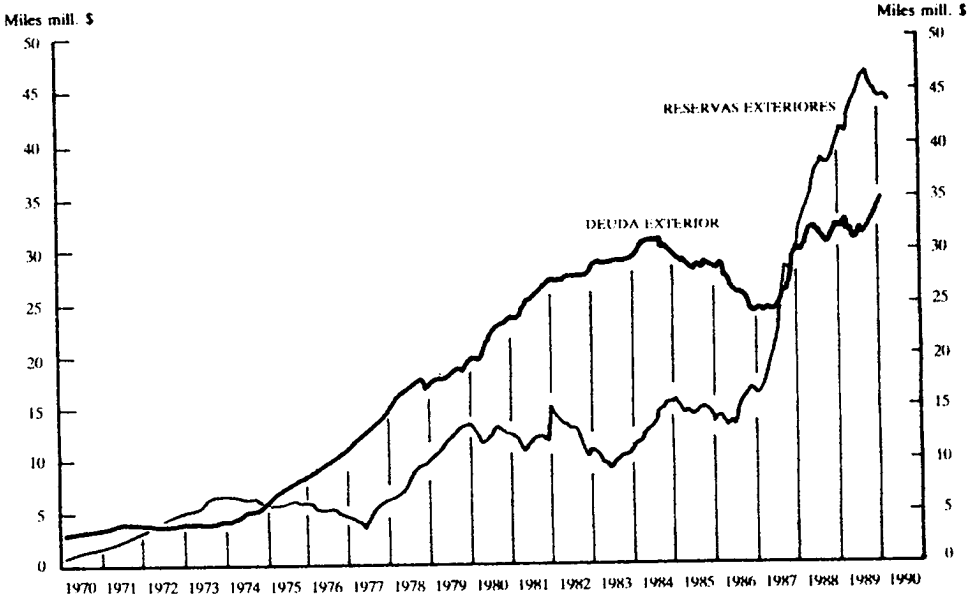
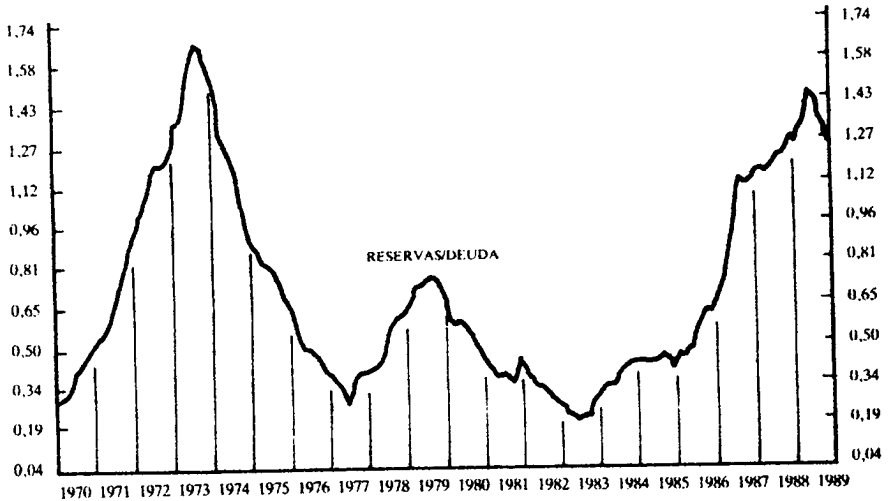


GRÁFICO 4b. Índice de posición exterior
(Datos mensuales a fin de período)



Nota: El incremento de reservas de finales de 1981 se debe a una revalorización del oro. Véase *Boletín Económico*, Banco de España, enero de 1982.

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

te al coeficiente de caja, pero con una carga fiscal reducida a la mitad, aproximadamente; mientras que el depósito no retribuido pretendía primordialmente encarecer la financiación exterior. Estas medidas se acompañaron con una reducción en 50 000 millones de los límites de redescuento.

A pesar de las actuaciones reseñadas, las autoridades no terminaban de controlar los agregados monetarios y crediticios, y la inflación. Para el año 1979 confiaban en lograr un incremento relevante de la actividad a través de una expansión fiscal. Combinaban dicho impulso con un control del crecimiento de M3, que cifraban en el 17,5 %, y aspiraban a situar el avance del crédito a las empresas y familias en el 17 %, en un intento de atenuar la expulsión del sector privado de los mercados de crédito por obra de la acumulación de reservas exteriores y del incremento del recurso del Tesoro al Banco de España. Tales objetivos, excesivamente ambiciosos, se vieron desbordados a partir de la convocatoria y celebración de elecciones generales en el mes de marzo de 1979. La conjunción de la perturbación cambiaria y la expansión del gasto público con la firme pulsación de la demanda de crédito del sector privado, y con la «relajación» que supone todo período electoral, plantearon dificultades graves al Banco de España que, a finales del verano, se complicaron con una nueva crisis en los suministros de energía.

En efecto, en la primavera de 1979 se apreció un rápido deterioro del clima económico, a medida que se radicalizaba la revolución islámica, tras el retorno a Teherán del imán Jomeini. El mercado de petróleo, que había encontrado una senda de estabilidad desde 1975 a 1978, volvió a entrar de nuevo en ebullición ante la pujanza de la demanda de los países occidentales y la reducción de la oferta de un productor de la importancia de Irán. Desde el año 1976 las naciones occidentales habían alcanzado, otra vez, ritmos de actividad elevados; Estados Unidos empeñado en una política claramente expansiva, Japón cosechando tasas de crecimiento del PIB próximas al 6 % durante cuatro años consecutivos; y Alemania expandiendo su producción interna, mientras experimentaba una reducción de precios como resultado de la apreciación del marco. Estas actuaciones terminaron alentando una cierta despreocupación, en especial en los Estados Unidos, donde el presidente Carter aceptó un incremento de la tasa de inflación con el objetivo de prolongar una etapa de recuperación que empezaba a declinar. En estas circunstancias, la cotización del barril de crudo volvió a subir desmesuradamente. En comparación con 1978, los precios se incrementaron un 30 % en el año 1979 y un 70 % en 1980. De 14 dólares que costaba un barril de crudo «Arabio ligero» en 1978, su valor se elevó hasta 32 dólares en el año 1980.

La segunda escalada del precio del petróleo suscitó una respuesta muy diferente a la que se observó tras el alza de 1973. Los países consumidores se habían convencido de la inconveniencia de enmascarar un problema real con «emplastos» monetarios y, en esta ocasión, optaron por encajar el impacto depresivo e inflacionista del *shock* y por realizar las adaptaciones que demandaba la nueva situación: ahorro de energía, reducción de los costes salariales, traslación de recursos hacia la exportación, retroceso del consumo privado y de la renta real. Para ello,

era necesario que la política financiera no crease un clima de euforia artificial que equivocase a los agentes sobre la profundidad y persistencia de la crisis. En consecuencia, dictaron políticas monetarias restrictivas; en Estados Unidos y los países nórdicos aplicaron incrementos del coeficiente de caja, control de la base monetaria y reducción de los límites de redescuento; en Japón, Francia e Italia establecieron «techos de crédito»; y, en todos ellos, se registraron subidas de los tipos de interés, que se manifestaron con especial virulencia desde mediados de 1979 hasta el primer semestre de 1980, tal como puede observarse en el gráfico 3. La tasa de crecimiento del comercio mundial, en términos reales, que había alcanzado el 5,5 % en 1978 y el 6,5 % en 1979, descendió al 1,5 % y al 1,6 % en 1980 y 1981, respectivamente. El Producto Interior de los países industrializados cayó desde el 4 % en 1978, al 3,4 %, 1,4 % y 1 % en 1979, 1980 y 1981, respectivamente; mientras que la inflación ascendió al 7 %, 9 %, 12 % y 10 % desde 1978 a 1981, en términos de precios al consumo.

La perturbación energética dejó secuelas permanentes en los mercados financieros en forma de una acusada inestabilidad, que todavía se percibe en la actualidad. En efecto, el presidente Carter tomó medidas restrictivas en el verano de 1979 y, en marzo de 1980, el tipo preferencial de los bancos norteamericanos se situó en el 18 %. Tras una leve distensión durante los primeros meses de la presidencia Reagan, en el otoño de 1980 se registró un nuevo incremento de los tipos de interés hasta la zona del 20 %, en términos de los depósitos interbancarios a tres meses representados en el gráfico 3, y del 22 % para el tipo preferencial, que estuvo asociado a un curso más estricto en la oferta de liquidez por parte de la Reserva Federal. Dichas actuaciones, unidas a nuevas tensiones políticas, como la invasión de Afganistán y la sucesión de Breznev, alentaron una tendencia persistente a la apreciación del dólar. Las naciones europeas, que temían que el ascenso del dólar acentuara sus problemas de inflación, trataron de frenar esta revalorización elevando los tipos de interés e interviniendo en los mercados cambiarios.

España participó en esta nueva orientación puesto que sus problemas eran de la misma índole que los sufridos por los restantes consumidores de petróleo, pero más acentuados. Su ahorro energético había sido prácticamente inexistente, ya que, mientras los países de la OCDE habían reducido en el período 1973-1978 un 6 % sus *inputs* energéticos primarios, en España se habían incrementado un 6 %; y en 1978 su producción energética apenas cubría el 31 % de la demanda, frente al 64 % en la OCDE. El gobierno español, consciente del atraso que arrastraba nuestro aparato productivo en los ajustes que la situación demandaba, no tuvo más remedio que adherirse a la estrategia mundial.

En el otoño de 1979, el Producto Interior Bruto crecía a una tasa del 2,5 % y la inflación se había acelerado ligeramente hasta el 16 %. En consecuencia, se decidió encajar el impacto depresivo exterior, situar el crecimiento de M3 para el segundo semestre del año en el 19,5 % y fijar para 1980 un ritmo de avance de las disponibilidades líquidas del 18,5 %. Las turbulencias exteriores y la quiebra de una parte sustancial de los bancos privados españoles, que se había ini-

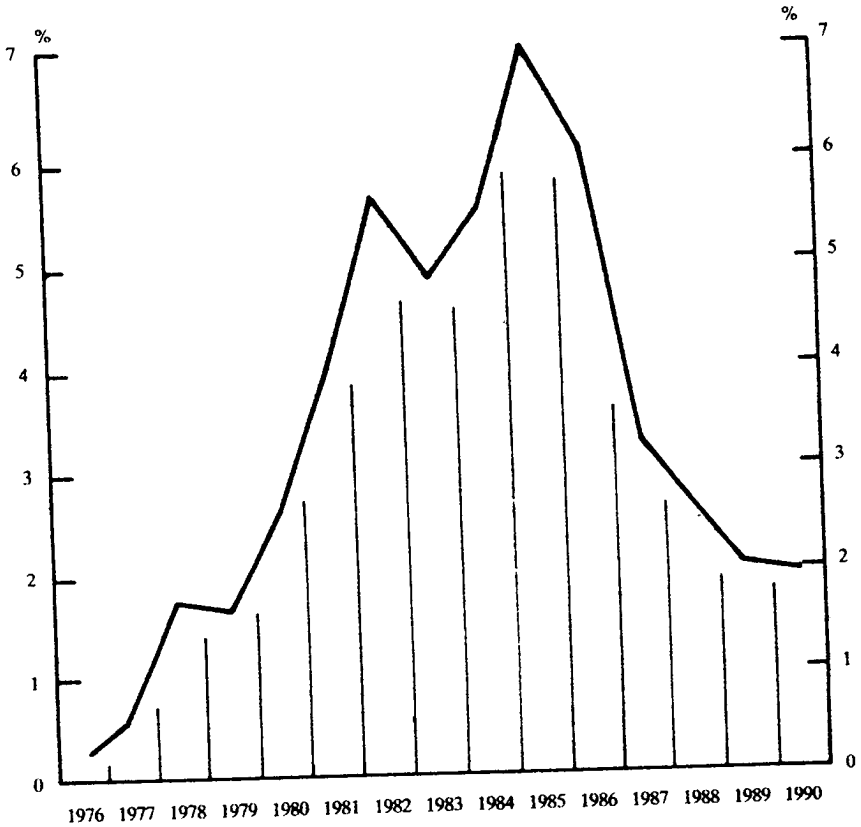
ciado a finales de 1977 y se manifestaba en toda su virulencia en aquellos momentos, habían reducido los márgenes de holgura de la política económica debido a la conveniencia de atender con fondos públicos unas pérdidas tan voluminosas de ahorro financiero y a la necesidad de financiar el déficit corriente acumulado y mantener unos diferenciales de tipos de interés a favor de las colocaciones en pesetas que asegurasen una evolución ordenada de los mercados cambiarios. El Banco de España se propuso localizar el crecimiento de M3 en el extremo inferior de la banda de fluctuación y aceptó una suave depreciación del tipo de cambio. Para 1981 se definió un objetivo de incremento de los agregados monetarios del 16,5 %, capaz de atender un avance de los precios del orden del 14 % y un crecimiento del producto del 1,5 %, y para 1982 se fijaron unas referencias semejantes, que permitían un tono contenido de la actividad interior (véase cuadro 4).

A los problemas económicos generales de los países occidentales, agravados por la mayor dependencia energética, se sumaron, en el caso español, la inestabilidad política —intento de golpe de Estado— y la súbita aparición del déficit público. La inestabilidad política aconsejó abrir un paréntesis en el ajuste iniciado en el otoño de 1979, de manera que 1981 y 1982 pueden calificarse como años de transición. Mientras tanto, se procedió a poner en marcha la Ley de Organos Rectores del Banco de España, que consagraba una mayor autonomía del banco emisor, y en el Acuerdo Nacional para el Empleo se estableció una pausa en las reivindicaciones salariales y en la lucha contra la inflación.

Esta parada supuso un compás de espera para el control monetario. Se mantuvo una actitud gradualista, modulando los tipos de interés interiores a los influjos de los tipos estadounidenses, tratando de que se ajustara lentamente la economía y que no se agravara el deterioro del sector exterior. El problema más acuciante fue la necesidad de financiar un déficit público muy voluminoso en unos mercados que no estaban preparados para absorber emisiones masivas de deuda (véase gráfico 5). Esta carencia echó sobre el Banco de España la carga de su cobertura, si quería evitar una explosión de la liquidez de base provocada por un incremento desmesurado del Recurso del Tesoro al Banco emisor. En el cuadro 5 se expresan de manera resumida las vicisitudes de su financiación.

En una etapa inicial, se optó por emitir a un tipo «artificial» bonos del Tesoro, que el Banco de España endosaba a tipos de mercado. Alcanzado el límite de emisión, el banco central puso en oferta «a la par» Certificados de depósito, emitidos por él mismo, a plazos superiores a tres meses. Posteriormente, en noviembre de 1981, se ofrecieron pagarés del Tesoro para su colocación entre los particulares y las empresas. Las entidades de crédito recelaron de esta estrategia y monopolizaron la suscripción. En la primavera de 1982, el Banco pasó a subastar Certificados de Regulación Monetaria, colocados a descuento y a plazos inferiores a un año, que, en principio, se solaparon con los pagarés del Tesoro. En agosto de 1982, se asignó un activo para cada plazo: hasta tres meses, los Certificados del Banco, y para vencimientos superiores, los pagarés del Tesoro —a seis meses y un año—. Ambos activos financieros se distribuyeron mediante subastas decenales y quincenales, respectivamente.

GRÁFICO 5. Déficit público en porcentaje del PIB



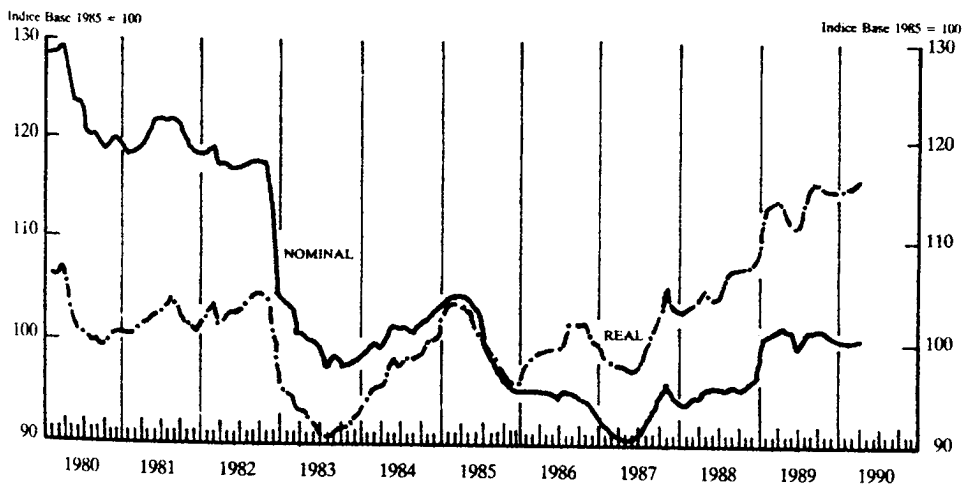
Fuente: Banco de España y elaboración propia. Datos de las Administraciones públicas. Para 1990 previsión presupuestaria.

Tal cúmulo de emisiones perturbó la gestión monetaria, puesto que el Estado comenzó a ser sensible al coste financiero de su suscripción y el Banco, en ocasiones, sacrificó la ortodoxia financiera a las facilidades de colocación —abril 1982 y agosto 1982—, provocando incidentes de exceso de liquidez en los mercados monetarios. Pese a los intentos que se han señalado de trasladar al Tesoro la tarea de cubrir las necesidades de fondos del Estado, hasta la primavera de 1984 el peso principal de la financiación del déficit público descansó en el Banco de España y en el sistema bancario.

Cuando se convocaron elecciones generales, en septiembre de 1982, el panorama económico era sombrío: un déficit público creciente, una financiación de las Administraciones públicas heterodoxa, una inflación alta y firmemente arra-

gada en los hábitos sociales —muy superior a la vigente en los restantes países europeos—, un reducido crecimiento de la actividad y un paro elevado, un déficit de la balanza por cuenta corriente voluminoso y un contexto internacional cargado de nubarrones, con una divisa en situación muy comprometida. Se habían malgastado dos años claves para profundizar los ajustes reales, ya que la economía española había sido incapaz de plegarse a la fase descendente del ciclo económico internacional. En consecuencia, cuando los Estados Unidos iniciaron su recuperación, basada en una política fiscal expansiva —para atender gastos de armamento— y en un firme control monetario, España se vio abocada a completar el esfuerzo de austeridad que había quedado pendiente. Tal orientación debió ser asumida por un partido elegido precisamente con un programa electoral que postulaba una reactivación de corte «mitterranista». Los problemas más acuciantes empezaron a ser abordados el 8 de diciembre de 1982, por el camino habitual en España: un reajuste del tipo de cambio de la peseta del 8 % (véase gráfico 6).

GRÁFICO 6. Posición efectiva de la peseta frente a la Comunidad Económica Europea



Fuente: Banco de España y elaboración propia. La posición «real» se ha obtenido ajustando por los precios al consumo

4. El ajuste y la madurez (1983-1986)

Los primeros pasos del nuevo gobierno y las reacciones iniciales de la política monetaria estuvieron marcados por la debilidad de la balanza de pagos y de la cotización de la peseta y por el debate entre una estrategia de rigor o el retorno

CUADRO 6. Medidas de política monetaria. Cambios instrumentales.

<i>Fecha</i>	<i>Nueva regulación</i>
Abril 1983	Incremento de los depósitos obligatorios desde el 3 % al 4 % de los pasivos computables.
Julio 1983	Incremento del coeficiente de caja del 6,75 % al 7,75 %. Se eleva la remuneración de los depósitos obligatorios del 8 % al 10 %. Se exige una pausa en la emisión de títulos cuasimonetarios: bonos de caja y tesorería, títulos hipotecarios, letras endosadas, avales a pagarés de empresa.
Agosto 1983	No se aceptan tipos del 23 % en la subasta de CRM.
Septiembre 1983	Se llega a un acuerdo de suscripción de CRM a tipos decrecientes, mientras se prepara la reforma del coeficiente de caja.
Enero 1984	Ley del Coeficiente de Caja. Este puede llegar hasta el 20 % de los pasivos computables. Ampliación de la base de pasivos computables.
Febrero 1984	Consolidación de los CRM en pagarés del Tesoro al 15,766 %.
Junio 1984	Modificación del coeficiente de inversión, que se elevó hasta el 11,5 % (10 % pagarés).
Julio 1984	Publicación del proyecto de Ley de régimen fiscal de determinados activos financieros en el Boletín de las Cortes. Los títulos emitidos a cualquier plazo, antes de esta fecha, quedaron exentos de retención.
Mayo 1985	Aprobación de la Ley sobre régimen fiscal de determinados activos financieros. Los títulos emitidos desde 7 de julio del 84 al 29 de mayo del 85, a plazo inferior a 1 año, quedaron exentos de retención. Todos los demás activos financieros, con la excepción de los pagarés del Tesoro, pasaron a ser retenidos.
Junio 1985	Se firma el Acuerdo de integración en la CEE.
Enero-junio 1986	Vencen 3 billones de pagarés bancarios emitidos a menos de un año para evitar la retención. En parte, se invierten como pagarés del Tesoro.
Abril 1987	Sube el coeficiente de caja. Se regularizan las cesiones de deuda. Se hacen computables dentro del coeficiente los incrementos de pesetas convertibles y los deterioros en la posición de contado en moneda extranjera de las entidades de depósito.
Mayo 1987	Se establece el Sistema de Anotaciones de Deuda del Estado en el Banco de España.
Marzo 1990	Se reforma el coeficiente de caja, dejándolo en el 5 %. Se emiten Certificados del Banco de España por 3 315 miles de millones de pesetas.

a una «utopía nekeynesiana». A los ojos de los restantes países occidentales, la experiencia española estaba inevitablemente asociada a los gobiernos socialistas del sur de Europa que atravesaban momentos de dificultad enfrentados a la corriente conservadora que dominaba el panorama internacional. A pesar de los controles de cambios, Francia había visto depreciarse el franco frente al dólar un 35 % entre enero y agosto de 1981; en octubre del mismo año se había registrado un «relineamiento» dentro del SME por causa de la moneda francesa; en junio de 1982 el franco se había devaluado un 10 % frente al marco y, en marzo de 1983, pese a una brutal elevación de los tipos de interés a corto plazo, había tenido que aceptar otro nuevo recorte de su valor frente a la moneda alemana del 8 %. El curso de los mercados cambiarios venía a confirmar que era muy arriesgado reavivar en solitario una economía por medio de déficit públicos, nacionalizaciones y políticas monetarias relajadas.

A lo largo del año 1982, se habían empleado 3 121 millones de dólares en sostener la cotización de la peseta. Pasadas las elecciones y realizado el reajuste del tipo de cambio, se registró en el nuevo año un período de indecisión, coincidente con la expropiación de Rumasa, en el que se confrontaron dentro del Gobierno las tendencias más ortodoxas y las que se inclinaban por una mayor permisividad. No obstante, la crisis del franco en el mes de marzo contagió, de nuevo, a la peseta y las autoridades se decidieron por un camino de disciplina ante el rápido deterioro de la relación reservas y deuda exterior, que alcanzó el mínimo absoluto de los últimos treinta años (véase gráfico 4b). A partir del mes de abril y hasta el mes de agosto, se perdieron 1 839 millones de dólares en operaciones al contado y 800 millones más en operaciones a plazo³. La reacción no se hizo esperar, tal como puede observarse en el cuadro 6: en el mes de abril se incrementaron en un punto los depósitos obligatorios, se redujo en un punto porcentual la senda de crecimiento de las disponibilidades líquidas, hasta situarla en el 12 %, y se elevaron sustancialmente los tipos de interés.

La sospecha que rodeaba a la economía española tardó en desaparecer y el Banco de España siguió subiendo los tipos de rendimiento de los Certificados de Regulación Monetaria hacia la zona del 20 %, elevó, de nuevo, el coeficiente de caja, aconsejó a las entidades que dejaran de emitir títulos sustitutivos de los depósitos bancarios y volvió a reducir la senda de crecimiento de M3, localizándola en el 10 %. Hasta mediados de agosto continuó vendiendo divisas y aceptando la depreciación de la peseta, e incrementó los tipos de interés hasta la proximidad del 23 % (véase gráfico 3). En ese momento, la escalada de los tipos, la pérdida de valor de la peseta y la presión ejercida sobre la financiación interior

³ Pese a que la operación a plazo es un simple compromiso, que no implica movimientos de efectivo, la cobertura de riesgos que practica la banca fuerza a que las entidades compren al contado las divisas que deberán vender a plazo. Como en las reservas de divisas se contabilizaba la posición al contado de la banca, que estaba a disposición del Banco de España, dicha magnitud sirve para ilustrar que las reservas totales hubieran descendido en 2 639 millones de dólares, si no se hubieran efectuado las mencionadas operaciones a plazo por 800 millones de dólares.

terminaron provocando un cambio en el mercado de divisas y un vuelco espectacular en la situación de la balanza de pagos.

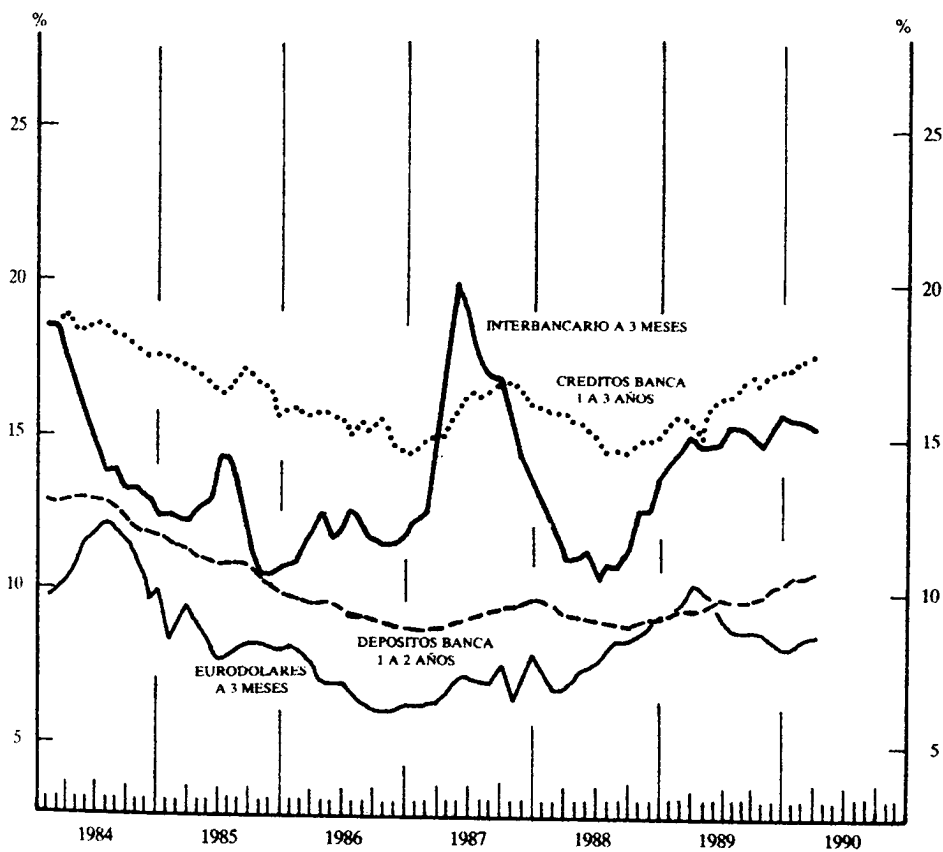
El episodio de tensiones reseñado puso al descubierto las carencias que aquejaban a la política de financiación pública, ya que seguía descansando sobre los fondos de préstamo proporcionados por el Banco de España, quien, a su vez, necesitaba colocar Certificados de Regulación en las entidades de crédito para evitar un crecimiento exponencial de los agregados monetarios y crediticios. La negativa del Banco a aceptar los tipos superiores al 23 % que demandaron las entidades bancarias para suscribir los Certificados en el mes de agosto de 1983, comprometía seriamente la financiación del Tesoro y la generación de liquidez de base. Por ello, las autoridades, que habían aumentado los coeficientes obligatorios en tres puntos porcentuales en los últimos ocho meses, buscaron un acuerdo con el sistema bancario para regularizar la situación de los coeficientes y cubrir las necesidades del Tesoro, mientras emprendían otras medidas de saneamiento de la economía. Durante la discusión parlamentaria de dicha reforma, los bancos y las cajas de ahorro aceptaron el mecanismo jocosamente denominado «coeficiente térmico» —por Rafael Termes, su negociador— que suponía suscribir Certificados de Regulación Monetaria por los importes que se precisaran para lograr un crecimiento de los activos de caja acorde con la expansión de los agregados monetarios, a tipos decrecientes, desde el 22 % del mes de septiembre hasta el 18 % de diciembre de 1983.

Las transformaciones de los coeficientes de caja y de inversión, llevados a cabo en el primer semestre de 1984, aspiraban a lograr un triple fin:

- Tratar de manera uniforme a los distintos instrumentos de financiación, de modo que no se introdujesen ventajas que incentivasen una innovación financiera espuria.
- Consolidar unos 3 billones de pasivos del Tesoro y del Banco de España.
- Normalizar la política de intervención del Banco y de emisión de títulos públicos a más largo plazo, eliminando los Certificados del Banco de España y los depósitos obligatorios en el Instituto emisor, y conservando la deuda del Estado a corto y largo plazo —pagarés, bonos y obligaciones— como único pasivo financiero del Estado.

Para alcanzar dichos fines, se incluyó en la base de los coeficientes —como pasivos computables— a todos los activos financieros emitidos por los intermediarios bancarios y parabancarios, con la excepción de los títulos públicos colocados directamente por el Tesoro o por el Banco de España, o cedidos temporalmente por el sistema bancario. Se situó el nivel máximo del coeficiente de caja en el 20 %, y en el 12 % el subcoeficiente de pagarés del Tesoro, y se eliminaron los depósitos obligatorios y los certificados del Banco de España. Asimismo, los bancos y las cajas de ahorro suscribieron una emisión extraordinaria de pagarés del Tesoro por un billón ochocientos mil millones de pesetas al 15,77 % y acep-

GRÁFICO 7. Tipos de interés



Nota: Tipos medios mensuales de las operaciones señaladas. Las expresiones del texto en ocasiones se refieren a momentos singulares dentro de un mes o a operaciones a plazos más cortos, por lo que no tienen por qué coincidir con los valores representados en el gráfico.

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

taron mantener por un período de tres meses cédulas para inversiones por un montante superior al exigido por el coeficiente de inversión.

Al mismo tiempo, el Banco cambió la magnitud de referencia para la programación monetaria, pasando a marcar sus objetivos en términos de los activos líquidos en manos del público —ALP— con la finalidad de adaptarse a la nueva definición de los pasivos computables, dar respuesta al proceso de innovación financiera —que había sido especialmente llamativo durante 1982 y 1983—, evitar la inestabilidad en los componentes del agregado objeto de control, y volver a

afianzar la ligazón entre las variables reales y los agregados monetarios, que se había visto gravemente deteriorada.

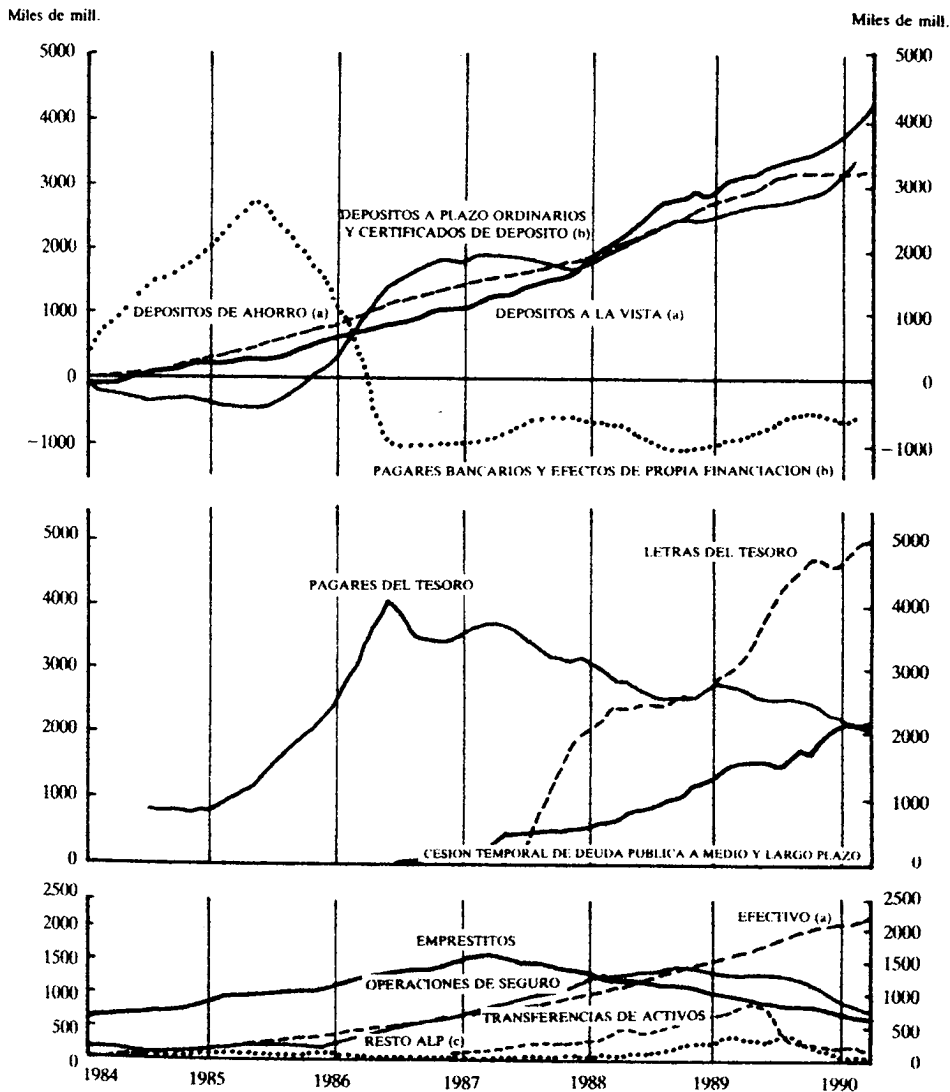
Con el fin de llevar a cabo este enorme trasvase de fondos con destino al sector público, el sistema bancario tuvo que racionar el crédito al sector privado durante el segundo semestre de 1983 y la primera mitad de 1984. Dicha actuación supuso un recorte adicional en los gastos de consumo e inversión. Tras experimentar el racionamiento del crédito, el sector privado, que percibía una baja pulsación en la demanda de sus productos y que afrontaba unos costes de financiación muy elevados, entendió que la inversión más rentable en tales circunstancias era amortizar su deuda con el sistema bancario nacional e internacional. En consecuencia, dejó de solicitar financiación ajena y procedió durante los años 1984 y 1985 a fortalecer la estructura financiera de las empresas, en un proceso que discurrió parejo al saneamiento del aparato productivo de la nación y al endeudamiento del déficit exterior.

Durante dicho período, se observó, también, un fenómeno financiero desatado por la Ley de Régimen Fiscal de determinados activos financieros, de 29 de mayo de 1985, que tuvo implicaciones relevantes para la conducción de la política monetaria. Para analizar el episodio, es preciso aclarar que, a lo largo de los años 1981, 1982 y 1983, se había experimentado una progresión significativa en la emisión de diferentes instrumentos financieros —letras, pagarés, efectos endosados, etc.— que retribuían al inversor por medio de la plusvalía originada por el descuento de su valor en el momento de la adquisición. Dado que, a efectos fiscales, la ganancia era tratada como un «incremento patrimonial», no quedaban sujetos a retención y, en la medida que la Hacienda Pública era incapaz de inspeccionar exhaustivamente las rentas, proporcionaban un cauce para el ocultamiento de ingresos y patrimonios. Con objeto de cortar esta evolución, tal como se detalla en el cuadro 6, la Ley estableció la no retención de los títulos suscritos a cualquier vencimiento antes de la publicación del proyecto en el *Boletín de las Cortes*, en julio de 1984, y la no retención de los valores emitidos a menos de un año, desde esa fecha hasta el momento de la promulgación de la norma. A partir del día 29 de mayo de 1985, todos los intermediarios debían retener e informar al Fisco del principal puesto en circulación y de los intereses devengados al descuento por los distintos activos financieros, con la excepción de los pagarés del Tesoro, cuyos rendimientos no quedaban sujetos a retención ni debían ser declarados por los intermediarios ⁴.

La norma indujo amplios desplazamientos en la riqueza financiera del sector privado, que perturbaron el desarrollo de los mercados de fondos prestables, la demanda de dinero, el control monetario, la financiación del déficit público y, en algún momento, la actividad real, al provocar un súbito incremento de la demanda de inmuebles y de bienes de consumo duradero. Hasta el mes de julio de 1984, se registró una intensa apetencia de pagarés de empresa y de otros instru-

⁴ Asimismo, se contemplaba otra excepción que no ha sido operativa para los «Afros» (activos financieros con una fuerte retención en el momento de la emisión).

GRÁFICO 8. Activos líquidos en manos del público (ALP). Componentes
(Variaciones acumuladas desde diciembre de 1983)



(a) Series desestacionalizadas.

(b) La suma de ambos representa el total de depósito a plazo.

(c) Comprende: Cesiones y participaciones de activos privados, letras endosadas y avales prestados a pagarés de empresa y depósitos en el Banco de España.

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

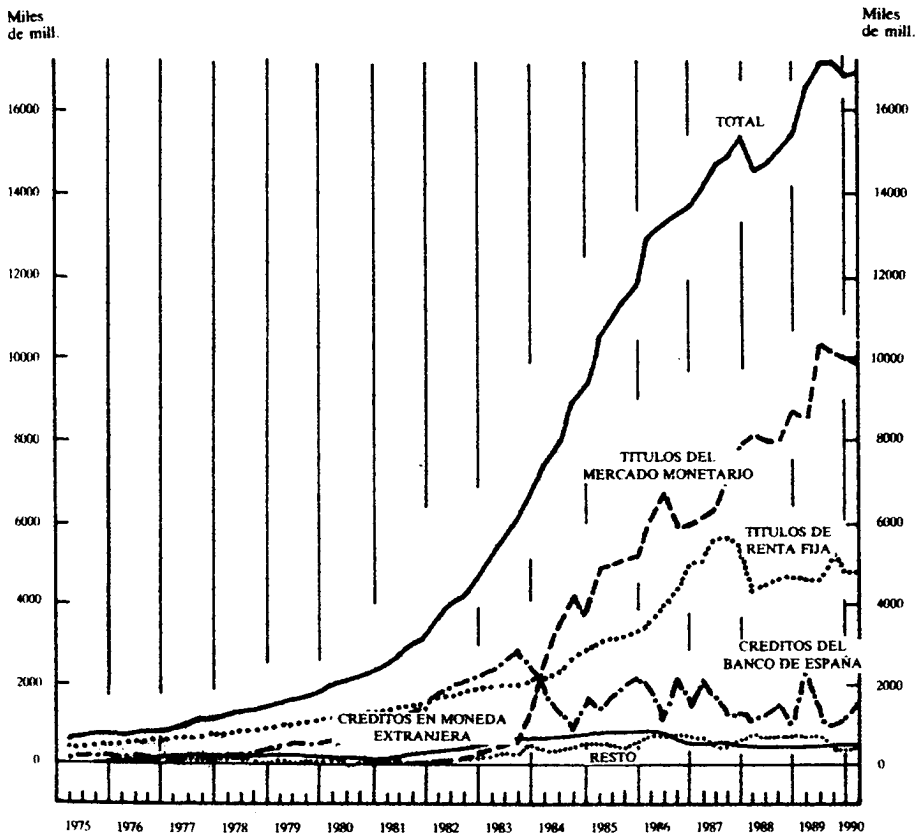
mentos puestos en oferta a plazos muy dilatados. A partir de esa fecha y durante un año, aproximadamente, se experimentó una cuantiosa suscripción de pagarés bancarios colocados a menos de un año —como puede observarse en el gráfico 8—. Entre enero y junio de 1986, vencieron más de dos billones y medio de pesetas en pagarés bancarios, que pasaron a buscar refugio en los pagarés del Tesoro o en bienes materiales para mantener su opacidad fiscal.

Los responsables de la emisión de títulos públicos percibieron la intensa atracción del pagaré, y el Tesoro bajó la rentabilidad del activo para resarcirse de las pérdidas de ingresos fiscales, perjudicando al sistema bancario que debía mantener un coeficiente obligatorio del 10 % de sus pasivos computables colocado en ese valor (véase gráfico 9). Téngase en cuenta que, si se forzaba un descenso traumático de la rentabilidad del pagaré, disminuiría la demanda de los ALP —que incluyen dichos activos— y se favorecería la adquisición de bienes materiales; al contrario, si la caída de los tipos a la emisión de los pagarés del Tesoro era más mesurada, se acentuaría la demanda de los ALP, se lograría una financiación más ortodoxa del déficit público y se reduciría la apetencia especulativa de fincas, viviendas y bienes de consumo duradero. El Tesoro optó por un recorte notable en la rentabilidad de los pagarés, y tal decisión puso fin a la utilización de dicho instrumento como herramienta de control, ocasionando una explosión en la compra de bienes materiales, que acentuó la expansión de la economía iniciada en el otoño de 1985. Y, asimismo, hubo que alterar el crecimiento de las magnitudes monetarias para acomodar los trasvases señalados en la riqueza financiera de la nación.

Mientras tanto se había acordado la integración de España en las Comunidades Europeas y se habían alcanzado éxitos notables en la política de estabilización. Tal como puede observarse en los gráficos 4, 7 y 10 y en el cuadro 4, se había reducido el ritmo de avance de los agregados monetarios, localizándolo en el entorno del 13 %; había decrecido la tasa de inflación hasta niveles del 8 %, a pesar de la implantación del IVA; se había rectificado el desequilibrio del sector exterior, con superávit de la balanza corriente, incrementos de las reservas de divisas y amortizaciones anticipadas de la financiación exterior; se había logrado un saneamiento profundo de la estructura financiera de las empresas; y se había registrado un descenso de los tipos nominales de interés a tenor de la revisión a la baja de la tasa esperada de inflación y del desaliento en la demanda de fondos prestables. Si a todo ello se añade un clima de estabilidad laboral y política y una mejora de la rentabilidad de las empresas, por el recorte en la progresión de los costes laborales, hay que reconocer que se habían consolidado avances importantes.

En diciembre de 1985 vino a sumarse a este panorama optimista la caída del precio del petróleo hasta 10 dólares por barril, en un intento de los países árabes por debilitar a los nuevos productores no integrados en la OPEP. Dicho descenso, favorecido por el desaliento de la demanda energética y por el crecimiento persistente de la oferta, supuso una voluminosa transferencia de recursos reales a favor de los países consumidores de crudos. El impulso exterior, unido al nuevo

GRÁFICO 9. Pasivos financieros del Estado



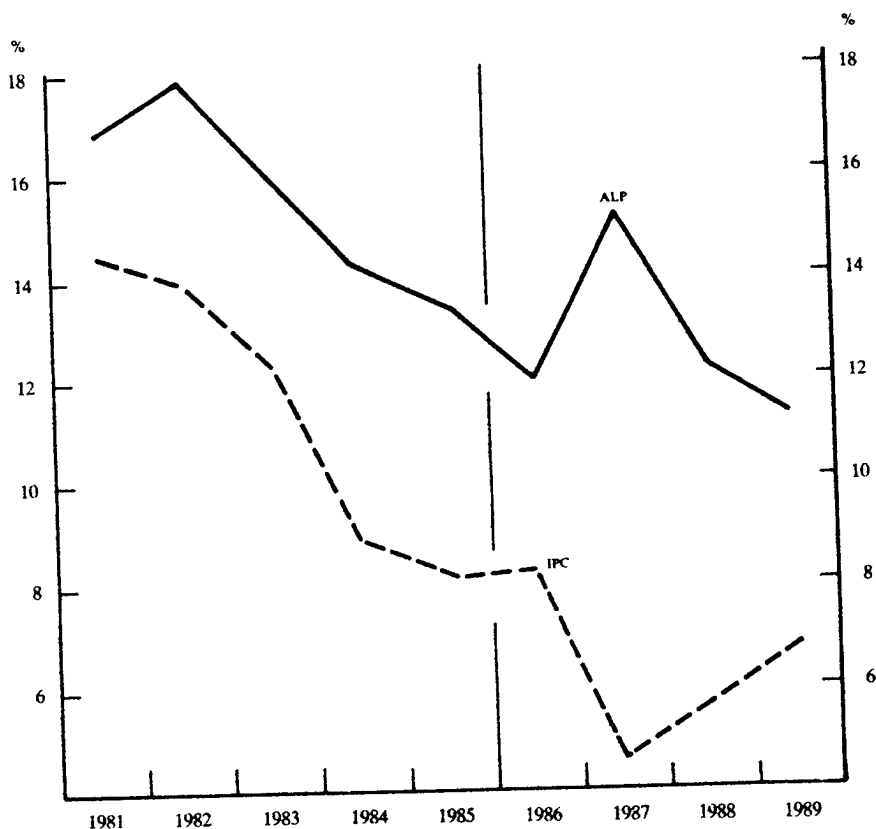
Nota: A partir de junio de 1987 incluye letras del Tesoro; hasta esa fecha, exclusivamente pagarés del Tesoro.

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

clima de euforia mundial que alentaba la compra de productos y servicios españoles en el exterior, a la entrada de inversiones externas que acudían al socaire de la integración en la Comunidad Económica Europea, y a la crisis financiera de los países en vías de desarrollo, colocaron a la economía española en magnífica situación para recibir los impactos expansivos y deflacionistas provenientes del exterior.

Para reducir el déficit público, el Gobierno decidió apropiarse de una parte de las rentas transferidas, rebajando los precios de los derivados del petróleo en el mercado interior menos que lo que habían descendido en los mercados exteriores. Tal decisión supuso mantener en 1986 los planes de ahorro energético,

**GRÁFICO 10. Activos líquidos en manos del público.
Índice general de precios de consumo**



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

ejercer una menor presión para reducir la inflación, y canalizar los impulsos expansivos, más por la vía indirecta del recorte en la demanda de crédito interno —como resultado de las menores necesidades financieras del Tesoro—, que por el camino del incremento del gasto en productos energéticos y en bienes de consumo duradero asociados a dicha línea de producción. Al tiempo, optó por contrarrestar parcialmente la tendencia a la apreciación de la peseta, interviniendo en el mercado de divisas. Dicha combinación de medidas configuró una alternativa ortodoxa consistente en subvencionar a los sectores exportadores y aprovechar la ocasión para sanear más decididamente el aparato productivo, que mostraba signos inequívocos de reanimación al comienzo de 1987. El incremento de ingresos públicos generado por esta política y por el avance de la actividad redujo

sustancialmente el tamaño relativo del déficit público, según puede observarse en el gráfico 5.

Suponía, en consecuencia, el reconocimiento del éxito logrado en el ajuste de la economía y el momento de máximo crédito para la política monetaria que había contribuido de manera sustancial a situar a la nación en condiciones de disfrutar de una nueva posición en el contexto internacional. En ese momento, precisamente, iban a plantearse nuevas dificultades al control monetario y a la estabilidad interior, que se analizarán brevemente en el epílogo.

5. Epílogo: los problemas monetarios y el Sistema Monetario Europeo

A pesar de las turbulencias bursátiles que surgieron en el último trimestre de 1987, los años que van de 1987 a 1990 son una etapa de bonanza en la que se ha disfrutado la inesperada continuidad de la fase de expansión de un ciclo largo que ha aportado renta y riqueza a los países industriales. La preocupación primordial del período ha sido el voluminoso desequilibrio por cuenta corriente norteamericano y la caída persistente del dólar que ha trazado un descenso desde el nivel de 200 (febrero de 1985) hasta 100 pesetas (junio de 1990). Los peligros que acechaban detrás de estos desajustes indujeron a las naciones industrializadas a responder al *crash* bursátil con un impulso monetario, que se mantuvo durante seis o siete meses, y que terminó por despertar nuevas tensiones inflacionistas, que ha habido que atajar en 1989 y 1990 con elevaciones de los tipos de interés y con orientaciones más restrictivas de las políticas fiscales. Pese a dichos vaivenes, el período de ocho años que se cierra con la transformación del Este de Europa, se configura como la etapa expansiva más duradera que ha atravesado la economía mundial desde finales de 1973.

Dicha fase alcista ha proporcionado el sustrato necesario para que España viviera unos años de euforia —desde la segunda mitad de 1985 hasta el verano de 1990— que han dado como fruto las tasas de crecimiento del Producto Interior Bruto más elevadas de Europa, situadas en el entorno del 5 %-6 %. Tal racha de bonanza ha sorprendido por su inesperada existencia y por su tremenda pujanza, ya que parecía que la nación, atenazada por una crisis estructural permanente, era incapaz de abandonar la atonía que se manifestaba en ritmos relativamente bajos de crecimiento del PIB.

En este período, curiosamente, se han acabado «los años de gracia» y se ha erosionado vivamente el crédito conseguido por la política monetaria en una década de esfuerzos. El punto de inflexión puede localizarse en la primavera de 1987, cuando el Banco emisor procedió a revisar los objetivos de expansión de las magnitudes, pensados para financiar una economía vacilante, ante la evidencia de que había que suministrar los fondos necesarios para atender un *boom* de la producción y de la demanda (véase gráfico 10). Dicha explosión de la actividad

vino acompañada de una reducción de la inflación hasta cotas del 4 %, en términos de precios al consumo, que fue posible gracias a la caída del precio de las materias primas, a la apertura comercial hacia el exterior, a la apreciación de la peseta y a la moderación salarial. Las autoridades abandonaron cualquier tipo de «mecanicismo» en la lectura de los datos, interpretaron los indicadores monetarios y reales disponibles, entendieron que el desbordamiento de los agregados era el resultado de un incremento muy acusado de la demanda de gasto, y modularon el alza de los tipos de interés, plegándose a la inesperada fortaleza de la cotización de la peseta. En la segunda mitad del año, los ALP recibieron un aporte adicional, al registrarse una entrada masiva de fondos desde fuera del agregado hacia la inversión en letras del Tesoro, de manera que, por primera vez, la magnitud objeto de control creció por encima de la tasa inicial programada (véanse cuadro 4 y gráfico 8, donde puede apreciarse la expansión de las letras del Tesoro).

El episodio reseñado, que clausura una década caracterizada por el cumplimiento de las metas establecidas, es semejante a los experimentados por otros países en fases similares de madurez en el manejo de las técnicas de instrumentación —los Estados Unidos en 1982, el Reino Unido en 1983, Alemania en 1987— y sirve para cuestionarse las virtualidades y las carencias de los métodos de control. En efecto, el diseño de los objetivos del año 1987 no fue demasiado afortunado, ya que tomó como referencia para cuantificar la expansión de los fondos de préstamo la cifra de mayor aceptación entre los expertos económicos; a saber: un crecimiento modesto, en términos reales, de la economía, cuando ésta entraba en un auge sin precedentes en los últimos quince años. Una vez que se confirmó este diagnóstico, en julio de 1987, se revisó al alza el incremento de los activos líquidos en manos del público.

No obstante, sin quitar importancia a los aspectos cuantitativos, el análisis ha de concentrarse en facetas de más calado, como la debilidad de la política monetaria cuando ha de enfrentarse, en solitario, sin el concurso de otras ramas de la política económica, a la tarea de disciplinar la demanda efectiva. El control de los agregados de liquidez ha de moldear las expectativas de los agentes y éstos, en un momento de euforia, son reacios a revisar a la baja la tasa esperada de rendimiento de sus proyectos de gasto y no aprecian con nitidez los potenciales costes de oportunidad de su decisión, hasta el extremo de que el único camino para lograr el cumplimiento de los objetivos es elevar desmesuradamente los tipos de interés. Las autoridades, sin embargo, dudan antes de asumir dicho coste, sobre todo si el desbordamiento de los agregados de liquidez está acompañado de la apreciación de la peseta y de descensos en la tasa de inflación. Las dudas se acrecientan si este fenómeno surge en un contexto de innovación financiera, que viene a perturbar la estabilidad de las relaciones que ligan los ritmos de actividad y las magnitudes monetarias. Y la falta de convicción se transmite con mayor claridad a los agentes del sector privado cuando simultáneamente se experimenta un déficit público, difícil de financiar, que lleva a mirar con preocupación cualquier subida de los tipos a corto plazo, que derive en aumentos de la carga financiera de la deuda, en un país donde los pasivos públicos se han colo-

cado básicamente en los mercados interbancarios con vencimientos muy cercanos. En dichas condiciones, el coste que habría que pagar para sacar adelante una decisión contractiva es sumamente elevado y, por ello, es muy difícil que una orientación de esta índole sea mantenida con tesón por las autoridades, convenza a los agentes de su permanencia y, en consecuencia, endurezca las condiciones de coste y disponibilidad de los fondos de préstamo durante el lapso de tiempo que se precisa para que alcance efectividad.

Las dificultades apuntadas, que han recortado la confianza que se depositaba en la capacidad del control monetario y la fe que se otorgaba a los agregados de liquidez como indicadores de los ritmos de actividad en todos los países occidentales, pesaron en el Banco de España. Este revisó sus cálculos y concedió una mayor relevancia a la información fragmentaria que proporcionaban las variables de la economía real —el gasto interior, el ritmo de avance de los precios, las señales de exceso de demanda, etc.—, quitando importancia a los datos suministrados por los «objetivos intermedios».

El episodio de desbordamiento descrito se cerró en octubre de 1987, al «sintonizar» con la expansión monetaria que auspiciaron todas las naciones industrializadas como respuesta a la crisis de la Bolsa de Nueva York, y dejó detrás de sí una herencia de mayor relativismo en las mediciones, en los objetivos y en los términos de referencia del control.

La integración de la peseta en el «mecanismo de estabilidad cambiaria» del Sistema Monetario Europeo, que se llevó a cabo en junio de 1989, ha servido para cerrar una etapa y abrir otra nueva, ya que supone introducir a España dentro de unos esquemas de disciplina y supervisión supranacionales, que comportan cambios en la elección de las metas de la política financiera y transformaciones en los medios de instrumentación. A partir del momento de la integración, el objetivo principal del Banco de España es mantener el tipo de cambio de la peseta dentro de las bandas de fluctuación con el ECU⁵. Para ello, tendrá que permitir un crecimiento de los agregados monetarios y de liquidez más o menos cuantioso, dependiendo de la fortaleza de la peseta frente a las restantes monedas del Sistema. Por consiguiente, la fijación del incremento de los ALP que, tal como se ha señalado, ya había quedado mediatizada por consideraciones cambiarias y fiscales, ha pasado definitivamente a ser un objetivo auxiliar, y la variable clave para alcanzar la estabilidad cambiaria ya no son los activos de caja, sino los tipos nominales de interés, que incitan los movimientos de capitales causantes de las irregularidades de la cotización de la peseta a corto plazo. Asimismo, se han reformado los coeficientes de caja y de inversión, reduciéndolos drásticamente (del 20 % al 5 %) o eliminándolos, respectivamente, y desnudándolos para el futuro de todo componente fiscal. Por último, en mayo de 1990, se han transformado los mecanismos de actuación en los mercados interbancarios y de control

⁵ Bandas anchas de fluctuación de ± 6 puntos porcentuales frente a las restantes monedas adhe-
ridas: todas las de la Comunidad, salvo la libra esterlina, el escudo y la dracma.

de los tipos de interés, basándolos exclusivamente en operaciones de «mercado abierto» sobre activos públicos, orillando los clásicos préstamos de regulación.

Dichos cambios no suponen, sin embargo, aferrarse a una nueva regla mecánica, y menos en las circunstancias actuales cuando las monedas intrínsecamente más débiles, pero que cuentan con autoridades dispuestas a dar un vuelco a la situación y elevar los tipos de interés, ganan en valor frente a las divisas que presentan una menor inflación y mayor ortodoxia en el manejo de las finanzas públicas. Por el contrario, los gobiernos y los bancos centrales tendrán que seguir evaluando el grado de presión que deben introducir en sus economías y, para ello, en ciertos momentos, deberán prescindir del impacto sobre el tipo de cambio, interviniendo transitoriamente en el mercado de divisas para evitar una apreciación de la moneda, y habrán de imponer condiciones de restricción, si entienden que está deteriorándose la estabilidad de precios y rentas. A plazo medio, llevan consigo la aceptación de una disciplina que a partir de ahora será exigida por el resto de asociados al Sistema. Y puesto que las autoridades monetarias disponen de márgenes de maniobra mucho más reducidos, suponen, en último término, que la política fiscal habrá de adquirir una versatilidad anticíclica, que todavía no se ha estrenado en España.

Pero las tareas de integración y la futura absorción del Banco de España en un Banco Central Europeo significan, ante todo, el espaldarazo a la política monetaria. Ha cumplido un papel digno —probablemente excesivo— en la transición hacia la democracia y ha creado las condiciones para que puedan plantearse metas más ambiciosas en el futuro. Posiblemente, pecó en algunos momentos de cierto dogmatismo y petulancia, pero, indudablemente, aportó una contribución sustantiva a la transformación de la economía española de los últimos veinte años.

ORIENTACION BIBLIOGRAFICA

Sobre la política monetaria, su capacidad, sus limitaciones y su encaje con el resto de políticas de control del gasto se han escrito cerros de papel. Curiosamente, sobre el control monetario en España se han elaborado múltiples hojas de coyuntura y opiniones sobre su instrumentación en un momento concreto y se echan en falta páginas escritas con una mayor distancia y enfoque crítico frente a las posturas del Banco de España. Esta pequeña orientación bibliográfica tratará de recoger alguna publicación básica sobre los dos ámbitos de debate.

Conceptos básicos sobre política monetaria y cambiaria

- 1) Luis A. ROJO, *Renta, precios y balanza de pagos*, Madrid, Alianza, 1974.
- 2) Gonzalo GIL, *Sistema financiero español*, Madrid, Banco de España, 1987.
- 3) José PÉREZ y Luis A. ROJO, *Objetivos e instrumentos*, Madrid, Banco de España, 1978.

- 4) Javier ARÍZTEGUI, «La política monetaria», en J. L. GARCÍA DELGADO (director), *España, economía. Nueva edición ampliada*, Madrid, Espasa Calpe, 1989, pp. 903-926.
- 5) Ronald I. MC. KINNON, *An international study for monetary stabilisation*, Washington, D.C., IIE, 1984.
- 6) Luis A. ROJO, «Innovaciones financieras y política monetaria», *Papeles de Economía Española*, 36, 1988.

Cualquier manual de teoría económica ofrece una base suficiente sobre los fundamentos teóricos de la política monetaria. Por escoger uno elaborado en España, el expresado en primer lugar, del profesor Rojo, es uno de los más adecuados. El libro de G. Gil ofrece un enfoque muy apto para la comprensión de la política monetaria. La obra pionera en España sobre la instrumentación del control monetario es el libro azul de Pérez y Rojo (referencia 3). La referencia 4 es una pequeña introducción a la política monetaria y el texto de McKinnon es un debate sencillo sobre el objetivo de tipo de cambio. El último artículo recogido del profesor Rojo es una reflexión sobre las contradicciones de la política monetaria a finales de los años ochenta.

Coyuntura monetaria nacional e internacional

- 1) Banco de España, *Informes Anuales*, Madrid.
- 2) OCDE, *Economic Outlook*, París.
- 3) Banco de Pagos de Basilea, *Annual Report*, Basilea.
- 4) Raimundo POVEDA, *La creación de dinero en España*, Madrid, IEF, 1972.
- 5) Pedro MARTÍNEZ MÉNDEZ, *El control monetario a través de la base monetaria*, Madrid, Banco de España, 1981.
- 6) José Luis MALO DE MOLINA, «Los acontecimientos monetarios recientes», *Economistas*, 35, 1988-1989.
- 7) Carlos CUERVO, «Sobre el uso y abuso de los agregados monetarios en España», en *La política monetaria en España*, Madrid, Fedea, 1987.
- 8) José VIÑALS, «La incorporación de España al sistema monetario europeo y sus consecuencias para la política monetaria», en *La política monetaria en España*, Madrid, Fedea, 1987.
- 9) I. EZQUIAGA y J. TRUJILLO, «Política monetaria, riesgo e incertidumbre», *Economistas*, 35, 1988-1989.
- 10) Ignacio MAULEÓN, *Oferta y demanda de dinero, Teoría y evidencia empírica*, Madrid, 1989.

Se han elegido informes de tres instituciones para recoger un análisis ordenado de la coyuntura de estos años. El de la OCDE revisa la coyuntura internacional; el del Banco de Pagos de Basilea, parecidos problemas, pero con un enfoque más centrado en los debates monetarios. El del Banco de España hace un repaso exhaustivo de la coyuntura nacional. Este último es la referencia fundamental para conocer la política monetaria en España. Las referencias 4, 5 y 6 representan tres trabajos clásicos que ofrecen una perspectiva histórica sobre la oferta de dinero en España en los últimos treinta años, mientras que las referencias 7, 8 y 9 aportan una visión más crítica de una problemática semejante. El artículo de Cuervo postula una variable objetivo definida sobre un agregado más reducido, Viñals un objetivo de tipo de cambio y Ezquiaga y Trujillo ofrecen una muestra de un planteamiento más crítico frente a los puntos de vista del Banco de España. Por último, la referencia 10 de Ignacio Mauleón presenta un enfoque cuantitativo de los problemas de la política monetaria.