

Anàlisi econòmica i política monetària en els informes del Banc d'Espanya 1973-1983

Antoni Argandoña (*)

Introducció

Si la política –també l'econòmica– és “l'art d'allò que és possible”, no és d'estranyar que vingui influïda, sovint, per consideracions oportunistes i solucions “ad hoc”. Malgrat allò, l'anàlisi teòrica ha d'ocupar un lloc important en la seva formulació i execució, encara que no és feina fàcil identificar les concepcions teòriques que inspiren les polítiques, sigui perquè en ocasions falten criteris científics definits en els encarregats d'elaborar-les, sigui perquè reflecteixen un consentiment entre persones o grups de diferent formació, ideologia o interessos, sigui pel pes que, en un moment determinat, pot tenir un aconteixement que s'usa com a justificació per l'abandonament –més o menys permanent– d'una política, sigui perquè s'utilitza l'anàlisi teòrica per a justificar a posteriori una línia d'acció que no es basava en ell, etc.

Malgrat això anterior, la lectura de documents com els informes del Banc d'Espanya (en endavant, BE) dona bastant de llum sobre la visió teòrica que els seus rectors tenen sobre el funcionament de l'economia i del que convé fer, principalment a l'àmbit de la política monetària (en endavant, PM). A més, l'equip humà del BE (i principalment del seu Servei d'Estudis) ha estat, indubtablement, un dels millors de l'Administració Pública espanyola dels últims lustres. Per això, l'anàlisi econòmica que trobem a les seves publicacions és, probablement, del millor que, en economia aplicada, es dona al nostre país. Els seus errors i limitacions són, doncs, els de la professió econòmica –amb òbvies excepcions i llencen molta llum sobre la política econòmica duta a terme, els seus defectes, limitacions i èxits.

Pel que segueix, analitzaré només algun dels extrems que em semblen rellevants del substrat analític que m'ha semblat trobar en els Informes anuals del nostre banc emissor, centrant-me principalment en les concepcions teòriques més rellevants per a la fixació dels objectius intermitjos de la PM (1), sense entrar en les que subjeuen en qüestions d'implementació d'aquesta política o en altres de caràcter més especialitzat, com la multiplicitat dels objectius intermitjos, el “mirar-ho tot”, la flexibilitat de l'objectiu establert (mitjançant un “marge”) o, en un altre ordre de coses, la rellevància que cal donar als tipus d'interès a l'execució de la PM, l'ús dels actius de

(*) Catedràtic de Teoria Econòmica. Facultat de Ciències Econòmiques i Empresariales. Universitat de Barcelona.

caixa o de la base monetària com a variable instrumental, etc. També omitiré tot allò que es refereix al sector exterior (balança de pagaments i tipus de canvi), com a determinant d'aquells objectius intermitjos.

Tractaré el BE com si fos una mateixa persona al llarg del període considerat, encara que és obvi que no és així. A més, hi ha motius per pensar que els informes anuals reflecteixen, sovint, posicions polítiques del govern, a les que el BE intenta donar una justificació analítica (2). Amb tot, em sembla que segueix essent legítim veure en aquests documents el reflex d'unes concepcions teòriques –autònomes o causades per la política– que llencen molta llum sobre la PM i els resultats.

Seguidament repassaré breument l'evolució dels objectius intermitjos. La seva quantificació, justificació i compliment; es tracta d'una tasca àrida, però em sembla que necessària. Seguirà després la concepció teòrica última de la PM als Informes del BE, en relació amb els preus i el nivell d'activitat.

La fixació dels objectius de la política monetària espanyola 1972-1984

Des de començaments dels anys 70 “La PM espanyola tendeix progressivament a formular-se en termes d'un ritme determinat de creixement de les magnituds monetàries bàsiques” (BE (1972), p. 189) (3). Poc abans, les autoritats espanyoles afrontaren la recessió de 1969-70 amb un fort creixement de la quantitat de diners que, juntament amb la bona marxa del comerç mundial, posà a l'economia en una etapa de creixement elevat, alta inversió i notable excedent de pagaments exteriors. L'intent dels tècnics del BE d'iniciar el control dels agregats monetaris quedà així frustrat. A la primavera de 1972 es fixà l'objectiu (no anunciat llavors) de reduir la taxa de creixement de M3 al 20% (4). Més endavant s'establí la meta del 16% per a mitjans de 1973; l'intent d'assolir-la s'oposà ja una contracció monetària important, que hagués estat suficient, per si sola, per portar una recessió al 1974. L'objectiu es revisà a l'alça, conforme passaven els mesos, al 18% i, finalment, al 20%, com a meta per a finals d'aquest any.

Davant la recessió que s'anunciava pel 1974, i sobre tot pels efectes esperats del recent embarg i encariment del petroli, la PM es va fer més expansiva i mostrà un considerable grau de desorientació, a la que hi contribuïren alguns errors teòrics, juntament amb la inflació internacional la crisi mundial iniciada el 1974 i els aconteixements polítics interiors (mort del general Franco el 1975 i transició a la democràcia). L'objectiu global, fins 1977, fou finançar la inflació sense combatre-la per temor a agreujar l'atur. El resultat va ser una expansió monetària considerable, l'acceleració de la inflació, la no resolució del problema de l'atur i el retràs dels ajustaments imposats per la crisi petrolífera, com el propi Banc Central reconegué anys després (cfr.: BE (1977), p. 186).

El 1974 s'assajà una política “compensatòria”, que tenia per objecte moderar el procés d'ajust real, confiant que l'esperada brevetat de la crisi permetria a l'economia espanyola tornar sense esforç a altes taxes de creixement real. Recolzant-se en l'elevat stock de reserves exteriors es practicà una política fiscal expansiva (reducció d'impostos i augment de despeses), acompanyada de la contenció artificial dels preus (rebaixes d'impostos, subvencions), demorant, en definitiva, la presa de l'amarga medecina imposada per la crisi. La PM fou expansiva, dirigida a finançar l'shock del petroli, amb una meta del 18-20% anual (més a la vora del 20% en el primer semestre i del 18% en el segon). A la pràctica, l'actitud de les autoritats va ser vacil·lant, combinant-se intents de lluita contra la inflació amb altres de temor a la recessió: el resultat fou una elevada volatilitat de la taxa de creixement de M3.

El 1975 semblà insostenible la política “compensatòria” de l’any anterior. La política fiscal es va fer menys expansiva, contenint-se el dèficit del sector públic. Es pretengué una PM restrictiva, que frenés el desequilibri de la balança de pagaments i la inflació, sense frustrar la recuperació econòmica. La meta de creixement de M3 s’establí en baixar del 20% a finals de 1974, el 14% a mitjans del 1975, per mantenir-se la resta de l’any en aquest nivell: la realitat fou que, per la imprecisió dels objectius últims i per les dificultats de control, la taxa de creixement de M3 va estar amb freqüència per damunt de l’objectiu.

Per la primera meitat de 1976 la meta es fixà en un 16-17%, proposant-se revisar aquesta xifra més endavant, quan tingués lloc la desitjada desacceleració de la inflació i la recuperació de l’activitat real. En referència a l’apropiat d’aquestes previsions dona idea la revisió de l’objectiu el 20% a agost i el 21% a setembre. Davant les eleccions legislatives de juny de 1977 es mantingué el mateix objectiu pels primers mesos d’aquest any: d’aquesta manera, una de les primeres decisions del nou govern fou, amb la devaluació de la pesseta, l’adopció d’un control monetari estricte, que portés el creixement de M3 a un 17% anual a fi d’any (a la realitat, la contracció va ser molt més intensa, arribant-se al 15-16% anual a desembre).

El 1978 començà amb un ambiciós programa econòmic –els Acords de la Moncloa–, acceptats pels principals partits polítics, essent la meta monetària del 17% anual de creixement de M3 ($\pm 2,5$ punts percentuals). L’experiència dels mesos finals de 1977 feia esperar altes taxes d’interès, forta contracció del crèdit al sector privat i tensions importants als mercats monetaris. Tot això succeí, encara que la creació de diners superà l’objectiu fixat, dissimulant-se aquest comportament en forma d’un trasllat de l’objectiu a la part superior de la sendera (19,5%), a partir de l’estiu (5).

El 1979 tornà a ser un any singular. S’anuncià una PM antiinflacionista, però també “s’aspirava a afavorir una certa reactivació de l’economia mitjançant una PM més folgada” (BE (1979), p. 37). Aquest “difícil aconseguit” (BE (1979), p. 112) es basava en l’esperança que un tipus de canvi excessivament revaluat i unes moderades alces salarials reduïssin la taxa d’inflació, la qual cosa permetria augmentar la quantitat de diners en termes reals (aquesta era la “política folgada”). Per si les intencions no estaven prou confuses, “la desacceleració programada a la taxa d’avenç de la quantitat de diners manifestava la voluntat de les autoritats d’aconseguir una reducció de les taxes d’inflació a mig termini” (BE (1979), p. 113), al mateix temps que es pretenia evitar que la taxa de creixement del crèdit bancari al sector privat fos tant baixa com a 1978, per la qual cosa, “en part, s’atorgava a les (...) taxes d’avenç del crèdit intern i del crèdit bancari al sector privat el paper de valors mínims que podien condicionar l’evolució efectiva de la quantitat de diners” (BE (1979), p. 114) (això vol dir que les autoritats estaven disposades a incomplir l’objectiu de M3 quan el crèdit al sector privat fos insuficient).

La meta pel 1979 es fixà en un 17,5%, amb un marge de ± 2 punts percentuals, “no com una xifra que hauria d’assolir-se a qualsevol preu, sinó com una guia” (BE (1979), pp. 111-112). No és d’estranyar que la realitat tornés a superar l’objectiu, alçant-se aquest, per la segona meitat de l’any, a la part superior del marge (19,5%), encara que la baixa taxa de creixement del PIB permeté tornar al 17,5% a octubre. Aquest reduït creixement del producte pesà també sensiblement a la política de 1980, a través de la moderació de la demanda de crèdit bancari. Per altra banda, després de la nova elevació de preus del petroli a 1979, s’intentà que la política de 1980 fos una mica expansiva amb la finalitat que l’alça de preus no resultés contractiva. A més, com s’esperava tenir que recórrer fortament al crèdit exterior per cobrir el dèficit de la balança de pagaments que resultaria del nou encariment de l’energia, les autoritats

es proposaren mantenir reduït el diferencial entre els tipus d'interès interiors i els de la resta del món, subordinant d'alguna manera la política monetària interior a la situació exterior. En resum, es programà un creixement monetari "que permetés d'acomodar parcialment l'efecte de la pujada del preu del petroli" (BE (1980), p. 125), encara que "es mantenia (...) una política encaminada a reduir paulatinament el ritme de les magnituds monetàries" (p. 86), amb un objectiu del 18% (\pm 2 punts). Els alts tipus d'interès a l'exterior i l'escassa demanda de crèdit a l'interior portaren el BE a moure's al llarg d'any, a la part inferior del marge.

De cara a 1981 les autoritats manifestaren estar "decidides a perseverar en la lluita contra la inflació, amb el convenciment que aquesta ha de ser l'aportació bàsica que la PM pot fer per aconseguir un creixement més equilibrat i sostingut" (BE (1980), pp.133-134). L'objectiu es fixà a un 16,5% anual (\pm 2 punts percentuals), partint: a) d'un reduït creixement esperat del producte interior; b) de la impossibilitat d'impulsar-lo, "en les condicions vigents" (BE, Boletín Económico, gener 1982, p. 4), amb acceleracions monetàries, pels riscs de deteriorament de la balança de pagaments i de l'acceleració de la inflació que comporta, i c) d'una elevada incertesa als mercats financers internacionals, acompanyada de tipus d'interès molt alts. El BE combinà al llarg de l'any la depreciació de pesseta davant el dòlar amb la restricció monetària interna (i la consegüent elevació dels tipus d'interès).

Es pot parlar, doncs, d'un cert canvi de rumb de la PM, a 1981. Primer, per l'acceptació explícita que el seu objectiu central havia de ser la lluita contra la inflació, mitjançant una restricció monetària paulatina. Segon, pel reconeixement que l'elevació de la taxa de creixement de M3 no seria capaç d'impulsar el cantó real de l'economia —producció i ocupació—. Malgrat tot, sembla que això es veia més com una limitació transitòria, per les especials circumstàncies del moment. En efecte, l'estratègia de les autoritats monetàries apuntava a una relativa contracció monetària a mig plaç, per doblegar les expectatives d'inflació (cfr.: BE (1981), p. 151) deixant oberta la possibilitat d'utilitzar l'expansió monetària com a mitjà per impulsar l'economia a curt termini, si es donaven les condicions adients (principalment, un augment de la demanda exterior). I tercer, la PM adquireix, a partir del 1981, una consciència molt més gran de la seva vinculació amb l'exterior, la qual cosa obliga a introduir objectius en termes de variables exteriors. En efecte, "incumbia al BE propiciar les condicions a curt termini que contribuïssin a assegurar una evolució ordenada dels mercats canvians i una financiació adient de la balança de pagaments, no centrada sobre una cessió indiscriminada de reserves. Aquesta restricció condicionava, per tant, des del mateix moment del seu disseny, els objectius de la PM per l'any 1981 i la gestió dels instruments de control" (BE (1981), p. 153). Fruit de tot això fou el "caràcter restrictiu molt moderat" (BE (1981), p. 52) que va tenir la PM en l'esmentat any, amb un creixement monetari del 15,5%.

Els elements esmentats pel 1981 estan també presents el 1982. Segons el BE, en aquest any "es posà de manifest l'escassa capacitat de la PM per estimular una recuperació de la inversió productiva i del ritme d'activitat i de ocupació mentre persistissin els desequilibris exteriors, les pressions inflacionistes es mantinguessin arrelades i es reproduïssin amb rapidesa a través dels mecanismes d'indicació existents" (BE (82), p. 173). Malgrat tot, com s'ha suggerit abans, no era aquesta l'actitud inicial de les autoritats, que van intentar, un cop més, una política expansiva, només per constatar que "els esforços realitzats per assegurar una oferta folgada de fons prestables amb prou feines tenien incidència sobre l'activitat productiva, causant, pel contrari, un deteriorament relatiu dels desequilibris interns i externs" (BE (1982), p. 173; v. t. p. 62).

D'altra banda, i a més de la lluita contra la inflació, el sector exterior passava a ocupar un lloc important en el disseny y gestió de la PM, el paper de la qual "es centrava en mantenir uns diferencials de tipus d'interès respecte als mercats financers internacionals que evitessin moviments imprevistos de capitals a curt termini i permetre mantenir ordenats els mercats canviants" (BE (1982), p. 176 (6), ahora que s'aconseguia la necessària financiació exterior per a una inversió suficient i un dèficit públic elevat.

No és d'estranyar, doncs, que el BE es lamentés de l'"escàs marge de maniobra amb què compta l'autoritat monetària en una economia, com l'espanyola, creixentment integrada en els mercats exteriors i amb una indicació elevada de salaris" (BE (1982), p. 179; v. t. pp. 176-177). La persecució d'objectius múltiples amb una sola política necessàriament ha de donar lloc a contradiccions i incompatibilitats, com el propi BE constata (7).

En resum, la PM pel 1982 establí un objectiu centrat en un creixement de M3 del 15,5 % anual (més o menys 2 %), que a finals de març es revisà l'alça fins el 16,2 % (8). El resultat final va ser un creixement del 16,1 %, en mitja anual.

Pel 1983, l'objectiu intermig s'establí en termes d'una nova variable, els Actius líquids en mans del públic (ALP) (9), amb una taxa mitja anual del 16 %, essent el seu equivalent per M3 del 13 % (també amb el susdit marge de 4 punts percentuals). Pel BE, aquest objectiu era "un intent decidit de contribuir a la correcció dels desequilibris monetaris interiors i exteriors. La política dissenyada es proposà assolir unes condicions de disciplina en els mercats financers que ajudessin a reduir la taxa d'inflació, cooperessin a un desenvolupament més desfogat dels nostres intercanvis comercials exteriors, procuressin una financiació correcta de la balança de pagaments i permetessin un major equilibri dels mercats canviants de la pesseta" (BE (1983), p. 117).

El paper dominant del sector exterior torna a posar-se de manifest, amb els diferencials d'interessos -i, per tant, d'inflació- en primera línia, i un nou rebuig de la viabilitat d'una PM expansiva com a via per sortir de la crisi. "Resulta difícil creure -diu el BE- que un comportament més expansiu de les autoritats durant els mesos centrals de l'any hagués generat un creixement major de la liquidesa en saldos reals. Pel contrari, la distensió que s'experimentà en els quatre últims mesos de l'any probablement hagi alenat una nova revisió a l'alça de la taxa esperada d'inflació" BE (1983), p. 121).

El creixement dels ALP el 1983 fou del 15,5 %; l'expansió dels components de l'esmentat agregat no inclosos en M3 fou més gran que la prevista inicialment, la qual cosa portà a un creixement de les disponibilitats líquides del 12,7 %. Finalment, "la PM dissenyada per l'any 1984 es proposa avançar una passa més en la correcció dels desequilibris interns i externs que impedeixen situar l'economia espanyola en una sendera de creixement sostingut i aprofitar en la seva plenitud els efectes de la recuperació de l'economia mundial" (BE (1983), p. 121). La sendera fixada com a objectiu dels ALP és d'un 12,5 % (± 2 punts), i la seva equivalent pel M3, d'un 10 %.

La figura 1 recull l'evolució de la taxa de creixement de la quantitat de diners, en relació amb els objectius establerts per l'autoritat monetària. La consideració de l'objectiu intermig amb caràcter incremental dins de l'any dona resultats més satisfactoris que l'aparent caos que reflecteix la figura; malgrat tot, resulta evident que, fins i tot en mitges mòbils trimestrals, la variabilitat de la taxa de creixement de M3 ha estat gran. Al mateix temps, els objectius s'han revisat amb freqüència, la qual cosa no deu haver facilitat ni la formació d'expectatives, ni l'adient gestió financera privada. Sobretot, però, veientel que s'ha dit a les pàgines anteriors, crida l'atenció la

diferència d'enfocaments de la PM que, a gran trets, podem resumir en les següents etapes: a) Abans del 1973, absència d'objectius quantitatius (i d'instruments per portar-los a terme); b) Del 1974 al 1977, política pretesament contractiva, que no passà d'una declaració de bona voluntat, esguerrada per una concepció errònia de les causes de la inflació i de la capacitat impulsora de la PM; c) Canvi d'actitud i d'objectius el 1977, posant en primer lloc la lluita contra la inflació (de fet, en aquest any i el 1978 el creixement de M3 fou negatiu, en termes reals); alhora, apareixen els problemes de coherència externa del nostre control monetari, generant-se seriosos desequilibris en el crèdit al sector privat; d) La PM fou, de nou, ambígua entre el 1978 i el 1980, amb certa orientació cap a la moderació monetària, sense renunciar, però, als objectius expansius; e) Des del 1981 s'esdevenen etapes més o menys decidides de moderació monetària –amb l'objectiu de reduir la inflació– amb altres de certa expansió –encara amb intents d'impuls al sector real–; malgrat tot, el protagonisme passa, en aquests anys, al sector exterior, en fer-se patent el pes dels desequilibris exteriors i la necessitat de fer-se compatible l'objectiu en termes de M3 amb els condicionants exteriors diferencial d'inflació i de tipus d'interès, financiació del dèficit de pagaments exteriors, adequada evolució del tipus de canvi, etc. (10).

El canvi de perspectiva que s'apuntà el 1977 i que es posà de manifest el 1981 té un transfons teòric que és el que ens interessa desvetllar ara; d'ell ens ocuparem en la secció següent.

Política monetària, inflació i creixement del producte

Jutjada amb deu anys de perspectiva, la PM seguida en els primers anys de la crisi dels 70 resulta equivocada, encara que en aquells moments el panorama distava molt de ser clar: no hi havia experiències sobre shocks d'oferta de la magnitud del provocat per l'OPEP el 1973 (i de nou el 1979); els condicionants polítics aconsellaven, segurament, accions com les que s'adoptaren; quant a que es podia confiar en una ràpida reacció internacional, resultava lògica la política compensatòria del 1974, etc. I en els anys següents es sumaren nous elements, inclosa la resistència de la societat espanyola a facilitar l'adaptació a la crisi (sobre la que el BE ha escrit després llargament: p. ex., BE (1982), cap. II). Però em sembla que es pot sostenir que darrera de la PM d'aquells anys hi ha una concepció teòrica que llavors ja es podia qualificar d'errònia, i que explica, almenys en part, les accions que s'emprengueren.

La teoria més sòlida i l'evidència empírica més generalitzada abonen la conclusió que un creixement sostingut de la quantitat de diners, més gran que el necessari per finançar el creixement real de l'economia, porta a una taxa positiva d'inflació; tanmateix, una alça de preus sostinguda ve acompanyada o precedida sempre per aquell creixement monetari. Existeixen altres factors que poden explicar alces de preus d'una sola vegada (p. ex., pujades del preu del petroli, encariment d'importacions per devaluació de la moneda nacional, etc.), però és una errada teòrica, que duu a un mal plantejament de política, confondre aquests canvis d'un sol cop en el nivell general de preus amb els canvis en la seva taxa de creixement, en què consisteix la inflació.

La distinció anterior no sembla tenir cabuda en les anàlisis del BE dels primers anys d'aquesta època. La causalitat monetària de la inflació acostuma a aparèixer en els seus Informes, però no sempre com a condició necessària i suficient, sinó més aviat entre una llista de causes que varia d'un any a l'altre (i que, de tant en tant, ni tan sols inclou els diners) (11). No és d'estranyar, doncs, que la política que es sol recomanar per combatre la inflació –reduccions suaus i sostingudes de la taxa de

creixement de la quantitat de diners— no coincideixi amb la practicada per les autoritats espanyoles en aquells anys. El següent paràgraf reflecteix el punt de vista dels experts del Banc Central quant al caràcter monetari d'aquest fenomen: “Una inflació no pot mantenir-se indefinidament sense un ritme adient d'expansió monetària que la financii” i ni pot ser dominada sense una desacceleració monetària més o menys intensa; una pluralitat de factors aliens al camp monetari, però, poden afectar considerablement el grau en què una acceleració monetària es perd en alces de preus o, en sentit contrari, el grau en què una desacceleració monetària duu a una caiguda del nivell d'activitat davant la resistència del descens de la taxa d'inflació; i taxes elevades de creixement de la quantitat de diners poden expressar una acomodació passiva, a través de la funció de preferències de les autoritats, a ritmes d'avenç dels preus que no tinguin un origen monetari” (12). És clar que aquesta explicació durà freqüentment a justificacions apoteòsiques de les inflacions passades.

Em sembla, però, que el paràgraf anterior no recull degudament la diversitat d'explicacions i actituds del BE davant la inflació. En efecte, el Banc Central s'adhereix també a la tesi de la inflació de costos (BE (1977), *passim*), amb les seves corresponents referències a l'espiral salaris-preus i d'altres tòpics a l'ús. Uns cops la culpabilitat es descarrega sobre els preus exteriors o el tipus de canvi de la pesseta (13), d'altres —les més— sobre la pugna salaris-beneficis (14).

D'aquí que el plantejament aproximat de la PM en el període sigui com segueix: els augments de salaris (que es suposen independents de la PM) determinen, juntament amb l'augment de la productivitat, l'alça de preus (donada l'evolució, també autònoma, dels preus de les importacions, del tipus de canvi i del marge de benefici). Si al creixement dels preus s'hi suma el del producte interior brut (autònom també, però només en part, respecte de la política monetària), tindrem el creixement del producte interior brut nominal, que determina la quantitat de diners que és “necessari” crear (corregida segons els canvis esperats de la velocitat-renda, en funció dels tipus d'interès esperats): així queda definit el paper —passiu— de la PM (15).

És necessàriament incorrecte aquest plantejament? No, si s'està contemplant un període de temps tan curt com un any, perquè en ell, efectivament, els salaris nominals són exògens respecte de la PM, al ser-ho tant la taxa esperada d'inflació —que dependrà, en tot cas, dels creixements monetaris passats— com el salari real i la productivitat; també són exògenes les altres variables considerades. Amb un horitzó temporal més llarg, però, aquesta explicació és errònia, perquè oblida la no exogeneïtat dels preus, de la taxa d'inflació esperada, dels salaris i àdhuc de la producció, respecte de la quantitat de diners.

Després d'això que s'ha dit, és lògic que en aquests anys la PM no sigui l'arma idònia per a combatre la inflació, puix que el caràcter autònom de les alces de preus i l'arrelament de les expectatives d'inflació fan probable que la major part de l'efecte de la contenció monetària recaigui damunt la producció i l'ocupació, i no damunt els preus (Cfr. BE (1977), p. 45). La conclusió immediata és que s'ha de confiar en la política de rendes (BE (1980), p. 124; BE (1978), p. 70, etc.) per reduir aquelles expectatives i contenir les causes autònomes d'alces de preus. Amb això es descarreguen les autoritats de la seva responsabilitat en la inflació i es transfereix el paper central de la lluita envers ella a altres organismes, restant els diners, a tot estirar, com un factor coadjuvant (16).

L'explicació de la inflació que dona el BE ha dut, probablement a una PM inflacionista, si més no fins el 1977 (i àdhuc fins el 1981), en primer lloc, perquè sosté que les contraccions monetàries no són capaces de doblegar les expectatives d'inflació, llevat de provocar un deteriorament de la producció i la ocupació que es

considera intolerable. Endemés, però, donat que la inflació es considera autònoma respecte de la PM, una expansió monetària per damunt de la necessària per finançar aquella inflació “heretada” tindrà un efecte expansiu per a la producció i la col·locació: la tasca de la PM ha de ser, doncs, finançar el creixement real més la taxa d’inflació desitjada (17), i àdhuc folgadoament, si es vol qualificar com expansiva (18).

Un creixement de la quantitat de diners calculat per finançar l’augment previst del PIB nominal (real + preus), complementat amb l’intent d’evitar oscil·lacions importants dels tipus d’interès, evita la creació de dificultats reals, en l’òptica del BE. De fet, però, quant suposa l’adaptació passiva als shocks externs, deixa de ser una política de control de la quantitat de diners, ja que uns objectius poc precisos, establerts en forma d’ampli marge, revisables a voluntat, adaptats als shocks externs i sense cap compromís ferm d’acomplir-los s’assemblen força a l’absència de tota regla. I l’evidència dels anys que van seguir el primer shock del petroli confirma aquest judici.

Tret d’errors teòrics, sembla innegable que, en el període esmentat, llevat dels mesos que seguiren les eleccions de juny del 1977, cap govern mostrà una voluntat de combatre la inflació (llevat de declaracions de bons desitjos). “El resultat final ha estat que la PM, privada de l’assistència d’una estratègia més àmplia en torn dels seus objectius, s’ha vist forçada a la posició molt desairosa d’acomodar un grau inevitable d’inflació, que més endavant es veurà alimentat pels propis objectius d’expansió monetària i que acabarà desembocant en un nou episodi d’acomodació” (19): un reconeixement des de dins del BE que dóna molt de llum sobre quina sembla ser la seva actitud real, després de l’experiència passada.

En efecte, he suggerit abans que en els anys següents el BE semblà modificar el seu punt de vista teòric. Tanmateix, queden alguns elements que llencen ombres damunt la claredat d’aquesta concepció.

D’una banda segueix present en els Informes anuals l’explicació de les alces de preus pel cantó dels costos (p. ex.: BE (1981), pp. 47-49, 56, 107-108) (20). Això pot no tenir més importància, si s’interpreta com una mera descripció; en efecte, tot índex de preus és un promig de molts preus, i no està de més saber com ha contribuït cadascun d’ells a l’elevació del conjunt; igualment, un preu és la suma dels costos de producció i els beneficis, i la seva elevació s’explica per la d’aquells –salari, matèries importades, impostos indirectes, etc.– o per l’augment del marge empresarial. Tanmateix, no estem davant d’una explicació causal de la inflació, la qual cosa és lògica tenint en compte que l’horitzó temporal dels Informes del BE és d’un any, insuficient per afrontar aquesta explicació causal profunda.

Amb tot, existeix el risc de donar a aquests elements descriptius la categoria d’explicació, la qual cosa conduiria als errors d’interpretació i de política apuntats abans. Així, en BE (1982), p. 57, després de referir la resistència a la desacceleració dels preus al consum per la forta indicació dels salaris, s’assenyala que “l’experiència espanyola en matèria de preus, el 1982, contrasta amb la de la majoria de països industrials, on la debilitat de la demanda i la evolució descendent dels preus de les primeres matèries i del petroli en els mercats mundials han permès aconseguir reduccions apreciables en les taxes d’inflació”. Tanmateix, quan es compara el creixement de la quantitat de diners amb el del PIB i els preus, no s’aprecia cap anomalia en l’economia espanyola, precisament perquè les autoritats han calculat el creixement necessari de M3 a partir de l’evolució esperada (o desitjada) de les altres dues variables (21). O sigui, la PM ha estat, en certa manera, passiva (a pesar dels seus objectius de lluita envers la inflació), i no pot esperar-se, per tant, que els preus caiguin sensiblement per sota del que la PM “permet”. Existeix, és clar, rigidesa a la

baixa dels preus a Espanya (potser més que en altres economies), però la PM no sembla lluitar decididament contra la inflació. I l'argument que la rigidesa de preus a la baixa impideix aquesta política és fallaç: mentre la PM no sigui decididament antiinflacionista, no es pot pretendre que les expectatives d'inflació es revisin a la baixa o els salaris es desindiciïn –si no, és al preu d'elevades taxes d'atur–.

A més, la tesi que s'ha de proporcionar passivament a l'economia la financiació que demanda el sector privat segueix present en els Informes del BE. Així, després de la devaluació de desembre del 1982 es justificava un augment de la liquidesa en els mesos següents per l'augment de la demanda d'actius financers interiors, resultant d'aquella devaluació (BE (1983), p. 119). No és improbable que el mal paper de la pesseta el gener-març del 1983 tingui res a veure amb aquella PM, poc ortodoxa després d'una devaluació; en tot cas, aquell excés de liquidesa es corregí l'abril.

L'episodi que acabem de contemplar suggereix una actitud de les autoritats monetàries que es centra massa en el curt plaç (ja m'he referit a aquest punt de vista en explicar el transfons teòric de la PM espanyola) (22). I no és improbable que això obligui a correccions posteriors, que accentuen els desequilibris. No és aquest el lloc per referir-nos a la conducció a curt plaç de la PM espanyola, però cal dir quelcom també en relació a la concepció teòrica envers la inflació i el creixement real. Així, en BE (1982), pp. 93-94 i 175, es dóna compte de les esperances d'un impuls de la inversió en la primera meitat del 1982, atenent a factors com "una certa moderació en el ritme de creixement dels salaris nominals i de les cotitzacions socials", i es conclou que "aquesta millora d'excedents no va tenir reflex en la inversió productiva de les empreses". És realment improbable, si les explicacions teòriques de la inversió tenen alguna validesa, que una millora transitòria (que es deteriorà en la segona meitat de l'any) i altament incerta, com la que va tenir lloc a principis del 1982, pogués impulsar la inversió. Aquest discutible tractament de la formació de capital no tindria més importància si no servís de justificació per a una expansió monetària: perquè afirma el BE que "semblaria raonable, en aquestes condicions, que la PM fos suficientment folgada com per afavorir els processos privats de formació de capital assegurant un fluxe de financiació adient al sector privat. Malgrat tot, havia d'ésser molt curosa si no es desitjava atentar contra pressions alcistes de les rendes no assalariades (23) que, en un moviment posterior, fessin aplicables les clàusules pactades de revisió salarial, deslligant noves tensions en els processos d'inflació" (BE (1982), p. 175). I aquesta impulsió monetària va tenir lloc –en forma de retràs de la contenció del creixement de la quantitat de diners–, en part per facilitar el canvi d'instrumentació de la PM (dels CRM als Pagarès del Tresor), però també "pel desig de no renunciar excessivament aviat a la possible resposta expansiva de la despesa i de l'activitat productiva" (BE (1982), p. 180), resposta expansiva que no va tenir lloc (però sí les tensions canviants inherents a l'excessiu augment de M3).

En resum, segueix vigent en el BE la idea que la expansió monetària és un factor important d'impulsió, si es donen les condicions adients (sobre tot, alta demanda i baixos tipus d'interès a l'exterior). Això suposa el risc de renunciar a la responsabilitat antiinflacionària de la PM per posar aquesta al servei de la producció i la inversió, que és exactament el contrari del que aconsella la bona ortodòxia monetària. I això, precisament, ho reconeix el BE, quan assenyala que la política del govern pel 1982 "traslladava damunt la política pactada de rendes una part dels esforços necessaris per rebaixar la taxa interna d'inflació, al temps que tractava d'aconseguir unes condicions monetàries folgades que alentessin els processos privats d'inversió" (BE (1982), p. 190).

L'Informe del 1983 sembla reconèixer l'equivocat d'aquesta actitud quan afirma

que “l’evolució de l’economia espanyola des de l’estiu del 1981 fins la tardor del 1982 posà de manifest l’escassa capacitat de la PM per estimular una recuperació dels ritmes d’activitat i ocupació en un context de creixents dèficits públics, inflació i desequilibris exteriors” (BE (1983), p. 117). Noti’s, però, que la causa del fracàs s’atribueix a les circumstàncies, no a la política (24): l’error de fons es manté, i la política equivocada es repetirà quan torni a donar-se l’oportunitat (25).

Resum i conclusions

Els Informes anuals del BE són un document d’indubtable interès, per la qualitat i profunditat de les seves anàlisis, pel protagonisme del banc emissor en la nostra política econòmica i per les qualitats de l’equip humà que l’integra. En quant al nostre camp d’interès es refereix, hem buscat en ells els fonaments analítics, de la PM, encara que no es pot distingir amb precisió en quina mida reflecteixen el seu propi pensament i quan són, simplement, una racionalització i justificació de les actuacions del govern.

Cercant els fonaments teòrics de la PM –només en allò referent a la justificació dels seus objectius intermitjos davant la inflació i el creixement del producte–, hem identificat diverses etapes, en els successius Informes anuals: a) Absència d’objectius quantitativs precisos abans del 1973; b) Adaptació passiva als shocks externs i a la inflació, el 1974-77; c) Primer assaig decididament antiinflacionista, el 1977; d) PM ambigua, encara que amb tendència a la moderació, i primeres contradiccions serioses entre els objectius interiors i exteriors, el 1978-1980; i e) Més decisió en la lluita envers la inflació, i atenció cada vegada més gran als condicionants exteriors (tema de singular interès, però que excedeix el nostre camp d’atenció aquí), des del 1981.

Les postures teòriques que subjeuen en les anàlisis i plantejaments del BE en les primeres fases expliquen que la PM resultés passiva, adaptant-se als shocks externs i a la inflació, i fent possible i lògica l’acceleració de les alces de preus. Els elements analítics que condueixen a aquesta PM equivocada conclouen: 1) una consideració de la inflació lligada als costos i independent, almenys en bona part, dels impulsos monetaris; 2) una concepció de les expectatives d’inflació i de la rigidesa de preus i salaris a la baixa que també es considera independent de la PM duta a terme; 3) un paper per l’esmentada PM que s’allunya de la tradicional lluita envers la inflació, i que es limita a finançar el creixement real del PIB i la taxa d’inflació, ambdós exògens, i 4) la confiança que una política monetària expansiva (més enllà del paper esmentat en el punt anterior) donaria lloc a un creixement del PIB superior al previst.

Els resultats d’aquesta PM no coincidiren amb el que l’esquema teòric feia preveure: la inflació fou elevada i el creixement econòmic baix. La força dels fets va dur a una revisió del plantejament de la PM, primer el 1977 i més clarament el 1981. Tanmateix –i això és el que crida més l’atenció de les conclusions d’aquest assaig–, sembla que les postures teòriques no han sofert un canvi apreciable, en els últims Informes, la qual cosa fa témer que es mantinguin, almenys potencialment, els riscos de la PM de la primera època. En efecte: a) segueix present la concepció de la inflació com un fenomen que s’explica, almenys a curt plaç, del cantó dels costos; b) les anàlisis es centren massa en el curt plaç (menys d’un any), la qual cosa priva de paper a la PM –els efectes de la qual es solen apreciar en plaços més llargs–, tret de, en tot cas, com a política de financiació “suficient” (la qual cosa, com en períodes anteriors, és possible que doni un biaix inflacionista a la PM), c) es posa massa èmfasi en les circumstàncies exògenes que influeixen en el procés inflacionista espanyol,

minimitzant el paper de l'expansió monetària (aquestes mateixes circumstàncies s'usen per justificar un parèntesi en l'ús expansiu de la PM, per ara). Conseqüència de tot l'anterior és la tesi implícita de què el paper "natural" de la gestió monetària ha d'ésser la financiació i fins i tot l'expansió de la producció. Amb això es canvien els papes: en comptes d'una PM dirigida, sobretot, a combatre la inflació, s'abandona aquesta tasca, més o menys, a la política de rendes (que no serveix per això de forma duradera i eficient) i s'atribueix a l'autoritat monetària la responsabilitat, més o menys admesa, de la reactivació, que no li correspon.

Notes

(1) Un breu esbòs d'aquesta anàlisi es pot veure en l'Anexe 5 del meu llibre *Para entender la crisis económica española*, Madrid, Tecnos, 2.^a ed., 1984.

(2) Fins la Llei del 30 de juny del 1980 no queda assegurada una certa independència dels òrgans de govern del BE —a través de les normes referents als seu nomenament i remoció—, la qual cosa no suposa la seva independència quant als objectius de la PM (que segueix fixant el govern), ni garanteix la independència de judici, que és la que aquí ens interessa.

(3) Els informes del Banc d'Espanya s'esmenten amb les lletres BE, seguides de l'any al qual es refereix l'estudi (no el de la seva publicació). Així, el text esmentat correspon a l'*Informe anual 1972*, editat el 1973.

(4) M3 o Disponibilitats líquides és la suma de l'Efectiu (monedes i bitllets) en mans del públic, més els Dipòsits a la vista, d'estalvi i a plaç en bancs i caixes d'estalvi (i, més recentment, també en cooperatives de crèdit).

(5) L'evolució de les xifres del 1978 (figura 1) mostra alguns dels problemes creats a curt plaç pel plantejament incorrecte de la PM. Es començà l'any per dessota de l'objectiu; el BE provocà una expansió dels dipòsits bancaris, que resultà excessiva, en part per dificultats de control i en part perquè la banca no va entendre correctament les intencions de les autoritats. La consegüent contracció forçada pel BE coincidí amb elevades xifres de creació de diners pels sectors exterior i públic, provocant fortíssimes tensions en els mercats monetaris. "La PM es debati (...) en la segona meitat del 1978 entre la persecució de l'objectiu inicial, amb les consegüents tensions, i la seva substitució per un altre més permissiu, solució que acabà imposant-se" (BE (1978), p. 228); el juliol es revisà a l'alça l'objectiu intermensual, per acomodar-se al desfase ja ocorregut, amb la intenció d'aconseguir una nova restricció i acabar l'any amb un nou ritme del 14%. Com és lògic, els bancs interpretaren aquella elevació de l'objectiu com a símptoma d'una política més relaxada, i la consegüent expansió del crèdit va fer que les autoritats perdessin el control del procés el juliol. El setembre es tornà a revisar l'objectiu a l'alça, també per tornar al 15% a final de l'any, i de nou la banca interpretà això com una política expansiva. Aquesta vegada, el BE no secundà aquestes expectatives, per la qual cosa la banca va tenir que doblegar-se, finalment, el novembre: però com llavors s'havia fixat una meta del 17-20% pel 1979, no procedia mantenir la del 15% pel desembre, pel que es fixà un nou objectiu del 20%.

(6) La terminologia del BE és, sovint, imprecisa, potser per fer més grata la lectura (evitant excessius tecnicismes), però potser també per ocultar una certa ambigüitat conceptual i teòrica. En el text es parla d'un moviment "ordenat" dels mercats canviaris, que sembla fer referència a evitar apreciacions o depreciacions brusques de la nostra moneda.

(7) Com quan assenyalava que hi ha "una dificultat cada vegada més gran d'estimar quin és el ritme d'expansió monetària a curt plaç que permet aconseguir una evolució ordenada de la pesseta en els mercats de canvis i assolir objectius últims definits en termes d'inflació i taxa d'activitat productiva" (BE (1982), p. 201), o l'existència de "dos objectius genèrics de la política econòmica que, en els dos últims anys, han resultat difícils de coordinar": la reducció dels tipus d'interès que aleni la inversió, d'una banda, i l'augment de la financiació exterior per cobrir els dèficits de la balança de pagaments, d'altra (BE (1982), p. 235).

(8) Aquesta modificació es portà a terme amb un canvi de base que enfosquia la seva significació. En els últims anys, el govern fixava els seus objectius en termes de la taxa intertrimestral de creixement de la sèrie desestacionalitzada de les disponibilitats líquides, elevada a taxa anual, i centrada el mes de setembre de l'any anterior. La revisió a la que ara ens referim suposava l'elevació al 16%, centrada, però, el desembre, la qual cosa equival al 16,2% esmentat en el text, amb base el setembre. Cfr.: BE (1982), p. 177.

(9) Definits com M3 més un conjunt d'actius monetaris molt líquids, emesos pel sector públic, les empreses i les institucions financeres. El canvi de variable es degué als desplaçaments de la demanda del públic vers aquells actius, en detriment dels dipòsits, resultat d'un conjunt de fenòmens que giren entorn de la financiació dels elevats dèficits públics, la pujada dels coeficients bancaris, els canvis en el tractament fiscal dels actius financers, la major competència entre les institucions financeres, etc.

(10) El protagonisme ha passat, des del 1982, a la financiació del dèficit públic, darrera de la qual es dibuixen totes les grans mesures monetàries: emissió massiva de CRM i Pagarés del Tresor, elevació de coeficients, canvi de l'objectiu intermig als ALP, etc. Tanmateix, tot això ha afectat poc a la fixació de l'objectiu intermig que aquí ens ocupa, restant sobre tot per a la fase d'implementació: d'ací que no ens ocupem ara d'això.

(11) Vegis, p. ex., L'epígraf "Les causes de la inflació" en BE (1974), pp. 114-116.

(12) Luis Angel Rojo i José Pérez, *La política monetaria española; objetivos e instrumentos*, Madrid BE, Estudios Económicos, n.º 10, 1977, pág. 40.

(13) Els exemples són molt abundants; aquí esmentarem només un: "La forta elevació dels preus del petroli, la consegüent acceleració dels preus mundials i la depreciació de la pesseta, van estar, per aquest ordre, els determinants de l'intens encariment de les importacions, responsables bàsics del procés de desaceleració de la inflació el 1980". BE (1980), p. 89.

(14) També els exemples són aquí molts: BE (1980), pp. 80-89 i 96; BE (1979), pp. 42 i 95, etc.

(15) Vegis en P. Martínez Méndez, *El proceso de ajuste de economía española, 1973-1980*. Madrid: BE, Estudios Económicos, n.º 23, 1982, pp. 50-51, una versió d'aquest plantejament.

(16) No falten declaracions contradictòries i confuses. Així, en BE (1980), pp. 133-134, es posa de manifest que la tasca bàsica de la PM és la lluita envers la inflació, mitjançant una contenció monetària suau i sostinguda. En el mateix informe, però, es torna a repetir el caràcter inflacionista de les alces autònomes de salaris, de les pujades de preus internacionals i de la devaluació de la pesseta. Defensa la política de rendes, però afirma ser conscient de les seves limitacions i defectes (Cfr. BE (1978), p. 123; BE (1975), p. 299). Sense oblidar que alguns paràgrafs dels seus Informes fan pensar que el BE s'adhereix a la tesi que la causa de la inflació és la pujada dels preus (p. ex., BE (1980), pp. 43-44, 89 i ss., i molts altres texts).

(17) Que aquesta és la concepció de la PM en els Informes del BE pot veure's en BE (1979), p. 118; BE (1977), p. 187; BE (1976), pp. 173-174, etc. Adhuc arriba a justificar increments de la quantitat de diners per la "necessitat de finançar una excel·lent collita de cereals els mesos d'estiu" (BE (1980), p. 87).

(18) "El creixement de la quantitat de diners en termes reals és condicionant, a Espanya, per mantenir un ritme d'avenç sostingut de l'economia; i l'augment de les disponibilitats de diners en termes reals és un factor positiu en un procés de recuperació de l'activitat" (BE (1980), p. 115) (vegis també BE (1979), p. 95). Aquest criteri per definir una política com a "expansiva" és erroni, perquè oblidia les expectatives del públic sobre la creació de diners.

(19) P. Martínez Méndez, op. cit., p. 53.

(20) La seva posició sobre aquest tema no careix d'ambigüitats, fins i tot en els Informes més recents. Així, en BE (1982), p. 64, es diu que la inflació "apareix condicionada pel ritme finançat d'avenç dels salaris monetaris (directament i també a través d'altres variants, com el tipus de canvi nominal)": una afirmació que admet tot tipus d'interpretacions. Altres paràgrafs en què apareix aquesta connexió entre preus i costos són: BE (1982), pp. 115 i ss.; BE (1983), p. 53, 56, 87, 96. No és, doncs, una interpretació ja passada del fenomen inflacionari espanyol.

(21) La fixació de l'objectiu quantitatiu de creixement de M3 o d'ALP es duu a terme, com s'acaba d'assenyalar, atenent a l'augment de preus i producció real esperats (i a altres factors, com l'evolució de la demanda de M3 o d'ALP, les condicions esperades dels mercats exteriors –diferencials d'interès i cotització de la pesseta– etc.) (cfr., p. ex., BE (1981), p. 156, nota 2). Per tant, aquest procés no reflexa, per si sol, la concepció que es tingui quant a les causes de la inflació o de la financiació que l'economia necessita, ni la voluntat del govern quant a aquests fenòmens.

(22) Aquesta mateixa visió a curt plaç es pot veure en l'explicació del consum al llarg de l'any, que es relaciona sempre amb esdeveniments immediats (p. ex., la revisió dels salaris deguda a la clàusula de salvaguarda, les majors retencions fiscals, el retras en la negociació salarial, etc.) (cfr.: BE (1983), pp. 70-71; en els altres informes poden trobar-se explicacions similars). Per l'escassa connexió que això té amb les explicacions teòriques del consum (cicle vital, renda permanent, etc.), no se sap si es tracta de una racionalització "ad hoc" dels moviments del consum i dels seus indicadors al llarg de l'any, o si respon a una genuïna concepció teòrica.

(23) Com s'anava a alenar la inversió si, després de molts anys de decreixement dels beneficis, es tractava d'evitar que aquests augmentessin?

(24) "Existeix segurament un marge d'increment no inflacionista de la producció als actuals preus relatius que no és activa per manca de demanda global (...) La dificultat radica en què, en les condicions

actuals de forts desajustaments, l'economia espanyola no està en condicions d'estimular, d'una manera autònoma, i significativa, la seva demanda interior sense provocar una accentuació dels desequilibris, que malbarataria l'intent" (BE (1982), p. 62).

(25) Que això no és així ho posa de manifest el fet que "Les autoritats monetàries es proposaren assolir valors més o menys alts dins de l'esmentat marge (la de creixement dels ALP, com objectiu intermig per l'any) segons constatessin una evolució més o menys favorable en els nostres intercanvis exteriors i observessin un ritme més o menys ràpid de caiguda de les taxes d'inflació interna" (BE (1983), p. 117). Això podia venir justificat per la necessitat d'atendre la massiva financiació del dèficit públic, però em temo que té de veure més amb l'actitud teòrica assenyalada abans. En tot cas, és de tèmer que aquesta política de "fine tuning", de seguiment i adaptació a molt curt plaç, resulti desestabilitzadora, com ja he assenyalat.