

Luis Ángel Rojo Duque

EL LARGO CAMINO DE LA POLÍTICA MONETARIA ESPAÑOLA HACIA EL EURO*

Entre 1974 y 1999, España pasa de un sistema financiero altamente regulado e ineficiente a otro más libre, abierto y eficaz, y de una política monetaria pasiva y dotada de escasos instrumentos, a otra moderna y activa que acabaría desembocando en la política monetaria única y en la sustitución de la peseta por el euro. Con la entrada en vigor de la Unión Económica y Monetaria se abre una nueva fase de la Historia europea caracterizada por la cesión de la soberanía monetaria de los países integrantes del área del euro a favor de las autoridades centrales, y se cierra el largo camino que habrá de conducir a España a participar en un hito decisivo del proceso de integración europea.

Palabras clave: sistema financiero, política monetaria, instituciones monetarias, peseta, euro, UEM, España, 1974-1999.

Clasificación JEL: E52, F02, F36, O52.

1. Introducción

Los veinticinco últimos años de la vida española constituyen, desde el punto de vista monetario y financiero, un período abundante en dificultades pero coronado, finalmente, por éxitos notables. Los deseos de incorporación al proceso de integración europea sólo se convirtieron en una aspiración realizable con la instauración de la democracia y con la adopción de políticas orientadas a lograr la estabilidad monetaria y aumentar la competencia y el grado de apertura al exterior de la economía. El ingreso de España en la Comunidad Económica

Europea sólo se hizo efectivo diez años después, cuando dichas políticas aún tenían por delante un buen trecho que recorrer y cuando se iniciaba una aceleración del proceso de integración que proponía nuevas y ambiciosas metas a los países miembros: primero, la constitución del Mercado Único comunitario para finales del año 1992 y, después, la creación de la Unión Económica y Monetaria que, sin fecha fija inicial, acabaría siendo realidad con el comienzo del año 1999. Así que esos veinticinco años son un período en el que España pasa —asumiendo compromisos crecientes y siguiendo una línea de avance básica que no excluyó retrocesos luego superados— de un sistema financiero altamente regulado e ineficiente a otro más libre, abierto y eficaz, y de una política monetaria pasiva y dotada de instrumentos escasos a otra moderna y activa que acabaría desem-

* BANCO DE ESPAÑA: *El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta* (2001).

bocando en la política monetaria única y en la sustitución de la peseta por el euro.

2. Los años 70

Los setenta fueron años de gran complejidad en la economía mundial. Una política fiscal muy expansiva en los Estados Unidos acaba conduciendo, al iniciarse la década, a la crisis de la moneda americana, a la quiebra del sistema de tipos de cambio fijos establecidos en los acuerdos de Bretton Woods y al paso a un régimen de libre flotación de las principales monedas. La expansión americana se contagió, a través de los movimientos de capitales, a los demás países industriales, entre ellos los europeos, en muchos de los cuales el impulso monetario inflacionista se complicó con las tensiones laborales derivadas de las agitaciones de 1968; y, finalmente, la tónica expansiva de la economía mundial y la depreciación del dólar propiciaron la elevación intensa de los precios de petróleo de 1973-1974, que vino a acentuar las presiones inflacionistas.

El encarecimiento del petróleo no era, sin embargo, una simple perturbación inflacionista. Se trataba de un fuerte impacto por el lado de la oferta que si bien impulsaba las tasas de inflación al alza, ejercía simultáneamente un efecto depresivo sobre los países importadores de crudos porque reducía sus rentas reales disponibles a favor de los países exportadores, dañaba la productividad de los factores de producción y distorsionaba la estructura de los precios relativos y, por tanto, de la demanda. La situación resultante era, en cierto modo, nueva para unas teorías y unas políticas macroeconómicas que, en las décadas anteriores, habían centrado su atención en la demanda agregada como determinante del nivel de actividad y habían confiado en políticas monetarias y fiscales expansivas para combatir los debilitamientos de la actividad sin temer graves aceleraciones de las tasas de inflación. A medida que se comprobó que tales políticas resultaban ineficaces para sacar las economías de las nuevas situaciones de estancamiento con inflación, que las expectativas del público

anticipaban los impulsos inflacionistas y anulaban los efectos reales de tales políticas y que, en definitiva, apenas existían márgenes para lograr mejoras duraderas de la actividad y el empleo al precio de una mayor inflación, se registró un cambio profundo en el pensamiento macroeconómico. Cuando se produjo la segunda elevación intensa de los precios del petróleo en 1979-1980, la mayor parte de los países industriales habían renunciado ya a responder al impacto con políticas expansivas y habían pasado a practicar políticas monetarias dirigidas a lograr y mantener la estabilidad de precios. Se pensaba ahora que el restablecimiento de los equilibrios monetarios era necesario para situar, de nuevo, las economías en sendas de crecimiento estable. Esta nueva orientación de la política monetaria iba a mantenerse durante el resto del período que estamos examinando; y a ella iba a unirse, más tarde y con dificultades considerables, una actitud defensora de una mayor disciplina en el ámbito fiscal.

España afrontó los graves problemas de los años setenta desde una posición débil. La estructura productiva, aunque había mejorado notablemente durante el período de fuerte expansión que siguió al Plan de Estabilización de 1959, continuaba registrando muchas debilidades resultantes de la anterior etapa de autarquía; además, los impulsos liberalizadores que habían inspirado dicho plan habían perdido fuerza a medida que transcurrían los años sesenta y el intervencionismo expresado en los Planes de Desarrollo había impedido ajustes necesarios y alentado nuevas distorsiones. El sistema financiero, por su parte, estaba dando los primeros pasos para salir del cerrado intervencionismo al que había estado sometido desde la guerra civil y aún estaba sujeto a rígidas regulaciones en cuanto a su estructura institucional, los precios practicados y el destino de una parte importante de sus recursos. En este contexto, los mecanismos de refinanciación automática de las entidades de crédito —que habían reaparecido con los Planes de Desarrollo tras el breve paréntesis marcado por el Plan de Estabilización— y los escasos instrumentos de que disponía el Banco de España para regu-

lar la liquidez del sistema habían venido haciendo muy difícil el desarrollo de una política monetaria activa.

En los primeros años setenta, las entradas de capitales inducidas por las perturbaciones monetarias internacionales vinieron a alentar la expansión monetaria y a acentuar las presiones inflacionistas de la economía española —que había entrado en la década con una tasa de inflación, medida por los precios al consumo, cercana al 8 por 100—. En estas circunstancias, el Banco de España acometió, entre 1973 y 1974, la instrumentación de un conjunto de decisiones orientadas a recuperar un control activo de la liquidez del sistema a través de los mecanismos de mercado, al tiempo que la peseta se incorporaba, en 1974, al régimen cambiario de la flotación de monedas. Se adoptó una estrategia de política monetaria que fijaba su objetivo intermedio en términos de un agregado monetario amplio (M3) y que utilizaba los activos de caja como variable operativa; se eliminaron los anteriores mecanismos de refinanciación automática de las entidades de crédito; se reformó el coeficiente de caja; se crearon el marco regulador y los medios técnicos adecuados para la negociación y la formación de precios en el mercado interbancario y se crearon nuevos instrumentos —los préstamos de regulación monetaria— para la provisión de liquidez de base del sistema; y todo ello llevó a un rápido desarrollo del mercado monetario.

El nuevo esquema de política monetaria era prometedora e incluso avanzado para su tiempo. La transmisión adecuada de la tónica y de los impulsos monetarios al conjunto de la economía requería, sin embargo, un avance en el lento proceso de liberalización del sistema bancario, que recibió así nuevos alientos procedentes de la política monetaria adoptada; pero los últimos años del franquismo y la etapa de la transición hasta las primeras elecciones generales de la democracia no fueron un período favorable para la aceleración de las transformaciones del sistema financiero ni para proponer unos objetivos ambiciosos a los nuevos mecanismos monetarios en un clima en el que las consecuencias del encarecimiento del petróleo y de numerosas materias primas y

las fuertes tensiones salariales alimentaban una intensa espiral inflacionista que situó la tasa de inflación en la zona del 25 por 100 en 1977. Sería preciso esperar al primer Gobierno democrático salido de las urnas para disponer de una política económica más articulada.

3. Los Pactos de la Moncloa

Los Pactos de la Moncloa, firmados en 1977, señalaron los objetivos que, en la nueva situación, iban a inspirar la actuación de las autoridades económicas en el ámbito financiero: el reforzamiento de los instrumentos de política monetaria a fin de mejorar la eficacia de ésta, la aproximación de los tipos de interés a las condiciones de un mercado libre y, en fin, la reforma flexibilizadora de las características estructurales y de funcionamiento de las instituciones financieras. Muy ligado a todo ello estaba el propósito anunciado de reducir el déficit presupuestario mediante una actuación moderadora sobre los gastos públicos corrientes y un aumento de los ingresos fiscales apoyado en una reforma fiscal profunda.

El período iniciado con los Pactos de la Moncloa presencié, en efecto, mejoras en los instrumentos de la política monetaria (unificación de los coeficientes de caja; paso al sistema de subastas en las inyecciones de liquidez); la progresiva liberalización de los tipos de interés activos y pasivos del sistema bancario, aunque el proceso no culminó hasta el año 1987; la eliminación paulatina de los coeficientes de inversión obligatoria; una mejora de los sistema de pagos; el inicio de las emisiones del Estado a tipos de mercado y la consolidación de un mercado moderno de deuda pública; un avance sustancial en la homogeneización legal de las instituciones bancarias; la regulación del acceso de los bancos extranjeros al mercado nacional, que trajo consigo importantes innovaciones al sistema; la reorganización del crédito oficial; la creación y regulación de nuevos intermediarios financieros y de nuevos mercados y, en fin, la progresiva reducción de los controles de cambios, cuya eliminación concluyó, en 1991, con la liberalización plena de los movimientos de capitales.

A ello habría que añadir los avances —legales, institucionales y de organización— introducidos en el ámbito de la política prudencial a partir de la crisis bancaria de 1978-1985, resultado de la ruptura del bloqueo institucional —conocido como mantenimiento del *statu quo* bancario— a que había estado sometido el sistema bancario desde la guerra civil hasta la Ley de Bases de Ordenación del Crédito y de la Banca de 1962. En su conjunto, el período abierto con los Pactos de la Moncloa contempló la introducción de dosis crecientes de libertad, apertura y complejidad en el sistema monetario y financiero español.

El proceso no fue, desde luego, lineal ni sencillo: atravesó períodos difíciles y registró, en ocasiones, retrocesos que sólo superó por la fuerza impulsora de las ideas básicas de liberalización y flexibilización de la economía.

El primer núcleo de dificultades con el que hubo de enfrentarse la política monetaria tuvo su origen en las rigideces del mercado de trabajo heredadas del franquismo y acentuadas durante el período de transición política, con efectos negativos tanto sobre la inflación como sobre el empleo. El rápido avance de los salarios monetarios en los años inmediatamente anteriores a la crisis energética se intensificó con esta última en un esfuerzo por defender e incluso mejorar los salarios reales ante las subidas de precios generadas por el encarecimiento del petróleo; y esto, más un fuerte aumento de las contribuciones a la Seguridad Social, impulsó una intensa inflación de costes —especialmente en el período 1973-1979— que tendió a moderarse más tarde, aunque con una notoria resistencia a pesar del fuerte aumento del desempleo. Las causas que condujeron al incremento acelerado del desempleo entre 1975 y 1985 fueron varias y complejas: la defectuosa estructura productiva sobre la que vino a incidir la crisis energética, el rápido descenso de la población ocupada en la agricultura, la interrupción e incluso inversión de los movimientos migratorios hacia el exterior, el fuerte ritmo de incorporación de jóvenes y de mujeres al mercado de trabajo, etcétera; pero a ellas vino a añadirse el importante efecto de los factores determinantes del fuerte avance

de los costes laborales del trabajo en términos reales en un período de descenso de la productividad y en el que la contracción de la renta real disponible resultante del encarecimiento de la energía requería una reducción de los costes reales del trabajo para defender el empleo. Tal evolución de los costes incidió muy negativamente sobre la rentabilidad de las empresas, privó de significado económico a piezas importantes de la capacidad productiva instalada y condujo a caídas muy fuertes del empleo. A partir de 1980 comenzaron a descender los costes laborales reales por unidad de producto; y lo hicieron, en buena medida, debido a los incrementos de la productividad aparente resultantes de la contracción del empleo. Sólo a mediados de los años ochenta comenzó a normalizarse la situación con una mejora modesta del PIB. Para entonces, la tasa de inflación, medida por los precios al consumo, había descendido desde el 24,5 por 100 en 1977 al 8,7 por 100; pero la tasa de paro había pasado del 5 por 100 al 21 por 100 en el mismo período. La política monetaria desinflacionista había tenido que enfrentarse, en aquellos años, con las consecuencias de la segunda subida de los precios del petróleo en 1979-1980, y con la resistencia a la baja del ritmo de crecimiento de los costes salariales; la evolución del desempleo había impedido la adopción de una tónica monetaria menos gradualista.

El control monetario hubo de registrar, en segundo lugar, los problemas resultantes de unos déficit públicos que pasaron desde una cifra inferior al 2 por 100, en porcentaje del PIB, hasta cotas superiores al 5 por 100 entre 1982 y 1986, a pesar de las reformas fiscales iniciadas en 1977. La insuficiente capacidad de los mercados de deuda para atender, sin graves tensiones, las necesidades de financiación pública resultantes de tan elevados y persistentes déficit había de generar, inevitablemente, una intensa tendencia a la monetización de éstos. Y, en efecto, el fortísimo crecimiento del recurso del Tesoro al Banco de España obligó a éste a emitir, desde 1980, pasivos remunerados que colocaba en los intermediarios financieros para absorber los excesos de liquidez creados, incompatibles con la regulación de-

seada de la base monetaria del sistema. Más tarde, en 1984, cuando el Tesoro consideró excesivo el coste de este sistema de drenaje de liquidez —y, por tanto, de financiación pública—, se optó por el establecimiento de coeficientes: un coeficiente obligatorio de pagarés del Tesoro del 10 por 100 sobre los pasivos computables de las entidades de depósito y una elevación del coeficiente de caja que podía alcanzar hasta el 20 por 100 de los pasivos computables de dichas entidades —cifra, como es obvio, muy elevada y muy superior, desde luego, a su nivel técnico normal—. Quedaba así quebrada la línea básica de reforma orientada a la reducción progresiva de los coeficientes obligatorios y éstos volvían a ampliar las distorsiones que creaban en el sistema.

De esta situación sólo se podía salir mediante una reducción del ritmo de crecimiento de las necesidades públicas de financiación —para lo cual habría que esperar a una coyuntura más favorable y a una política fiscal más disciplinada— y a través de la instauración de un mercado amplio, profundo y líquido de Deuda Pública. Este último es el camino que abordó el Banco de España creando, en 1987, el Sistema de Anotaciones en Cuenta en Deuda del Estado, mercado de Deuda Pública que ha proporcionado una gran flexibilidad a la financiación del Tesoro. Así fue posible reanudar la línea, interrumpida durante varios años, de reducción de los coeficientes: el de pagarés del Tesoro se redujo paulatinamente, entre 1989 y 1992, hasta su desaparición total y el de Caja se redujo, en 1990, desde el 17 por 100 hasta el 5 por 100, drenándose la liquidez así generada mediante la emisión de certificados del Banco de España que han ido amortizándose en un proceso gradual que ha culminado el año 2000.

Paralelamente, la acumulación de importantes Carteras de Deuda Pública, tanto en poder del público como, sobre todo, del sistema bancario, puso de manifiesto la existencia de riesgos de interés de cuantía considerable. La necesidad de facilitar operaciones de cobertura frente a esos riesgos impulsó la aparición de los mercados organizados de derivados financieros —futuros y opciones—, que inicialmente utilizaban la deuda pública

negociable como único activo subyacente y que se extendieron, después, a otros activos.

La instrumentación de la política monetaria encontró también dificultades que obligaron a introducir en ella modificaciones. En primer lugar, las innovaciones resultantes del deseo de las entidades bancarias de atender las demandas del público, que buscaba activos con rentabilidad adecuada para defenderse de la inflación, y el desigual y cambiante tratamiento fiscal de los activos financieros inducían importantes desplazamientos del público entre una gama cada vez más compleja de activos; y esto erosionaba la confianza que las autoridades podían depositar en la estabilidad de la demanda del agregado M3 —efectivo más depósitos bancarios— que era, como hemos visto, el soporte de los objetivos intermedios de la política monetaria practicada. Ello llevó al Banco de España a sustituir, en esa función, el agregado M3 por otro más amplio, el denominado «activos líquidos en manos del público» (ALP), que incluía, junto al contenido de M3, las tenencias del público de activos como bonos de caja y tesorería, letras y Pagarés del Tesoro y otros. Las perturbaciones continuaron, sin embargo, y, con ellas, los retoques del contenido de ALP y la pérdida de confianza en el agregado hasta su abandono final ya en los años noventa.

La utilización de los activos de caja mantenidos por las entidades bancarias en forma de depósitos en el Banco de España como variable instrumental para controlar el agregado básico (M3 o, más tarde, ALP) también registró modificaciones en el período. La regulación estricta de esos activos de caja por el Banco de España obligaba a aceptar, con frecuencia, movimientos importantes en los tipos de interés a corto plazo; y esto afectaba al coste de la financiación obtenida tanto por el sector público como por el sector privado. Además, a medida que nuestro sistema financiero se abría al exterior, pudo comprobarse que las variaciones, a veces abruptas, de los tipos de interés afectaban a los movimientos de capitales y, por tanto, al tipo de cambio y a la liquidez del sistema. En consecuencia, a medida que avanzó el período, el Banco de España introdujo, prime-

ro, una mayor flexibilidad en el control de los activos de caja para moderar las fluctuaciones de los tipos de interés y pasó, más tarde, a utilizar los tipos de interés a corto plazo como variable operativa con la que afectar al ritmo de expansión de la cantidad de dinero.

Recuérdese, para concluir haciendo referencia a la vertiente exterior de la política monetaria, que la peseta había entrado, en 1974, en un régimen de flotación, coherente con la estrategia monetaria orientada a regular la evolución de la cantidad de dinero que se introdujo por las mismas fechas. Desde entonces, y a lo largo del período examinado, el control de los agregados que soportaban los objetivos definidos por las autoridades desempeñó un papel dominante en la política monetaria; nunca se estableció un objetivo cambiario y el tipo de cambio fue considerado como una variable cuyo valor era determinado en el mercado por las condiciones internacionales y por los factores internos, que incluían la política monetaria. Esto no excluye que, como ya he señalado, la política monetaria tuviera en cuenta sus efectos sobre el tipo de cambio ni que, en determinados momentos, dicha política se desviara transitoriamente de sus objetivos internos para intentar corregir un movimiento cambiario que se considerase perturbador. Por lo demás, en un período que registró tensiones inflacionistas muy fuertes y en el que la persistencia de los controles de cambios, aunque en proceso de reducción, aún ofrecía un margen temporal para adoptar decisiones de ajuste cambiario a las autoridades, éstas procedieron a depreciar formalmente la peseta en varias ocasiones —1976, 1977, 1982—, para mantener la competitividad de nuestros bienes y servicios. En su conjunto, las depreciaciones practicadas en el tipo de cambio efectivo nominal permitieron mantener aproximadamente estable el tipo de cambio efectivo real en el período.

4. De la incorporación a la CEE a la entrada en la UEM

El 1 de enero de 1986, fecha de la incorporación efectiva de España a la Comunidad Económica Euro-

pea, señala el inicio de un período que nos conduce hasta la constitución de la Unión Monetaria Europea. Es un período en el que la economía española vive fases coyunturales muy diversas, se ve sometida a perturbaciones importantes y registra cambios considerables en sus políticas económicas; sin embargo, por debajo de todo ello es fácil detectar un hilo conductor básico: el deseo del país de incorporarse plenamente y con todas sus consecuencias al proceso de integración europea.

Tal propósito había de implicar un esfuerzo considerable. La economía española era, en 1985, una economía más eficaz, menos intervenida y protegida, más abierta que en los años setenta; pero era una economía más retrasada y de más baja productividad que la media de las economías comunitarias, tenía aún pendientes importantes problemas de reconversión industrial, presentaba una combinación inadecuada de las políticas monetarias y fiscal y padecía importantes rigideces que eran, en buena medida, responsables de la alta tasa de inflación y de la elevadísima tasa de desempleo que registraba. Y a las dificultades planteadas por estos problemas vinieron a sumarse las resultantes del importante impulso integrador que la Comunidad Europea estaba acometiendo en aquellos momentos en un esfuerzo por introducir nuevos estímulos en las apáticas economías del área. Tal impulso condujo a la firma del Acta Única Europea en 1985, a la decisión de crear un mercado único comunitario de bienes, servicios y factores de producción que habría de quedar completado en 1992 y al comienzo de los estudios y negociaciones orientados a constituir una Unión Económica y Monetaria que coronase el mercado único y representase un avance importante en el proceso de integración económica y política de los países del área. El proyecto de Unión Económica y Monetaria quedó incorporado al Tratado de la Unión Europea, que, aprobado en la Cumbre de Maastricht de diciembre de 1991, fue ratificado por todos los países de la Comunidad antes de concluir el año 1993. Si se tienen en cuenta las debilidades iniciales de la economía española, es notable que los esfuerzos realizados per-

mitieran cubrir, finalmente, los objetivos perseguidos en los plazos establecidos.

La incorporación de España a la Comunidad, con los compromisos inicialmente previstos y los sobrevenidos después, ha conducido, a través de las dificultades, a una ampliación muy intensa del grado de apertura al exterior de nuestra economía, a una asignación más eficaz de sus recursos y a una mejora de su estructura productiva, a un avance, en fin, en el bienestar económico que se expresa en un acercamiento significativo de la renta per cápita española a la correspondiente renta media de la Unión Europea. La pertenencia a la Comunidad ha llevado a España a aceptar normas favorables a la estabilidad financiera, como la necesidad del Tesoro de financiarse por cauces ortodoxos ante la prohibición comunitaria de cualquier tipo de financiación privilegiada del sector público o como los límites estrictos impuestos a los déficit públicos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, ya en vísperas de la Unión Monetaria; le ha llevado a adoptar un régimen de libertad en las transacciones financieras con el exterior y a reforzar y acelerar muchas de las líneas de reforma orientadas a flexibilizar el sistema financiero; le ha inducido, en fin, a aumentar la importancia atribuida a la estabilidad monetaria, especialmente en los últimos años del esfuerzo por incorporarse a la Unión Monetaria. Sobre el trasfondo de importantes transformaciones en la estructura productiva, las políticas macroeconómicas básicas —la política monetaria y la política fiscal— proporcionan el argumento central de este período de la economía española.

Al producirse la incorporación de España a la Comunidad, la tasa de inflación se había reducido ya hasta un 8 por 100, pero el avance en el proceso de integración requería descensos adicionales de una tasa que era aún muy elevada y netamente superior, desde luego, a la que registraban, en promedio, los países centrales del área. El efecto favorable que el descenso de los precios del petróleo, en 1985-1986, ejerció sobre la economía internacional y el ingreso en la Comunidad determinaron un cambio rápido y profundo en las expectativas,

de modo que la economía española se adentró en una fase expansiva muy intensa, respaldada por un fuerte aumento de las inversiones extranjeras, que había de conocer su punto álgido en el paso de 1988 a 1989 y que había de inducir descensos considerables de la tasa de paro favorecidos por la reciente introducción de un sistema más flexible de contratación laboral temporal. En estas circunstancias, la política monetaria había de mantener una tónica restrictiva que condujo la tasa de inflación, a pesar de la presión de la demanda, a la zona del 5 por 100 en 1987-1988. Pero esta política tuvo que enfrentarse con graves dificultades relacionadas con el sector exterior y atribuibles, en buena medida, a la falta de colaboración de la política presupuestaria.

En efecto, una política monetaria de signo restrictivo en un clima de expansión había de llevar a elevaciones de los tipos de interés que, en una economía crecientemente abierta al exterior, inducían entradas de capital a corto plazo atraídas por los diferenciales de intereses y por la expectativa de posibles apreciaciones cambiarias. Los capitales a corto plazo se sumaban así a las importaciones de capital a largo plazo en la generación de presiones alcistas sobre la peseta; y la apreciación de ésta acentuaba la ampliación del déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente resultante de la fuerte expansión de la demanda interna. El esfuerzo por frenar la tendencia a la apreciación de la divisa mediante intervenciones cambiarias sólo conducía a un círculo vicioso bien conocido: los incrementos de las reservas exteriores resultantes de las intervenciones determinaban aumentos de la liquidez interna cuya absorción requería actuaciones restrictivas adicionales del Banco de España que tensionaban más los tipos de interés. Así que los problemas cambiarios inducían a relajar la política monetaria restrictiva; el Banco de España hubo de aceptar desviaciones significativas en el ritmo efectivo de crecimiento de la cantidad de dinero respecto de los objetivos propuestos e incluso revisar estos últimos al alza en algún año (1988).

Estos problemas hubieran sido menos graves si la política monetaria hubiera podido contar con la colabora-

ción de la política presupuestaria; pero no contó con ella, excepto transitoriamente. En el período 1986-1987, la política presupuestaria adoptó una línea restrictiva que, junto con los efectos favorables de la expansión económica, condujo a una reducción del déficit público desde el 7 por 100 al 3,1 por 100 del PIB; pero esta tendencia se interrumpió en 1988 para dejar paso a una política presupuestaria expansiva que iba a persistir en los años siguientes. La política monetaria quedaba así sola en sus esfuerzos estabilizadores frente a una expansión de la demanda interna alentada tanto por el sector privado como por el sector público.

La incorporación de la peseta al mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo, en 1989, quiso expresar, sin duda, la voluntad española de participar en las manifestaciones más exigentes del proceso de integración; pero también se vio motivada por la confianza de que así se frenarían las entradas especulativas de capitales y la apreciación de la peseta. Dicho mecanismo respondía a un sistema de tipos de cambio fijos, pero ajustables, con bandas de fluctuación relativamente estrechas en torno a los tipos de cambio centrales. El Sistema Monetario Europeo, creado en 1978, había venido siendo la expresión de la cooperación monetaria entre un número creciente de países miembros de la Comunidad a lo largo de los años ochenta; y tras un primer período de inestabilidad y ajuste, se había convertido, con el paso del tiempo y bajo la influencia alemana, en un factor de estabilidad y convergencia para los países participantes en un marco de desaparición progresiva de los controles de cambios. Se pensaba que la entrada de la peseta en el mecanismo de cambios del Sistema permitiría a España participar en la absorción de los elementos de estabilidad que irradiaban de la economía alemana y desalentaría las entradas especulativas de capitales a medida que la cotización de la divisa española se aproximase al límite de máxima apreciación permitida por la banda de fluctuación en torno al tipo de cambio central (± 6 por 100, en el caso de España).

Los hechos mostraron, sin embargo, que la ni la incorporación a un sistema cambiario de aquellas carac-

terísticas aseguraba la práctica de una política económica interior de mayor estabilidad ni la peseta dejaría de registrar presiones alcistas mientras se mantuviera la inadecuada combinación existente de la política monetaria y la política presupuestaria y los mercados continuarán viviendo bajo el espejismo (pasajero) de que las monedas del mecanismo de cambios del sistema podrían pasar a la Unión Monetaria en un proceso sin traumas. Las autoridades proyectaron la introducción de una política presupuestaria contractiva como acompañamiento a la entrada de la peseta en el Sistema, pero los hechos fueron en la dirección opuesta: la política presupuestaria fue notoriamente expansiva en 1989 y en los años siguientes mientras la política monetaria mantuvo su tónica restrictiva. En consecuencia, la peseta se mantuvo en la zona de máxima apreciación de la banda permitida de fluctuación cambiaria, empujada por los altos tipos de interés resultantes de aquella combinación inadecuada de políticas económicas; y esta apreciación del tipo de cambio nominal, junto con el mantenimiento de tasas de inflación elevadas en términos relativos y resistentes a doblegarse, determinaban una tendencia a la apreciación del tipo de cambio real con consecuencias negativas para la balanza de pagos por cuenta corriente.

Esta situación inestable sólo podía sostenerse mientras los mercados financieros internacionales continuaran mostrando una improbable confianza en el conjunto de las monedas pertenecientes al mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo. Tal confianza se quebró bruscamente en 1992, cuando la República Federal de Alemania, que venía viviendo una situación de exceso de demanda como consecuencia del proceso de reunificación y de la forma de abordarlo en el ámbito económico, decidió moderar la expansión; el Bundesbank elevó con fuerza su tipo de interés, comenzó a registrarse un acusado debilitamiento de la coyuntura y los países participantes en el Sistema Monetario Europeo se negaron a aceptar una elevación relativa del tipo de interés alemán y una revisión ordenada de la estructura de paridades que implicase la deprecia-

ción de muchas de ellas frente al marco. Los resultados fueron una costosa recesión europea y una grave crisis del Sistema Monetario Europeo que se saldó con el abandono de su mecanismo cambiario por la libra esterlina y la lira italiana y con una serie de devaluaciones de monedas de los países participantes que habían venido acumulando graves desajustes en el período anterior —entre ellos, con intensidad, España, que hubo de devaluar su moneda en tres ocasiones entre los veranos de 1992 y 1993—.

Cuando la crisis del Sistema se cerró, en el mes de agosto de 1993, mediante una ampliación hasta el ± 15 por 100 de las bandas de fluctuación permitidas en torno a los tipos de cambio centrales definidos en su mecanismo cambiario, la credibilidad de las políticas macroeconómicas de un buen número de países europeos estaba un tanto maltrecha y la Unión Monetaria aparecía como un proyecto lejano, rodeado de escepticismo. Sin embargo, la crisis vivida había puesto de manifiesto que un sistema con libertad de movimientos de capitales y tipos de cambio fijo reducía extraordinariamente la posibilidad de desarrollar políticas monetarias nacionales autónomas; que la búsqueda de estabilidad mediante la adopción de un tipo de cambio fijo con la moneda de un país estable no era suficiente si las políticas nacionales no eran coherentes con el objetivo perseguido; que los países europeos sin una tradición consolidada de estabilidad estaban expuestos a verse violentamente zarrandados por los movimientos de capitales si factores de origen exterior o interno levantaban sospechas en los mercados sobre el futuro de sus monedas y, en fin, que la credibilidad monetaria sólo podía conseguirse con mucho tiempo y esfuerzo pero podía perderse muy rápidamente.

El conjunto de estas reflexiones, basadas en la experiencia reciente, podían avalar la conveniencia de crear una Unión Monetaria en Europa a pesar del escepticismo reinante. En cualquier caso, el desarrollo del proceso conducente, eventualmente, a la creación de la Unión Monetaria siguió su marcha; con el año 1994 se inició la denominada «segunda etapa», diseñada en

Maastricht, en la que los países aspirantes a participar en la Unión habrían de desarrollar las políticas conducentes al cumplimiento de los criterios de convergencia requeridos para incorporarse a la Unión; al mismo tiempo inició sus trabajos el Instituto Monetario Europeo que, con la colaboración de todos los bancos centrales del área, debería preparar las bases necesarias para la creación, en su día, del Banco Central Europeo y para el desarrollo eficiente de la política monetaria común.

En estas circunstancias, España decidió su estrategia desde dos convicciones que resultaron correctas: primero, que, a pesar del escepticismo, la Unión Monetaria se crearía en una fecha no lejana por razones económicas y políticas y, segundo, que si se creaba la Unión, sería muy grave para España quedar al margen de ella; a falta de una credibilidad consolidada de sus políticas económicas y dada la modesta dimensión relativa de su economía, quedaría expuesta a los efectos desestabilizadores de perturbaciones de origen interno o exterior (como iba a comprobarse, pocos meses después, con ocasión de la crisis mejicana), tendría que adaptarse a las políticas que adoptara la Unión sin participar en su discusión y no disfrutaría de otras ventajas derivadas de la pertenencia al área. La incorporación a la Unión traería consigo una reducción sustancial de las perturbaciones financieras y cambiarias; las respuestas a eventuales perturbaciones asimétricas no financieras —subrayadas por los críticos del ingreso en la Unión— no prometían ser menos costosas si el país conservaba el manejo de la política cambiaria y, en todo caso, la automarginación del proyecto equivalía a renunciar a los beneficios derivados de una mayor estabilidad expresada en tasas más bajas de inflación e interés y de la participación en unos mercados europeos más integrados como consecuencia de la adopción de la moneda única.

Ahora bien, la incorporación, desde un primer momento, a las nuevas instituciones monetarias proyectadas requería de España un esfuerzo muy grande, porque no le resultaría fácil cumplir los criterios de convergencia requeridos para acceder a la Unión en el tiempo previsto y porque parecía claro que los países económi-

camente más sólidos del área iban a exigir un cumplimiento estricto de estos criterios. Que ese esfuerzo se hiciera y que se lograra un éxito pleno en el empeño, es algo que hubo de sorprender a los más optimistas.

Por una parte, la concesión, en 1994, de plena autonomía al Banco de España en el diseño y la instrumentación de una política monetaria orientada, primordialmente, al logro y el mantenimiento de la estabilidad de precios permitió al banco central español modificar su estrategia básica, relegar a un papel secundario los agregados monetarios y comprometerse con el logro de objetivos directos expresados en términos de la tasa de inflación. Apenas puesta en práctica la nueva estrategia a comienzos de 1995 —con los precios de consumo creciendo a un ritmo del 4,5 por 100—, un repunte al alza de la tasa de inflación suscitó una respuesta rápida y contundente del Banco de España, en forma de una elevación del tipo de interés de intervención en casi dos puntos, que corrigió la desviación inflacionista y permitió ganar credibilidad a la nueva política monetaria. A partir de ese momento la tasa de inflación mantuvo una tónica descendente que la situó por debajo del 2 por 100 a partir de 1997 y que permitió cumplir, finalmente, con holgura, el criterio de convergencia relativo a la estabilidad de precios. El comportamiento de los precios permitió, al mismo tiempo, relajar paulatinamente la tónica de la política monetaria de modo que el tipo de interés de intervención bajó, en este período, desde el 9,25 por 100 en 1995 hasta el 3 por 100 en vísperas del inicio de la Unión Monetaria. Con él fueron descendiendo los tipos de interés practicados por los bancos.

Por otra parte, la política fiscal adoptó una tónica más rigurosa a partir de 1995 y crecientemente disciplinada —tras los cambios legales e institucionales introducidos por el nuevo Gobierno a partir de 1996— a medida que avanzaba el período. De este modo, no sólo fue posible cumplir el criterio de convergencia fiscal en el plazo requerido —con un déficit del 2,6 por 100 del PIB frente al 3 por 100 exigido— sino que se logró una combinación favorable de la política fiscal y la política monetaria. Esto suscitó una mejora sustancial de las expectativas expre-

sadas en los tipos de interés y el tipo de cambio —cuyos respectivos criterios de convergencia se satisficieron con comodidad—, en el comportamiento de los salarios —que tendieron a alinearse con los objetivos de inflación— y en el fortalecimiento de la demanda y la actividad. Todo ello hizo posible que España pasase con facilidad, en la primavera de 1998, el examen relativo al cumplimiento de los requisitos exigidos para acceder a la Unión Monetaria y que, acordada la constitución de ésta por el Consejo Europeo en el mes de mayo, España se incorporase a la nueva área de moneda única, en un clima de fuerte expansión, el 1 de enero de 1999.

En esa fecha comenzó su funcionamiento la Unión Monetaria Europea, se activó el Eurosistema —es decir, el sistema formado por el Banco Central Europeo y los Bancos Centrales Nacionales de los once países inicialmente integrados en la Unión— y se inició la transición al euro, unidad monetaria básica del nuevo sistema, del que cada una de las once monedas nacionales pasaron a ser meras subdivisiones.

En efecto, los once Bancos Centrales Nacionales pasaron sus contabilidades a euros el primer día del año 1999 y las entidades financieras redenominaron en euros los saldos anotados a nombre de sus clientes; a partir de esa fecha, la generalidad de los mercados financieros del área —el interbancario, los de Deuda Pública, las Bolsas de Valores, los mercados de futuros y opciones, etcétera— pasaron a operar en euros. El tiempo necesario para fabricar las monedas y los billetes denominados en euros obligó a aplazar la entrada en circulación de unas y otros hasta el 1 de enero del año 2002, de modo que, en el período transitorio, los billetes y las monedas nacionales han continuado funcionando como dinero legal, condición que sólo perderán a lo largo del primer trimestre de dicho año —en fechas que variarán de un país a otro—.

El día 4 de enero, primer día laborable del año 1999, entró en funcionamiento la política monetaria común, adecuándose a las normas y los criterios acordados en el largo proceso anterior, ratificados y completados por el Banco Central Europeo desde su creación el 1 de julio

de 1992. El Banco Central Europeo interpretó el objetivo básico de estabilidad de precios que le asignaba el Tratado de Maastricht como el mantenimiento a medio plazo del índice armonizado de precios de consumo del área en tasas que no excedieran del 2 por 100 anual; y adoptó una estrategia de política monetaria, orientada a conseguir ese objetivo, basado en dos «pilares»: en el primero de ellos, la tasa de variación de la cantidad de dinero (M3) aparece como un indicador privilegiado —no como un objetivo intermedio— de la probable evolución futura de los precios; en el segundo «pilar», un amplio conjunto de indicadores y variables relevantes se utilizan para elaborar previsiones de inflación. La adopción de los objetivos y las decisiones básicas de la política monetaria común corresponden al Banco Central Europeo —a su Consejo de Gobierno, formado por el Consejo Ejecutivo (Presidente, Vicepresidente y los cuatro Directores Generales del Banco) y por los gobernadores de los Bancos Centrales Nacionales del Euro-sistema, actuando todos ellos con plena independencia respecto de las autoridades comunitarias y de los gobiernos respectivos—; pero la instrumentación de dicha política se ejecuta de modo descentralizado, a través de los Bancos Centrales Nacionales. El Sistema desarrolla su política monetaria mediante el control de la liquidez de las entidades de crédito del área y, para conseguir ese control, dispone de tres instrumentos básicos: el coeficiente de caja, las operaciones de mercado abierto y las denominadas «facilidades permanentes». El coeficiente de caja, remunerado a un tipo de interés cercano al del mercado, fue fijado en el 2 por 100 de los pasivos acotados como computables. Las operaciones de mercado abierto, que constituyen el instrumento central del control monetario, se desarrollan a través de subastas —semanales, complementadas por otras mensuales— que adoptan (hoy día, tras varios ensayos) la forma de subastas a tipo de interés variable en las que la liquidez se distribuye a los tipos de interés ofrecidos por las entidades solicitantes. La variable operativa del Sistema es el tipo de interés básico anunciado periódicamente por el Banco Central Europeo, que actúa como referencia

principal de los tipos ofrecidos por las entidades en las subastas semanales y del tipo de interés a muy corto plazo practicado en el mercado interbancario. Este último, con esa referencia central, fluctúa dentro de un «pasillo» acotado por los tipos de interés fijados para las denominadas «facilidades permanentes»: la «facilidad marginal de crédito» marca el tipo penalizador al que las entidades de crédito escasas de liquidez pueden obtener financiación a un día de su Banco Central Nacional correspondiente; la «facilidad de depósito» señala el tipo de interés al que una entidad de crédito sobrada de liquidez puede depositar a un día su excedente en su Banco Central Nacional. Si el tipo de interés de mercado tiende a desviarse significativamente de los tipos de interés de referencia, en un movimiento considerado como indeseable por las autoridades monetarias, éstas podrían acudir a realizar operaciones de *fine-tuning* en forma de subastas rápidas que, en casos excepcionales, podría ejecutar el propio Banco Central Europeo. El cuadro de instrumentos monetarios queda completado con las denominadas «operaciones estructurales» que tienen por objeto afectar permanentemente en un sentido expansivo o contractivo, a la liquidez del Sistema. Hay que señalar que la liquidez proporcionada por el Eurosistema a las instituciones de crédito del área, cualquiera que sea la modalidad de la operación, ha de ser siempre garantizada por la entidad receptora de los fondos mediante la utilización, como colateral, de activos financieros incluidos en «listas» previamente aprobadas por aquél.

Con la política monetaria común entró también en funcionamiento, al iniciarse el año 1999, el Sistema Target, un sistema europeo, bruto y en tiempo real, de realización de transferencias en euros entre las cuentas de las entidades de crédito en los bancos centrales —un sistema complementado por un mecanismo de concesión, por los Bancos Centrales Nacionales, de créditos intra día garantizados que han de liquidarse al final del día o formalizarse como créditos hasta el día siguiente a través de la «facilidad marginal de crédito»—. El Banco de España elaboró la pieza española del Sistema Tar-

get, que enlaza con las piezas análogas del resto del Eurosistema; además, fue preciso reformar la Cámara de Compensación de Madrid y las restantes cámaras de compensación de grandes pagos de modo que cumplirían unos criterios reforzados de seguridad. El Sistema Target hace posible una movilización inmediata de la liquidez a través de todos los mercados interbancarios del Eurosistema, conduciendo a la plena integración de éstos en un mercado interbancario único con un tipo de interés a muy corto plazo único para el conjunto de la Unión Monetaria Europea.

Hay que señalar que tanto la transición al euro, como el paso de las once políticas monetarias nacionales del área a la política monetaria común se realizaron con suavidad y sin problemas.

En fin, con el inicio del año 1999 comenzó también la cotización del euro en los mercados de divisas en un régimen de libre flotación acordado, como señala el Trata-

do de Maastricht, por el Consejo Europeo. Establecido el régimen cambiario, corresponden al Banco Central Europeo las decisiones, en su caso, de intervención cambiaria. Para hacerlas posibles, los once Bancos Centrales Nacionales del área procedieron a transferir al Banco Central Europeo 40.000 millones de euros con cargo a sus reservas exteriores en los primeros días de enero. La participación del Banco de España en dicha transferencia se elevó a 4.447 millones de euros.

Se abría así una nueva fase de la Historia europea caracterizada por la cesión de la soberanía monetaria de los países integrantes del área del euro a favor de las autoridades centrales de la misma. Y se cerraba —sólo pendiente la sustitución de las monedas nacionales por el euro como dinero legal— el largo camino que, a través de muchas dificultades pero con unos objetivos últimos claros, había conducido a España a participar en un avance decisivo en el proceso de la integración europea.