



Universidad de Navarra

Occasional Paper

OP nº 06/16

Julio, 2006

VEINTE AÑOS DE ESTABILIZACION MACROECONOMICA

Antonio Argandoña

La finalidad de los IESE Occasional Papers es presentar temas de interés general a un amplio público.

IESE Business School – Universidad de Navarra

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

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

Copyright © 2006 IESE Business School.

VEINTE AÑOS DE ESTABILIZACION MACROECONOMICA

Antonio Argandoña*

Resumen

El 1 de enero de 1986 entró en vigor el Tratado de Adhesión de España a las Comunidades Europeas (hoy Unión Europea). Su impacto sobre la economía, la política y la sociedad española ha sido formidable, y no sólo en los aspectos económicos. Este artículo se fija en los cambios que nuestra pertenencia a la Unión Europea ha tenido sobre la estabilización económica, es decir, sobre la inflación, el déficit público, la variabilidad del tipo de cambio y la competitividad exterior, a través de la política fiscal y de la política monetaria y cambiaria, principalmente. Se muestra cómo la entrada en vigor del Tratado de Adhesión aceleró y consolidó los esfuerzos estabilizadores iniciados en 1977, los objetivos que se tomaron en cada etapa de estos veinte años de historia, las medidas que se adoptaron, los éxitos y fracasos y, especialmente, los cambios experimentados por las políticas de estabilidad, en los últimos años, cuando España es ya miembro de la Unión Económica y Monetaria europea.

* Profesor de Economía, Cátedra "la Caixa" de Responsabilidad Social de la Empresa y Gobierno Corporativo, IESE

Palabras clave: estabilidad, déficit público, inflación, moneda única, política fiscal, política monetaria y Unión Europea.

VEINTE AÑOS DE ESTABILIZACION MACROECONOMICA

Introducción¹

La sociedad española acogió con esperanza e ilusión, pero también con cierto temor, la entrada en vigor del Tratado de Adhesión de España a las Comunidades Europeas (hoy Unión Europea, UE), el 1 de enero de 1986. La crisis económica que el país venía arrastrando desde principios de los años setenta había obligado a reajustes dolorosos, que los ciudadanos habían asumido, algo a regañadientes, pero con el convencimiento de que el cambio era necesario y posible, y que, al final del túnel, nos esperaba un futuro más prometedor. La transición económica había comenzado ya con los Pactos de La Moncloa (1977), la nueva Constitución (1978) y las reformas que los sucesivos gobiernos habían ido introduciendo, no sin reticencias y retrocesos.

En ese proceso, Europa había sido siempre una meta, un modelo y, sobre todo, una exigencia, a la hora de liberalizar, modernizar y reformar nuestra economía. El argumento “nos lo exige Europa” fue ampliamente utilizado por los gobiernos, pero la sociedad no se rebeló porque entendía que fuera de Europa no había futuro para España. Y fue un argumento particularmente útil para vencer resistencias, concitar acuerdos y despertar ilusiones, cuando el enfrentamiento político o la presión de los grupos de intereses se hacían más fuertes.

El impacto inmediato de la adhesión de España a las Comunidades Europeas se dejó sentir en la apertura comercial, ya el mismo 1 de enero de 1986; pero pronto se extendió a casi todos los ámbitos de la economía, porque entrábamos no en una simple unión aduanera, sino en una amplia unión económica, con compromisos que iban desde la libertad de movimientos de bienes, capitales y personas hasta la aceptación de todo el entramado de regulaciones supranacionales y la consiguiente adaptación de nuestra legislación y de nuestras instituciones.

Un componente importante del compromiso que la sociedad española asumió en 1986 fue la aceptación de las reglas del juego. Estas se definían, primero, como un entorno de democracia y estado de derecho. Segundo, como un conjunto de mercados sometidos a la competencia, abiertos, liberalizados y desregulados, orientados a un mercado único, del que entonces ya se hablaba, y que constituía, desde los orígenes, el núcleo de las Comunidades Europeas. Y, tercero, como una exigencia de estabilidad macroeconómica, definida en términos generales,

¹ Este trabajo forma parte de las actividades de la Cátedra “la Caixa” de Responsabilidad Social de la Empresa y Gobierno Corporativo, del IESE Business School.

Para el libro «Veinte años en la Unión Europea», Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, julio de 2006.

sin la precisión que aportaría el Tratado de Maastricht, como un objetivo de inflación moderada, déficit público reducido, unas cuentas exteriores no demasiado desequilibradas y un tipo de cambio competitivo y relativamente estable. España debía aceptar esta “cultura de la estabilidad” y, consiguientemente, adaptar sus políticas y sus instituciones a su consecución.

No se trataba, por supuesto, de algo nuevo para nosotros, pues ya venía figurando en los programas de los gobiernos más recientes, empezando por el que surgió de las primeras elecciones democráticas, en el verano de 1977. Pero una cosa es manifestar públicamente la devoción por la estabilidad y aun ponerla como objetivo de un programa de gobierno, y otra muy distinta es llevarla a la práctica con coherencia, constancia y efectividad. Un capítulo importante de la historia de la economía española en estos casi treinta años es, pues, el recuento de los avances y retrocesos, éxitos y fracasos, dilaciones, traiciones y promesas incumplidas en las políticas de estabilidad. Lo que la entrada en vigor del Tratado de Adhesión añadió a esa historia fue un nuevo compromiso, metas más concretas y nuevos argumentos en ese programa.

En este trabajo me propongo examinar brevemente cómo fueron evolucionando las políticas dirigidas a la estabilidad macroeconómica en España desde la entrada en vigor del Tratado de Adhesión a las Comunidades Europeas. Me limitaré a la estabilidad nominal, es decir, a la que hace referencia al nivel de precios y a la tasa de inflación, y a las variables conectadas con ellas, principalmente tipos de cambio nominales y reales, tipos de interés, saldo del presupuesto y nivel de deuda pública; y en cuanto a las políticas, a la monetaria y cambiaria, de un lado, y a la fiscal, de otro. De manera en cierto modo arbitraria, distinguiré cuatro periodos: el que precede a la entrada de España a las Comunidades Europeas, el que va de 1986 a las crisis cambiarias y a la recesión de 1992 y 1993, los años de la recuperación hasta 1999, y el periodo desde la moneda única hasta la actualidad, para acabar con las conclusiones².

Los años anteriores a 1986

A lo largo de los años setenta, en un entorno de pérdida de ritmo de la producción, desempleo creciente, crisis industrial, inflación y costes laborales en rápido crecimiento, y un déficit público que empezaba a despuntar, la política monetaria española fue adquiriendo algunos de los rasgos mínimos que se exigen a una política moderna y eficaz: una política activa, basada en el control de un agregado monetario como objetivo intermedio, mediante el control de la creación de los activos líquidos de las instituciones financieras, y dotándose para ello de instrumentos como el coeficiente de caja y los nuevos medios para la creación y control de la liquidez que el Banco de España proporcionaba regularmente a la banca.

Desde los Pactos de La Moncloa (1977) se avanzó en la progresiva liberalización de los tipos de interés activos y pasivos (que se concluyó en 1987) y de los controles de cambios (completada en 1991), la unificación del coeficiente de caja de las distintas entidades financieras, la eliminación paulatina de los coeficientes obligatorios de inversión y la introducción de subastas periódicas para el control de la liquidez, entre otras medidas. Su objetivo principal era la reducción gradual, pero firme, de la tasa de inflación, aunque en ocasiones se intentó hacer compatible con otros objetivos, como facilitar la recuperación de la demanda agregada, sobre

² Hay muchos análisis excelentes de la evolución de la economía española desde las crisis de los setenta desde el punto de vista de la estabilidad; por ejemplo, Argandoña (1998), Malo de Molina (2003, 2005), Rojo (2002, 2005), Servicio de Estudios del Banco de España (1997), Viñals (1996, 2004).

todo a partir de la segunda mitad de los ochenta³. En esta tarea se enfrentaba a tres dificultades: la pérdida de ritmo de la demanda y la producción, la naturaleza e intensidad de las presiones inflacionarias y la financiación de los déficit públicos.

La pérdida de ritmo de la actividad económica y la grave crisis industrial que se había producido aconsejaban una reducción gradual de la tasa de inflación. La segunda dificultad se relacionaba con el fuerte crecimiento de los precios de la energía (1973, 1979) y de los costes laborales (sobre todo en los años que precedieron a los Pactos de La Moncloa), así como con la gran inercia (resistencia a la baja) de los precios y los salarios, debida a las rigideces en los mercados de bienes y, sobre todo, de trabajo. Todo ello se vio paliado, al menos en parte, por la incipiente moderación salarial que los sindicatos aceptaron en 1977 y mantuvieron hasta bien entrada la década de los ochenta, y por la reforma laboral de 1984, que introdujo los contratos temporales, un factor de flexibilidad que resultó decisivo para la evolución del empleo cuando España entró en la Comunidad Europea⁴.

El déficit público había crecido fuertemente, como consecuencia, desde el lado de los ingresos, del agotamiento del modelo de recaudación –su reforma se había iniciado ya en 1977– y del menor crecimiento de las rentas y los beneficios en los años setenta; y desde el lado del gasto, de las nuevas necesidades de un estado moderno en democracia (educación obligatoria y gratuita, sistema nacional de salud, universalización del sistema de pensiones, ampliación de la cobertura del seguro de desempleo, dotación de infraestructuras, etc.) y de la introducción y desarrollo del estado de las autonomías.

Ese déficit se financiaba principalmente mediante el recurso al Banco de España, lo que dificultaba considerablemente el control de la liquidez. Esto explica algunas de las medidas de política monetaria y fiscal que se adoptaron en aquellos años: desde el lado de las autoridades monetarias, se inició la emisión de pasivos propios, como instrumento de control de la liquidez, y se instauró en 1984 un coeficiente obligatorio de pagarés del Tesoro⁵; y desde el lado de las autoridades fiscales, dieron comienzo las emisiones de deuda pública en condiciones de mercado, una vez que se hubo creado y consolidado un verdadero mercado de deuda líquido, seguro y eficiente, con una demanda genuina a cargo de las instituciones financieras. De este modo, aunque los distintos gobiernos no se distinguieron por sus esfuerzos en la consolidación presupuestaria, se pudo reducir el impacto del déficit público sobre el proceso de creación y control de dinero, en el que descansaba la lucha contra la inflación en el medio plazo.

En cuanto a la política cambiaria, la peseta estaba oficialmente en flotación desde 1974, como corresponde a una política monetaria basada en el control de la cantidad de dinero. Esto no obsta para que, en ocasiones, aquella política se adaptase, transitoria y parcialmente, al mantenimiento de un tipo de cambio, lo que venía facilitado por los controles cambiarios que seguían en vigor.

A partir de estos precedentes, la economía española estaba en 1986 en condiciones de llevar a cabo la profunda renovación que la incorporación a Europa exigía, renunciado, al menos sobre el papel, a los planteamientos erróneos de política del pasado. Pero, en todo caso, la marcha hacia la estabilidad macroeconómica se presentaba difícil y lenta. Los cambios en el diseño de las políticas, en los instrumentos disponibles y en las instituciones que harían posible la

³ Cfr. Argandoña (1987, 1990).

⁴ Sobre los problemas del mercado de trabajo y las políticas de esa época, véase Argandoña (1999).

⁵ Cfr. Hernández (2005).

estabilidad eran difíciles, sobre todo porque la voluntad política para ponerlos en práctica no siempre era activa y operativa –y esto vale también para algunos de los períodos siguientes, al menos hasta finales de siglo.

De 1986 a 1992

La adhesión a las Comunidades Europeas supuso un impulso al crecimiento económico, en una economía que ya había empezado a dejar atrás los ajustes derivados de las crisis del petróleo, en un contexto internacional de crecimiento y de bajos precios de la energía.

La recuperación económica permitió aumentar la recaudación impositiva (gracias, en parte, a las reformas, iniciadas en 1977 con la del impuesto sobre la renta de las personas físicas, y concluidas en 1986 con la aplicación del impuesto sobre el valor añadido), y redujo las necesidades de gasto social (desempleo), una vez concluida la reestructuración industrial, hecho que permitió moderar los déficit presupuestarios entre 1985 y 1989.

La entrada en vigor del Tratado no alteró inmediatamente ni los objetivos ni la gestión de la política monetaria. La lucha contra la inflación continuó siendo la meta principal, que se debía conseguir gradualmente y a medio plazo.

La introducción en 1987 del Sistema de Anotaciones en cuenta en deuda del Estado fue un paso importante en la consolidación de un mercado de deuda amplio, eficiente y líquido; a partir de 1989 se pudieron reducir los coeficientes de pagarés del Tesoro –también porque desde 1990 se limitó el acceso del Tesoro al Banco de España. De este modo se pudo reducir, también a partir de 1990, el coeficiente de caja. Los certificados de depósito del Banco de España pasaron a desempeñar el papel central en el proceso de control de la liquidez. Al mismo tiempo, se pusieron en marcha los mercados de derivados para la cobertura de riesgo de tipo de interés de la deuda pública, lo que facilitaba la gestión de las instituciones financieras y, consiguientemente, reducía el coste de financiación del Tesoro.

La política monetaria siguió centrada en el control de un agregado monetario, M3 (efectivo en manos del público, más depósitos a la vista, de ahorro y a plazo). Pero los procesos de innovación financiera, la emisión de nuevos pasivos bancarios a tipos de interés de mercado y los cambios en el tratamiento fiscal de algunos de esos pasivos hicieron inestable la demanda de M3, lo que aconsejó trasladar el control a los activos líquidos en manos del público, ALP (M3 más bonos de caja y tesorería, letras y pagarés del Tesoro en manos del público, etc.). Las dificultades de control continuaron, sin embargo, hasta que el Banco de España decidió, ya en los años noventa, abandonar los agregados monetarios como objetivo intermedio, para pasar al control de un tipo de interés.

Hacia 1988 se consumó la ruptura de un sutil acuerdo social, que había venido siendo el telón de fondo de la política económica desde los Pactos de La Moncloa; un acuerdo mediante el cual los sindicatos moderaban sus reivindicaciones salariales y de prestaciones sociales, a cambio de la recuperación de la inversión empresarial y la creación de empleo. En 1988, los sindicatos intensificaron sus demandas para participar en la bonanza, lo que, junto con nuevas tensiones políticas entre los sindicatos y el gobierno, desembocó en la huelga general del 14 de diciembre de 1988. La política presupuestaria cambió de signo (ya había cambiado en los meses anteriores), y el déficit público volvió a crecer, impulsado por la política de gasto –estado del bienestar e infraestructuras, principalmente.

De este modo, el peso de la lucha contra la inflación volvió a recaer totalmente en una política monetaria cuya gestión tenía ya dificultades, como hemos visto, las cuales se vieron agravadas por la entrada de capitales, atraídos por los elevados tipos de interés españoles, que venían exigidos por el signo contractivo de la política monetaria antiinflacionista. Esos capitales provocaban la apreciación de la peseta, lo que restaba competitividad a la economía española y agravaba el déficit comercial. Y cuando el Banco de España intervenía para evitar esa apreciación, ponía en marcha un círculo vicioso de aumento de reservas y creación de liquidez, que había que drenar mediante la elevación de los tipos de interés, que incentivaban de nuevo la entrada de capitales.

Ese era el entorno en el que el gobierno español decidió que la peseta entrase en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo (SME) en junio de 1989. Esta decisión supuso volver a un régimen de tipos de cambio fijos (con el marco alemán como moneda de referencia), dentro de una banda (del 6% en el caso de España), y con la obligación de intervenir cuando la peseta llegase a los extremos de la banda. Esto implicaba abandonar un objetivo independiente de política monetaria, con la esperanza de “comprar” para nuestra moneda la estabilidad de la moneda de referencia, el marco, de modo que se pudiese conseguir, en un plazo razonable, una tasa de inflación similar a la alemana. Una vez más se intentaba utilizar una institución europea para introducir disciplina y credibilidad en la política económica española.

El mecanismo de cambios del SME funcionaba entonces de tal modo que los mercados parecían admitir que los tipos de cambio establecidos para las distintas monedas se podrían mantener indefinidamente, incluso aunque los fundamentales (diferencial de inflación, credibilidad de los gobiernos, déficit público, saldo de reservas, etc.) sugiriesen otra cosa. Esto confirió una notable confianza y estabilidad a la peseta, pero aceleró la entrada de capitales, agravando el círculo vicioso mencionado antes. La gestión de la política monetaria se hizo, pues, más complicada. En todo caso, la combinación de una política fiscal expansiva y una política monetaria contractiva acentuó la elevación de los tipos de interés y la tendencia a la apreciación real de la peseta, de modo que el déficit por cuenta corriente creció fuertemente.

A pesar del compromiso que la entrada en el mecanismo de cambios del SME suponía para la economía española, la evolución de las variables y de las políticas resultaba ser cada vez menos compatible con la estabilidad cambiaria: la inflación y el déficit público seguían aumentando, el tipo de cambio real se apreciaba continuamente y la pérdida de competitividad se traducía en un déficit corriente creciente. Cuando Alemania elevó los tipos de interés para hacer frente al exceso de gasto y a las presiones inflacionarias resultantes de la unificación, el mecanismo de cambios del SME entró en crisis. La peseta experimentó devaluaciones en septiembre y noviembre de 1992 y en mayo de 1993, y los tipos de interés se mantuvieron muy altos hasta después de ese tercer episodio. La euforia de los Juegos Olímpicos de Barcelona y la Exposición Internacional de Sevilla dio paso a una fuerte recesión.

En resumen, los años que van de la entrada de España en las Comunidades Europeas a la última grave crisis cambiaria de la peseta fueron años de importantes cambios en la estructura económica, en las políticas y en las instituciones. Desde el punto de vista de la estabilidad, que es el que nos interesa aquí, el elevado crecimiento económico con una política monetaria no siempre efectiva y a veces demasiado acomodaticia, y una política fiscal que acabó siendo innecesariamente expansiva, acabaron provocando un recalentamiento de la economía (inflación elevada, déficit público creciente, pérdida de competitividad exterior, déficit por cuenta corriente), agravado por la falta de reformas estructurales. El intento de introducir disciplina mediante el ingreso de la peseta en el mecanismo de cambios del SME no dio

resultado, porque los actores sociales no fueron capaces de moderar sus exigencias salariales y de estado del bienestar, y las autoridades no supieron o no pudieron acomodar su política, sobre todo presupuestaria, a los requisitos de un tipo de cambio fijo. A mediados de 1989 ya eran visibles algunos de los desequilibrios y, sobre todo, los errores de política y las actitudes que harían inviable la continuidad del crecimiento.

Las crisis cambiarias de 1992 y 1993 fueron, pues, la crónica de una muerte anunciada. Pusieron de manifiesto, en definitiva, que un régimen de cambios fijos pero revisables, con una banda, tanto si era estrecha (el 2,25%, que era la norma general en el SME), como ancha (el 6% aplicado a España, o el 15% introducido como solución desesperada en agosto de 1993, cuando todo el SME entró en crisis), no era suficientemente estable, a no ser que las políticas de los distintos Estados miembros estuviesen mucho más coordinadas.

Ahora bien, con la firma del Tratado de Maastricht en 1991, y su ratificación en 1992, unos meses antes de la primera crisis cambiaria, la Unión Europea había iniciado el proceso de creación de una moneda única, con un banco central de ámbito europeo que practicaría una política monetaria común para todos los países implicados, con una coordinación estricta de la política fiscal. La crisis de 1993 no hizo sino confirmar la necesidad de abandonar los regímenes intermedios de tipos de cambio, es decir, ni flotantes ni fijos, y confirmó la voluntad de los políticos y el apoyo de los expertos a un nuevo diseño de los procesos de convergencia.

De 1992 a la moneda única

Las tres devaluaciones de 1992 y 1993, más otra en 1995, pusieron a la economía española en condiciones de recuperar su competitividad, con un tipo de cambio efectivo real favorable, que se mantuvo estable durante los años siguientes. El gobierno mostró una decidida voluntad de que España cumpliera las condiciones de Maastricht, no sólo porque así lo requería la moneda única, en la que deseaban integrarnos, sino también por el convencimiento de que la estabilidad macroeconómica era condición imprescindible para un crecimiento sostenido.

Los dos frentes en los que había que centrar la lucha eran el de la inflación y el de las cuentas públicas. La política monetaria, que ya estaba orientada a la reducción de la tasa de inflación, alineó sus objetivos con los que la Unión Económica y Monetaria (UEM) europea exigía para la moneda única. Para dar credibilidad a esa meta, y empezar a cumplir las condiciones del Tratado de Maastricht, en 1994 se dio plena autonomía al Banco de España, tanto en la fijación de sus objetivos (que desde 1995 quedaron establecidos explícitamente en términos de la tasa de crecimiento del índice de precios de consumo) como en el manejo de sus instrumentos. Esto permitió que las expectativas de inflación y tipos de interés encontrasen un anclaje sólido y creíble.

Se consiguió, de este modo, reducir la tasa de inflación por debajo del 2% anual en 1997, con la ayuda, también, de unos precios del petróleo particularmente bajos, y de la moderación salarial, hecha posible esta última por el elevado desempleo alcanzado en la recesión, pero también por las menores expectativas de inflación, por un cambio en el clima de negociación entre sindicatos y patronal, y por las reformas llevadas a cabo en el mercado laboral, principalmente en 1994 y 1997⁶, que permitieron aumentar fuertemente el volumen de empleo, y, más adelante, por los flujos inmigratorios. La menor inflación esperada supuso también una

⁶ Cfr. Argandoña (1999), Segura (2004).

reducción de los tipos de interés, que se acentuó cuando los mercados empezaron a descontar la entrada de España en la UEM, reduciendo fuertemente la prima de riesgo incorporada a los mismos.

El otro frente en que se libró la batalla por la admisión en la UEM fue el fiscal. El gobierno dio mensajes claros de su propósito de llevar a cabo una reforma profunda de la política presupuestaria, en primer lugar con la creación de la Oficina del Presupuesto, en mayo de 1996. Las reformas legales e institucionales llevadas a cabo se orientaron más al capítulo del gasto que al de los ingresos, combinando tanto la elaboración del presupuesto como su ejecución, siempre con el objetivo de reducir el déficit público por debajo del 3% del PIB que el Tratado de Maastricht establecía como límite máximo.

El resultado de todo lo anterior fue muy positivo. La combinación de una política monetaria no expansiva –pero compatible con la rápida reducción de los tipos de interés–, la moderación de los costes salariales, una tasa de inflación exterior muy moderada y una política fiscal restrictiva, dieron como resultado que el tipo de cambio efectivo real de la peseta se mantuviese relativamente estable en ese período, en términos nominales y reales. De este modo se rompió el ciclo económico español tradicional, en el que el crecimiento de la demanda agregada acababa provocando tasas de inflación altas, apreciaciones reales de la moneda y déficit por cuenta corriente, que exigía una depreciación y un plan de estabilización que acababa frenando el crecimiento.

En la primavera de 1998 España cumplió los requisitos establecidos para la moneda única, que entró en vigor el 1 de enero de 1999.

España en la Unión Económica y Monetaria europea

Con la entrada en vigor de la Unión Económica y Monetaria, Europa tuvo que aprender una nueva manera de hacer política económica. El Eurosistema (Sistema Europeo de Bancos Centrales y Banco Central Europeo) se hizo cargo de la gestión de la política monetaria, estableciendo como objetivo una tasa de inflación inferior al 2% anual a largo plazo, medida con el índice armonizado de precios de consumo para el conjunto de la zona euro, y utilizando instrumentos para el control de la liquidez no muy distintos de los que había empleado el Banco de España hasta 1999. Con la política monetaria totalmente orientada al objetivo de la estabilidad de precios y dirigida desde un organismo supranacional, los Estados miembros perdieron la gestión de la cantidad de dinero y crédito, de los tipos de interés (al menos de los tipos a corto plazo) y del tipo de cambio. Para suplir esas ausencias, contaban sólo con dos instrumentos: la política fiscal y las políticas de oferta o estructurales.

La política fiscal pasó a ocupar un lugar más relevante en la gestión de la demanda agregada, aunque sujeta a limitaciones en cuanto a la cuantía del déficit máximo y de la proporción de la deuda pública en proporción del PIB que un país podía tener en sus cuentas públicas. España adaptó rápidamente su política presupuestaria a las condiciones del Tratado de Maastricht (el llamado procedimiento de déficit excesivo) y, más tarde, del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (que añadía al Tratado los procedimientos de información y supervisión, así como sanciones para los Estados incumplidores). El éxito de esta estrategia de consolidación fiscal, planteada como un proceso continuado, ambicioso, con clara voluntad política y con el intento de comprometer también a los gobiernos futuros, ha sido patente.

La fase de crecimiento iniciada en 1993 permitió aumentar la recaudación impositiva; pero, sobre todo, la política fiscal siguió centrada en la moderación y control del gasto, estableciendo objetivos en términos de equilibrio presupuestario (de tal manera que resulte un saldo equilibrado en el promedio del ciclo, a ser posible con superávit en las fases de auge, para que los estabilizadores automáticos funcionen con normalidad y para que el déficit sea sostenible en las recesiones), transparencia, reforzamiento del control democrático, plurianualidad del presupuesto y eficiencia del gasto (dando prioridad a áreas como los bienes públicos tradicionales, las infraestructuras, la educación y la investigación y desarrollo)⁷.

Las reformas fiscales emprendidas se incorporaron a las Leyes de Estabilidad Presupuestaria (general y orgánica) (2001), a la Ley General de Subvenciones, a la Ley General Presupuestaria y a la Ley Reguladora del Fondo de Reserva de la Seguridad Social (2003). Se trata de reglas exigentes, que van incluso más allá de los mínimos establecidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, lo que se justifica por la menor tradición de disciplina fiscal en España; el incrementalismo y la inercia, prácticas habituales en la elaboración de los presupuestos, y la existencia de problemas estructurales, que pueden provocar presiones futuras para déficit mayores. El sometimiento de la política fiscal a unas reglas objetivas, más o menos flexibles, pero independientes de las preferencias de los políticos en un momento determinado, presenta indudables ventajas para limitar el crecimiento del gasto (y, a la larga, de los impuestos), mejorar la eficiencia económica, facilitar la coordinación presupuestaria entre gobiernos de distintos niveles, así como con la política monetaria, y dar sostenibilidad al stock de deuda pública a medio y largo plazo⁸.

La pérdida de la política monetaria no ha resultado traumática para la economía española, aunque su signo ha resultado ser demasiado expansivo para nosotros en los años recientes. Nuestra tasa de inflación ha seguido siendo más alta que la del promedio de los países de la UEM, de modo que los tipos de interés reales han resultado particularmente bajos para España, ya que la política del Banco Central Europeo se fija en la tasa media de inflación de la zona euro, que se ha visto afectada, a su vez, por el reducido crecimiento de algunas economías grandes (Alemania, Francia, Italia, etc.) y por la fortaleza del euro en algunos de los años considerados. De este modo, el impulso que la reducción de los tipos de interés había ejercido sobre la demanda agregada en los años en que nos preparábamos para la moneda única, ha continuado. Y a ello hay que añadir que el tipo de cambio de conversión de la peseta con el euro, establecido el 31 de diciembre de 1998 (166,386 pesetas), fue, probablemente, muy favorable para la economía española.

Todo esto ha generado nuevos problemas para la política de estabilización en España: no problemas nuevos, pero sí con nueva significación –entre otras razones, porque los instrumentos para su solución no siempre están en nuestras manos. Por ejemplo, el largo y profundo proceso de reducción de los tipos de interés y la expectativa de que no volverán a alcanzar las cifras de dos dígitos de los primeros años noventa, han movido a los agentes económicos a revisar sus decisiones financieras, de modo que ha crecido fuertemente el endeudamiento de las familias y de las empresas. Se trata, obviamente, de un cambio de nivel, pero es probable que se haya producido un cierto *overshooting* y, por tanto, el riesgo de un ajuste en sentido contrario, hasta alcanzar un nuevo nivel de equilibrio, que no conocemos. Relacionado con el mayor endeudamiento de las familias está el crecimiento del valor de la riqueza, sobre todo inmobiliaria, con alzas de precios elevadas y sostenidas –también,

⁷ Cfr. Martínez (2005).

⁸ Cfr. González Páramo (2004).

probablemente, en la transición a un nuevo nivel, y con un fenómeno de desbordamiento. También el consumo ha venido creciendo por encima del producto real en los últimos años, de modo que el ahorro de las familias se ha reducido fuertemente.

Y todo ello ha venido acompañado por unas excelentes condiciones del lado de la oferta, principalmente por el aumento de la población activa (debido a la entrada de inmigrantes), a la moderación salarial, a las reformas en el mercado de trabajo (y a la elevada pero asimétrica flexibilidad que proporcionan los contratos temporales), y a la participación en la revolución tecnológica ligada a la información y a las comunicaciones. El principal factor negativo por el lado de la oferta parece haber sido el aumento de los precios del petróleo y de otras materias primas, que, sin embargo, no ha frenado sustancialmente (hasta ahora) el crecimiento económico; la creciente competencia de las economías emergentes no ha de contemplarse ya como un fenómeno coyuntural, sino duradero.

La economía española ha conocido, gracias a todo esto, un crecimiento elevado, precisamente cuando muchos de nuestros socios europeos experimentaban una gran debilidad económica. El diferencial de inflación ha seguido siendo más alto que el de los países de la UEM, de manera que hemos perdido competitividad, y esa mayor inflación no se puede atribuir al proceso de convergencia de precios, sino al mayor crecimiento de la demanda interna, así como a las rigideces y a la competencia insuficiente en algunos mercados de bienes, servicios y factores.

El déficit corriente se ha ampliado, y esto puede ser objeto de dos lecturas diferentes, pero no contradictorias. La primera se fija en la pérdida de competitividad, tanto de las exportaciones españolas como de la producción interna frente a las importaciones. Su causa hay que buscarla en una tasa de inflación más alta en España, y en unos costes laborales unitarios acumulados que han seguido creciendo más aprisa que en la mayoría de países de la zona euro, pese a la moderación salarial –quizá porque ésta no fue suficiente, o probablemente por el reducido crecimiento de la productividad. La recuperación de la competitividad perdida exige que, a medio plazo, los precios relativos de los productos comercializables españoles se abaraten, y esto no parece factible sino mediante una contracción importante de la demanda interna –o, alternativamente, mediante mejoras de productividad o cambios en la estrategia productiva y comercial de las empresas–, cuya concreción resulta difícil de representar ahora.

La segunda lectura del déficit por cuenta corriente presta atención al exceso de la demanda interna sobre la oferta, y tiene que ver con la reducción de la tasa de ahorro de las familias y el fuerte ritmo de inversión: en definitiva, con los mismos fenómenos de bajos tipos de interés, *boom* inmobiliario, reducción del ahorro, etc., ya mencionados, con el factor positivo de que las Administraciones públicas no son ahora demandantes netas de fondos.

Ahora bien, el elevado y sostenido déficit corriente no ha provocado los viejos problemas que, por ejemplo, desencadenaron las crisis cambiarias de 1992. No hay –no puede haber– especulación contra la moneda española, porque España es ahora una pequeña porción del área euro y los tipos de interés que nosotros pagamos no incluyen prima de riesgo por esta razón. Por tanto, desde el punto de vista financiero, el déficit corriente no representa un problema para la economía española (al menos mientras el nivel de endeudamiento exterior del país no alcance cotas alarmantes). Pero sí es un problema, y grave, desde el punto de vista real, como ya se ha apuntado, en la medida en que la pérdida de competitividad acumulada no se podrá recuperar si no es mediante una larga etapa de bajo crecimiento y diferencial negativo de inflación.

La pérdida de la política monetaria y cambiaria como instrumento de control de la demanda agregada ha realzado la importancia de las políticas estructurales o de oferta. No se trata de que estas políticas puedan ser usadas directamente en el control de la demanda, de los precios o de la competitividad (aunque pueden tener algunos efectos sobre esas variables), sino de que sirvan para establecer un marco adecuado para el crecimiento económico, la competencia, la eficiencia y la flexibilidad de los mercados de bienes, servicios y factores productivos. Y no cabe duda de que España todavía debe avanzar mucho en la mejora de ese marco estructural e institucional.

La razón más importante para ello es que el correcto funcionamiento de esos mercados debe permitir el crecimiento de la demanda y la producción sin tensiones especiales de costes y precios. Pero hay además otra razón, más relacionada con lo que aquí nos ocupa: los problemas estructurales están presentes, al menos en parte, en algunos de los desequilibrios macroeconómicos señalados, como la tasa de inflación de bienes y servicios (conectada con la falta de competencia en algunos mercados), la rigidez de los salarios nominales (relacionada con las prácticas actuales del régimen de negociación colectiva) o el crecimiento de precios de los inmuebles (por las políticas de suelo de las corporaciones locales).

En resumen, la entrada en la UEM ha cambiado radicalmente el marco en que se desarrolla la economía española y, por tanto, las condiciones de estabilidad macroeconómica. En estos años hemos podido comprobar cómo una política monetaria única no siempre se ajusta a las necesidades de los diversos países (*one size fits all*), resultando, en el caso de España, demasiado expansiva, y generando no sólo una elevada oferta de liquidez, sino unos tipos de interés reales muy bajos, a menudo negativos. Y esto ha generado una larga onda de prosperidad, pero ha provocado también desequilibrios, como el diferencial de inflación, el déficit por cuenta corriente, un nuevo nivel de endeudamiento de las familias, y una elevación de precios de los inmuebles, que ha llevado a pensar si estaremos ante una burbuja especulativa similar a la que provocó la caída de las bolsas internacionales en 2000.

Pero la naturaleza y significación de esos desequilibrios es también diferente. De un lado, nos afectan ahora acontecimientos y perturbaciones de toda la zona euro: por ejemplo, nuestros tipos de interés se benefician de la credibilidad del Banco Central Europeo. De otro, ahora estamos relativamente protegidos de algunos *shocks* nacionales: por ejemplo, nuestras políticas ya no afectan directamente a la prima de riesgo de nuestra moneda, y nuestro déficit público no se traduce en tipos de interés más elevados. Y, como ya señalamos, la financiación del déficit corriente ha dejado de ser el problema que era hace sólo unos años.

En esas condiciones, es importante potenciar las políticas que nos puedan proteger de las perturbaciones o que puedan facilitar el ajuste a ellas. La política presupuestaria, por ejemplo, debe ser ahora más flexible, capaz de generar excedentes en períodos de auge, para permitir déficit en períodos de recesión; debe servir también más claramente para el control de la demanda agregada (un uso que no se ha llevado a cabo suficientemente en los últimos años) y, en el largo plazo, debe estar en condiciones de hacer frente a los mayores compromisos fiscales, derivados, por ejemplo, del envejecimiento de la población. Y las políticas de oferta y estructurales deben poner énfasis en factores como la flexibilidad de los precios a la baja, la adaptación del mercado de trabajo a las condiciones locales y de las empresas, la movilidad en el empleo, la reducción de los costes de despido, la moderación de los márgenes empresariales y la creación de entornos de competencia en todos los mercados.

Conclusiones

Los veinte años transcurridos desde la entrada en vigor del Tratado de Adhesión de España a las Comunidades Europeas han sido testigos de importantes cambios en la economía y en la sociedad de nuestro país. El saldo es, sin duda, muy positivo, primero en el ámbito de la convergencia real, pero también en el de la estabilidad macroeconómica, que es el que aquí nos ha ocupado. Desde este último punto de vista, 1986 no representó una ruptura, pero sí una confirmación y una aceleración de la “cultura de la estabilidad”, primero en la mente de los políticos y de los ciudadanos, y luego en la realidad de las instituciones y de las políticas.

En 2006 nos parece claro que la estabilidad no genera crecimiento por sí sola, pero constituye una condición necesaria para un crecimiento elevado y sostenible a largo plazo. Sin estabilidad, un país puede crecer a tasas altas durante un tiempo, pero en algún momento los desequilibrios acumulados acabarán frenándolo o, más probablemente, provocando un descarrilamiento, que obligue a una estabilización costosa en términos de bienestar nacional. Estos veinte años nos han confirmado en esta creencia.

Pero, además, en este período han cambiado la naturaleza y el significado de la estabilidad. Las reglas del juego y las condiciones dentro de la Unión Económica y Monetaria europea son muy distintas de las de los años ochenta y noventa⁹. De alguna manera, la estabilidad es ahora más fácil, porque conocemos mejor sus ventajas, porque dominamos mejor los mecanismos para alcanzarla y porque el entorno institucional y legal, tanto de España como de la zona euro, está mejor orientado a conseguir ese resultado.

En todo caso, el progreso experimentado en la estabilidad macroeconómica no puede tomarse como una conquista inamovible. De un lado, porque las sociedades y sus dirigentes pueden, en cualquier momento, tomar un camino equivocado y perder lo conseguido con el trabajo de muchos años. Y de otro, porque aparecen ahora problemas nuevos, derivados, de alguna manera, del éxito de las políticas anteriores: la volatilidad del precio de los activos, especialmente de los inmuebles; el ajuste de las familias y empresas al nuevo nivel de endeudamiento óptimo, relacionado con tipos de interés que son más bajos y que cabe esperar razonablemente que seguirán siendo más bajos durante mucho tiempo; la adaptación de la composición de la demanda al nuevo entorno (consumo y construcción frente a inversión empresarial y exportación); las consecuencias (que pueden ser muy duraderas) de la pérdida de competitividad derivada del diferencial de inflación acumulado; la experiencia, todavía no adquirida, de cómo se corrige un déficit corriente demasiado alto (si es que hay que corregirlo, y cuándo) en un régimen de tipos de cambio irrevocablemente fijos con plena libertad de movimientos de capitales y sin el recurso a la política monetaria; la gestión de la política presupuestaria en un mundo con tipos de cambio irrevocablemente fijos y reglas fiscales estrictas, ante situaciones coyunturales (recesiones graves) o estructurales (envejecimiento de la población), etc. No cabe duda de que los próximos años de España dentro de la UEM van a ser muy interesantes.

⁹ Y todo hace pensar que el futuro no nos deparará una vuelta a las condiciones del pasado. Cfr. Argandoña (2005).

Referencias

- Argandoña, A. (1987), “La política monetaria y los tipos de interés”, en *La política monetaria en España*, FEDEA, Madrid.
- Argandoña, A. (1990), “El conflicto entre la política monetaria y la peseta”, en “Política monetaria e inestabilidad financiera”, FEDEA, Madrid.
- Argandoña, A. (1998), “La evolución de la cultura de la estabilidad en España”, en M. Guitián y J. Muns, dirs., “La cultura de la estabilidad y el consenso de Washington”, “la Caixa”, Barcelona.
- Argandoña, A. (1999), “Una historia del desempleo en España”, Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, Barcelona.
- Argandoña, A. (2005), “La Unión Económica y Monetaria en el nuevo contexto constitucional europeo”, en “Una Constitución para Europa. Estudios y debates”, Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, Barcelona.
- González Páramo, J.M. (2004), “Disciplina presupuestaria, estabilidad macroeconómica y eficiencia de las finanzas públicas”, *Papeles de Economía Española*, nº 100 (II).
- Hernández, G. (2005), “Evolución histórica de la financiación del déficit público”, *Información Comercial Española*, nº 826, noviembre.
- Malo de Molina, J.L. (2003), “Una visión macroeconómica de los veinticinco años de vigencia de la Constitución española”, Banco de España, Documento ocasional nº 0307.
- Malo de Molina, J.L. (2005), “Una larga fase de expansión de la economía española”, Banco de España, Documento ocasional nº 0505.
- Martínez, R. (2005), “La institución presupuestaria española: del Pacto de Estabilidad a las Reglas de Estabilidad Presupuestaria”, *Información Comercial Española*, nº 826, noviembre.
- Rojo, L.A. (2002), “Veinticinco años de la economía española, 1977-2002”, Círculo de Empresarios, Madrid.
- Rojo, L.A. (2005), “El largo camino de la política monetaria española hacia el euro”, *Información Comercial Española*, nº 826, noviembre.
- Segura, J. (2004), “Una guía de las reformas del mercado de trabajo español en la democracia”, *Papeles de Economía Española*, nº 100 (II).
- Servicio de Estudios del Banco de España (1997), “La política monetaria y la inflación en España”, Alianza Economía, Madrid.
- Viñals, J. (1996), “La economía española ante el cambio de siglo”, en Tusell, J., E. Lamo de Espinosa y R. Prados, eds., “Entre dos siglos. Reflexiones sobre la democracia española”, Alianza Editorial, Madrid.
- Viñals, J. (2004), “La economía española en la Unión Europea”, *Papeles de Economía Española*, nº 100 (I).